

# Perspektive razvoja nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj

---

**Vuković, Nika**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2022**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:602059>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-20**



*Repository / Repozitorij:*

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu**  
**Ekonomski fakultet**  
**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**  
**Poslovna ekonomija – smjer Financije**

**PERSPEKTIVE RAZVOJA NEKRETNINSKIH  
INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

**Diplomski rad**

**Nika Vuković**

**Zagreb, rujan, 2022. godina**

**Sveučilište u Zagrebu**  
**Ekonomski fakultet**  
**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**  
**Poslovna ekonomija – smjer Financije**

**PERSPEKTIVE RAZVOJA NEKRETNINSKIH  
INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

**PERSPECTIVES FOR THE DEVELOPMENT OF REAL  
ESTATE INVESTMENT FUNDS IN THE REPUBLIC OF  
CROATIA**

**Diplomski rad**

**Nika Vuković, 0067566848**

**Mentor: izv. prof. dr. sc. Jakša Krišto**

**Zagreb, rujan, 2022.**

## **ZAHVALA**

*Za početak bih se htjela zahvaliti profesoru Jakši Krišti koji je prihvatio ulogu mog mentora za ovaj diplomski rad. Zahvalna sam na ponekad zahtjevnim, ali jako korisnim savjetima koje mi je davao, zahvalna sam na lijepoj i brznoj komunikaciji koju smo uvijek imali i zahvalna sam za svo vrijeme i strpljenje koje je uložio u mene i moj rad.*

*Nadalje, zahvalila bih se svim osobama koje su pristale sudjelovati u mom provedenom intervjuu. Uvid u njihove odgovore i razmišljanja jako mi je pomogao u pronalasku svih najbitnijih zaključaka na temu. Gotovo svi ispitanici su izuzetno uspješne osobe s jako gustim rasporedima te sam im svima iznimno zahvalna na pomoći, trudu i izdvojenom vremenu.*

*Jedno veliko hvala zaslužile su i moje prijateljice koje su bile uz mene kroz cijelo moje fakultetsko obrazovanje i zajedno samnom iščekivale ovaj dan. Na ovome mjestu izdvojila bih svoju kolegicu, ali na prvom mjestu prijateljicu Ivu Vrbetić, bez koje ne bih bila ovdje gdje sam danas. S njom u klupi sam provela svih pet godina studiranja, pripremala svaki ispit i veselila se svakoj novoj upisanoj godini. I s ogromnim veseljem dijelimo i isti dan obrane naših diplomskih radova.*

*Posljednje i najveće hvala ide mojoj obitelji, prvenstveno mojim roditeljima i bratu koji su mi pružali neizmjernu ljubav i podršku u svakom trenutku mog studiranja. Bez njih i njihovih toplih riječi ne bih ovoliko brzo došla do svoga cilja*

*Hvala Vam.*

## SAŽETAK I KLJUČNE RIJEČI

U prošlosti su banke bile glavna financijska institucija, pokretač gospodarstva i akcelerator rasta svake države. No, razvojem znanosti i tehnologije, razvilo se i financijsko tržište te su tradicionalne banke počele dobivati iznimno kvalitetnu konkurenciju u obliku institucionalnih investitora. Danas se banke sve više zamjenjuju za sofisticiranije financijske institucije, a bankocentrično se tržište nastoji zamijeniti tržišnocentričnim. Kao jedan iznimno bitan akter na modernom tržištu kapitala u 21. stoljeću, osim mirovinskih fondova, osiguravajućih društava, brokera i dealera, pojavili su se i nekretninski investicijski fondovi. Nekretninski se fondovi javljaju kao novo rješenje nakon financijskih kriza kada su ljudi izgubili povjerenje u prijašnje konzervativnije financijske institucije. Mogućnost velike diversifikacije portfelja ulaganja, likvidnost, transparentnost poslovanja, dugoročni prinosi i povoljan porezni tretman samo su neke od prednosti nekretninskih fondova. S obzirom na to, činjenica da se nekretninski fondovi razvijaju diljem svijeta i iz godine u godinu postaju sve popularniji oblik ulaganja novčanih viškova, uopće nije iznenađujuća. Važan je i podatak da cijene nekretnina nikada nisu bile više nego danas, u 2022. godini, a njihov daljnji porast u budućnosti nije isključen, što zapravo upućuje da ulaganje u nekretnine predstavlja gotovo siguran prinos. Nekretninski su fondovi nekada poslovali i na području Republike Hrvatske, no njihov tadašnji regulatorni okvir i državni ustroj rezultirali su njihovom propašću. Problemi poput visokih naknada i troškova fonda, nejednakog poreznog tretmana te komplicirana procedura pribavljanja potrebnih dokumenata za legalizaciju ugrozili su tadašnje poslovanje nekretninskih fondova u Republici Hrvatskoj. No, s obzirom na ulazak države u Europsku Uniju, Republika Hrvatska danas posluje po znatno izmijenjenoj, odnosno dijelom novoj zakonskoj regulativi, a time je i perspektiva ponovnog stvaranja i razvoja nekretninskih fondova znatno porasla.

**KLJUČNE RIJEČI:** financijsko tržište, tržište kapitala, institucionalni investitori, investicijski fond, nekretninski fond

## **SUMMARY AND KEY WORDS**

In the past, banks have been the main financial institution, the driver of the economy and the growth accelerator of every country. However, with the development of science and technology, the financial market has also developed and traditional banks began to receive extremely high-quality competition in form of institutional investors. Today, banks are increasingly being replaced by more sophisticated financial institutions and the bank-centric market is trying to be replaced by a market-centric one. Apart from pension funds, insurance companies, brokers and dealers, real estate investment funds have emerged as one of the most important players in the modern capital market in the 21st century. Real estate funds are emerging as a new solution after the financial crises when people lost trust in more conservative financial institutions. The possibility of large diversification of the investment portfolio, liquidity, business transparency, long-term returns and favorable tax treatment are just some of the advantages of real estate funds. Given this, the information that real estate funds are evolving around the world and are becoming an increasingly popular form of surplus cash investment year after year, is not surprising at all. Also important is the fact that real estate prices have never been higher than they are now in the year 2022, and their further rise in the future is not ruled out, which in fact suggests that investing in real estate represents an almost certain return in the future. Real estate funds used to operate in the territory of the Republic of Croatia, but their regulatory framework and state structure at that time, resulted in their collapse. Problems such as high fees and fund costs, unequal tax treatment and complicated procedures for obtaining the necessary documents for legalization, threatened the existence of real estate funds in the Republic of Croatia. However, given the country's accession to the European Union, today the Republic of Croatia operates under significantly modified and partly new legislation, so the prospect of re-creation and development of real estate funds has increased a lot.

**KEY WORDS:** financial market, capital market, institutional investors, investment fund, real estate fund

## **IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI**

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad / seminarski rad / prijava teme diplomskog rada isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada / prijave teme nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada / prijave teme ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio rada / prijave teme nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

---

(vlastoručni potpis studenta)

---

(mjesto i datum)

## **STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY**

I hereby declare and confirm by my signature that the final thesis is the sole result of my own work based on my research and relies on the published literature, as shown in the listed notes and bibliography.

I declare that no part of the thesis has been written in an unauthorized manner, i.e., it is not transcribed from the non-cited work, and that no part of the thesis infringes any of the copyrights.

I also declare that no part of the thesis has been used for any other work in any other higher education, scientific or educational institution.

---

(personal signature of the student)

---

(place and date)

# Sadržaj

<b>1. UVOD</b> .....	1
<b>1.1. Predmet i cilj rada</b> .....	1
<b>1.2. Metode istraživanja i izvori podataka</b> .....	1
<b>1.3. Sadržaj i struktura rada</b> .....	2
<b>2. NEKRETNINSKI INVESTICIJSKI FONDOVI</b> .....	3
<b>2.1. Karakteristike investicijskih fondova</b> .....	3
2.1.1. Definicija investicijskih fondova .....	3
2.1.2. Povijesni razvoj investicijskih fondova .....	5
2.1.3. Kriteriji razlikovanja investicijskih fondova.....	6
2.1.4. Vrste investicijskih fondova.....	7
2.1.5. Prednosti i nedostaci investicijskih fondova .....	11
2.1.6. Investicijski fondovi u svijetu .....	12
<b>2.2. Nekretninski investicijski fondovi kao vrsta investicijskih fondova</b> .....	18
2.2.1. Definicija nekretninskih investicijskih fondova.....	18
2.2.2. Prednosti i nedostaci nekretninskih investicijskih fondova .....	20
<b>2.3. Povijesni razvoj nekretninskih investicijskih fondova</b> .....	21
2.3.1. Povijest nekretninskih investicijskih fondova.....	21
2.3.2. Utjecaj financijskih kriza .....	22
<b>2.4. Vrste nekretninskih investicijskih fondova</b> .....	23
<b>2.5. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u svijetu</b> .....	26
2.5.1. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u SAD-u .....	26
2.5.2. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Ujedinjenom Kraljevstvu .....	28
<b>3. TRŽIŠTE I REGULATORNI OKVIR NEKRETNINSKIH INVESTICIJSKIH FONDOVA</b> .....	32
<b>3.1. Regulatorni okvir nekretninskih investicijskih fondova u Europskoj uniji</b> .....	32
<b>3.2. Poslovanje nekretninskih investicijskih fondova u Europskoj uniji</b> .....	34
<b>3.3. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Europskoj uniji</b> .....	34
<b>3.4. Primjeri nekretninskih investicijskih fondova u Europskoj uniji</b> .....	36
3.4.1. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Njemačkoj .....	36
3.4.2. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Nizozemskoj .....	38
3.4.3. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Francuskoj.....	40
<b>4. RAZVOJ NEKRETNINSKIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ</b> .....	42
<b>4.1. Regulatorni okvir nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj</b> .....	42
4.1.1. Povijesni razvoj nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj.....	42
4.1.2. Regulacija nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj .....	46



<b>4.2. Poslovanje nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj .....</b>	<b>48</b>
<b>4.3. Primjeri nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj .....</b>	<b>50</b>
<b>4.4. Buduća perspektiva razvoja nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj .....</b>	<b>53</b>
<b>5. STRUKTURA I REZULTATI KVALITATIVNOG ISTRAŽIVANJA.....</b>	<b>55</b>
<b>5.2. Podaci i proces istraživanja.....</b>	<b>56</b>
<b>5.3. Rezultati istraživanja.....</b>	<b>58</b>
<b>5.4. Rasprava o postignutim rezultatima.....</b>	<b>69</b>
<b>6. ZAKLJUČAK .....</b>	<b>71</b>
<b>POPIS LITERATURE .....</b>	<b>72</b>
<b>POPIS TABLICA.....</b>	<b>76</b>
<b>POPIS GRAFIKONA.....</b>	<b>77</b>
<b>ŽIVOTOPIS STUDENTA.....</b>	<b>79</b>

## **1. UVOD**

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

Predmet ovog diplomskog rada biti će nekretninski investicijski fondovi kao vrsta investicijskih fondova. U radu će se pisati općenito o nekretninskim fondovima, o njihovom poslovanju u Europskoj uniji i u ostatku svijetu te će se analizirati njihova buduća perspektiva razvoja u Republici Hrvatskoj. Određeni dio rada će se posvetiti razrađivanju pojma nekretninskog fonda, no veća pozornost će se posvetiti samom tržištu nekretninskih fondova kako bi se dobio uvid u njihovo poslovanje na konkretnim primjerima. Glavni dio rada odnositi će se na hrvatsko tržište. Osim što će se nekretninski fondovi na području Republike Hrvatske sagledati iz sadašnje perspektive, na način da će se pisati o regulatornom okviru, o vrstama nekretninskih fondova te o njihovom poslovanju u Republici Hrvatskoj, u radu će se također spominjati određene činjenice iz prošlosti, a dobiti će se i uvid u moguću odnosno željenu budućnost. U jednom manjem dijelu rada spomenuti će se nekretninski fondovi koji su nekada bili aktivni na području Republike Hrvatske te zašto danas više nisu, a velikim dijelom analizirati će se perspektiva za daljnji razvoj nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske s obzirom na dosadašnju iznimno kratku povijest poslovanja te na današnji noviji regulatorni okvir njihovog poslovanja. Primarni je cilj rada prikazati prošlost, sadašnjost i moguću budućnost poslovanja nekretninskih fondova u Republici Hrvatskoj u skladu s uvjetima koje joj nudi novi regulatorni okvir Europske unije. Ostali su ciljevi prikazati i usporediti poslovanje nekretninskih fondova u nekoliko država svijeta te Europske unije. Osim navedenog primarnog te ostalih ciljeva, željeni ishod pisanja ovog diplomskog rada je uviđanje važnosti nekretninskih fondova i njihovog poslovanja u svim državama, a u konačnici i koristi koje svaki pojedinac ima od ulaganja vlastitih novčanih viškova u njih.

### **1.2. Metode istraživanja i izvori podataka**

Metodologija korištena za pisanje ovog diplomskog rada biti će kombinacija teorijske analize te praktičnog provedenog istraživanja. Teorijski dio temeljiti će se na iščitanoj i proučenoj literaturi čiju glavninu čine knjige, zakoni, publikacije i znanstveni članci na hrvatskom, engleskom i njemačkom jeziku. Veliki dio rada biti će pisan upravo po uzoru na pročitane stručne literature. S druge strane, praktično provedeno istraživanje biti će prikazano gotovo na samom kraju rada. Kvalitativno će se istraživanje provoditi u suradnji sa stručnjacima iz ovog područja kako bi se dobili što detaljniji i precizniji odgovori na pitanja vezana uz poslovanje

nekretninskih fondova u Republici Hrvatskoj. Također, kvalitativno će se istraživanje provoditi u obliku deset intervjua sa stručnim osobama. Osim tih dvaju glavnih izvora podataka, još jedan izvor podataka čine redoviti razgovori i konzultacije s mentorom koji je također stručnjak u ovom području te informacije koje su svakodnevno dostupne u krugu obitelji i prijatelja. Kombinacijom svih navedenih metoda istraživanja i korištenih izvora podataka, doći će se do relevantnih zaključaka. Dakle, na kraju rada moći će se povući paralele između teorijskog aspekta te stručnog argumentiranog mišljenja na temu. Cilj je svakako utvrditi jesu li teorija i praksa usklađene, odnosno hoće li se rezultati teorijskog istraživanja te rezultati praktičnog provedenog istraživanja preklapati. Naravno, cilj rada nije dobiti potpuno jednake odgovore i informacije iz ovih dviju korištenih metoda, već povezati ih u jednu skladnu cjelinu koja će kao takva dati konačan i najbolji odgovor na sve prethodne nedoumice i pitanja vezana uz promatranu problematiku u vidu mogućnosti razvoja nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske.

### **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Ovaj se diplomski rad sastoji od četiri veće tematske cjeline. Prvo je poglavlje posvećeno definiciji nekretninskih investicijskih fondova što će predstavljati uvod u glavnu temu rada. U prvom će se potpoglavlju analizirati karakteristike investicijskih fondova kao šireg pojma nekretninskim fondovima te će se ostala potpoglavlja odnositi na karakteristike, povijesni razvoj, vrste i tržište nekretninskih fondova. Zatim, drugo će se poglavlje odnositi na tržište i regulatorni okvir nekretninskih fondova na području Europske unije s obzirom da ona predstavlja bitan faktor u mogućnosti razvoja nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske. U ovome će se poglavlju analizirati regulatorni okvir, poslovanje, tržište i konkretni primjeri nekretninskih fondova na području Europske unije. Zatim slijedi treće, a ujedno i najvažnije poglavlje rada koje se odnosi na razvoj nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske. U ovome će se dijelu promatrati regulatorni okvir, poslovanje, primjeri te konačno buduća perspektiva razvoja nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske. Četvrto, posljednje poglavlje ovog diplomskog rada predstavlja provođenje kvalitativnog istraživanja odnosno intervjua. U tom će se poglavlju navesti metodologija, podaci, proces, rezultati te rasprava provedenog kvalitativnog istraživanja. Na taj će se način zaokružiti cjelokupna tema i dvije vrste korištene metodologije će se moći međusobno usporediti te će se dobiti relevantni zaključci.

## **2. NEKRETNINSKI INVESTICIJSKI FONDOVI**

### **2.1. Karakteristike investicijskih fondova**

#### **2.1.1. Definicija investicijskih fondova**

Investicijski fondovi predstavljaju jednu iznimno bitnu kariku na cjelokupnom financijskom tržištu. Opće je poznata činjenica da financijsko tržište čine sve institucije, subjekti i transakcije koje se odvijaju između financijskih sredstava različitih subjekata (Madura, 2015.). Drugim riječima, financijsko je tržište mjesto na kojem se odvijaju sve s novcem povezane transakcije, razmjene, uplate, isplate, transferi, ... Postoje mnogobrojni sudionici financijskog tržišta, a neki od njih su građani, banke, investicijski i mirovinski fondovi. Kada je riječ o investicijskim fondovima, misli se na jednu vrstu institucionalnih investitora. Institucionalni investitori kao takvi, na važnosti su dobili tek nakon 1970.-ih godina. Neke od uzroka rasta uspješnosti institucionalnih investitora definiraju Davis i Steil (2004.): jednostavnost diverzifikacije, poboljšana korporativna kontrola, deregulacija, sposobnost iskorištavanja prednosti koje nudi tehnološki napredak i poboljšani i pojačani tržišni natječaj. Investicijski fondovi se mogu definirati kao subjekti odnosno brokeri koji uzimaju viškove novčanih sredstava od šire javnosti te ih dalje ulažu u raznovrsnu imovinu s ciljem ostvarivanja prinosa za sebe i za svoje ulagatelje (Samodol, 1995.). Drugim riječima, investicijski fondovi za građane i druge novčanosuficitarne subjekte predstavljaju privlačnu opciju ulaganja viška svojih financijskih sredstava. Ukoliko se određeni raspoloživi višak sredstava povjeri investicijskom fondu, on će ta sredstva uložiti u raznolike vrijednosne papire i u drugu vrstu imovine te će na taj način izbjeći mnogobrojne rizike. Diversificiranim ulaganjem sredstava investicijski fondovi postižu gotovo siguran povrat novčanih sredstava, a zbog toga predstavljaju iznimno popularan način ulaganja financijske imovine u 21. stoljeću.

Konkretnih definicija investicijskih fondova postoji mnogo, a neke od njih biti će priložene i pobliže objašnjene u nastavku. Investicijski fondovi su investicijske institucije koje, uz uvažavanje načela sigurnosti, profitabilnosti, likvidnosti i podjele rizika, prikupljaju novčana sredstva šire javnosti i ta prikupljena sredstva ulažu u vrijednosne papire različitih izdavatelja, instrumente tržišta novca, novčane depozite i drugu vrstu imovine (Kancelir, 2008.). Sva navedena načela kojih se investicijski fondovi pridržavaju zapravo su vrlo usko povezana. Bit poslovanja investicijskih fondova temelji se na činjenici da se sva prikupljena sredstva uvijek ulažu u raznoliku imovinu kako bi se izbjegao bilokakav rizik, a kako bi se u isto vrijeme ostvario maksimalni prinos. Dakle, diversificiranim portfeljem u koji investicijski fondovi ulažu novčana sredstva, načela sigurnosti, profitabilnosti, likvidnosti i podjele rizika potpuno

su uvažena. Ukoliko uložena sredstva u prvu imovinu ne donesu nikakav prinos, postoji još mnoštvo drugih imovina u koje je investicijski fond uložio sredstva i koje će nadoknaditi propuštenu priliku ostvarenja tog prinosa.

Investicijski fond je institucionalni investitor registriran kao kompanija, koji prikuplja novčana sredstva od široke javnosti, obično individualnih investitora, i plasiraju ih u dugoročne, ponekad i kratkoročne investicije (Foley, 1998.). Uz mirovinske fondove, osiguravajuća društva i mnoge druge, investicijski su fondovi također jedni od općepoznatih institucionalnih investitora. Svi oni djeluju na način da prikupljaju mnogobrojne, manje količine novčanih sredstava od šire javnosti te ih nadalje ulažu na način da djeluju i u vlastitu i u ulagateljevu korist.

I konačno, prema hrvatskom Zakonu o investicijskim fondovima, investicijski je fond definiran kao pravna osoba ili imovina u kojoj se sudjelovanje – bilo putem dionica, udjela ili kakvog prava – nudi s ciljem prikupljanja uloga u gotovom novcu te s izričitom namjerom ulaganja više od 60% tih uloga u portfelj vrijednosnih papira, novčanih depozita i svih drugih vrsta imovine, pri čemu ulagatelji nemaju svakodnevni nadzor nad donošenjem odluka o ulaganjima, a osnovni je cilj osigurati ulagateljima povrat na njihova ulaganja, i to bilo u dobiti ili kakvoj drugoj koristi. Dakle, investicijski fondovi većinu prikupljenih sredstava moraju uložiti u neku vrstu imovine, ali to im je i u cilju jer na taj način ostvaruju prinose koji su pozitivni i poželjni, kako za sami fond tako i za ulagače.

Vidljivo je da postoje brojni načini na koji se investicijski fondovi mogu definirati, no u nastavku će biti priloženo nekoliko njihovih najvažnijih karakteristika koje se zapravo u svim užim i širim definicijama i spominju. Dakle, osnovne karakteristike investicijskih fondova prema Zakonu o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom su sljedeće:

- Fondovi imaju naziv "otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom" što znači da pružaju mogućnost ulaganja neograničenom broju ulagatelja i novi udjeli mogu biti izdani u bilo kojem trenutku
- Fondovima upravljaju specijalizirane institucije (društva za upravljanje fondovima)
- Fond manageri su stručne osobe koje upravljaju fondovima i odabiru vrijednosne papire u portfelju fonda
- Široka diversifikacija rizika, npr. ulaganjem u vrijednosne papire različitih vrsta i izdavatelja, ali i različite geografske i gospodarske izloženosti
- Dnevni izračun neto vrijednosti imovine

- Redovite kontrole neovisnih revizora
- Udjelničar u fondu je suvlasnik imovine pod upravljanjem razmjerno količini uloženi sredstava u fondu; udjeli u fondu predstavljaju zasebnu imovinu (odvojenu od imovine Društva i Banke, zaštićenu u slučaju stečaja Banke ili skrbnika vrijednosnih papira (tj. depozitarne banke))
- Potpuna transparentnost za investitore (godišnja i polugodišnja izvješća, Prospekti i Pravila fonda, KIID, ostale informacije o fondovima na internetskoj stranici itd. (Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom).

### 2.1.2. Povijesni razvoj investicijskih fondova

Povijesni razvoj investicijskih fondova počinje još u 19. stoljeću na području Europe. Kroz povijest su se prvo razvijali *kvazi* investicijski fondovi koji kao takvi nisu u potpunosti isti kao današnji investicijski fondovi. Jedan takav, koji se ujedno i smatra prvim investicijskim fondom, nastao je 1822. godine u Nizozemskoj. Ako se u obzir uzmu i takozvani „investicijski trustovi“, onda početak razvoja investicijskih fondova predstavlja upravo ta 1822. godina. Ali, nekoliko godina kasnije, 1868. godine, u Londonu je nastao prvi pravi zatvoreni investicijski fond. Iz tog razloga se 1868. godina može nedvojbeno smatrati početkom razvoja investicijskih fondova (Stojanović, Pavković i Krišto, 2014. ). Prvi investicijski fond u Londonu bio je „*Foreign and Colonial Government Trust*“. S obzirom da će se kroz čitav diplomski rad spominjati i SAD, valja napomenuti da je prvi investicijski fond na tom području osnovan 1889. godine u Bostonu, a zvao se „*New York Stock Trust*“, a uz njega je osnovan i „*Massachusetts Investors Trust*“ 1924. godine.

Što se tiče Republike Hrvatske, razvoj investicijskih fondova počeo se zbivati tek dosta kasnije, što i nije iznenađujuće. Naime, sve do 1995. godine u Republici Hrvatskoj pravi investicijski fondovi nisu ni mogli poslovati iz razloga što je tek te godine osnovana institucija zadužena za rad investicijskih fondova. Dakle, razvoj investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj zapravo je prilično nova pojava, stara tek manje od tridesetak godina. Odnosno, razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj zapravo počinje 90.-ih godina, nakon gotovo pedeset godina prestanka djelovanja (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009.).

Kroz čitavu povijest pa sve do danas postojale su značajne oscilacije u svjetskoj ekonomiji. Naizmjenično pojavljivanje ekonomskih kriza te oporavka gospodarstva dovelo je do usporavanja ali i ubrzavanja razvoja gospodarstva, financijskog sustava pa sukladno s time i investicijskih fondova. Također, svaka pojava krize zapravo predstavlja jednu vrstu upozorenja

da se do tada postojeći zakoni moraju izmijeniti. Tako se, primjerice 1929. godine dogodio burzovni krah, a nedugo nakon i svjetska ekonomska kriza koji su značajno usporili razvoj investicijskih fondova. Tada je SAD bio prisiljen izglasati nove zakone koji će regulirati financijsko tržište, a time i štititi postojeće i buduće investitore (Čulinović-Herc, 2007.).

No, u zadnjih sedamdesetak godina broj i vrste investicijskih fondova u konstantnom su porastu. Financijski sustav iz dana u dan postaje sve napredniji, a razvoj tehnologije i pojava inovacija pozitivno utječu na fondovsku industriju (Leko, 2012.). Na tržištu se pojavljuju sve sofisticiraniji financijski instrumenti koji ujedno i potiču dodatno usavršavanje i unaprjeđenje postojećih investicijskih fondova, ali i stvaranje potpuno novih vrsta.

### **2.1.3. Kriteriji razlikovanja investicijskih fondova**

Investicijski se fondovi jedni od drugih mogu razlikovati uz pomoć tri kriterija koje u svom znanstvenom članku navodi Čulinović-Herc (2007.):

1. *Prvi kriterij razlikovanja: **pravna osobnost fonda.*** Ukoliko je investicijski fond pravna osoba, tada je fond isključivo dioničko društvo (d.d.) te je riječ o zatvorenom investicijskom fondu. Ukoliko je pak riječ o fondu koji je imovina bez pravne osobnosti, radi se o otvorenom investicijskom fondu. Dakle, zatvoreni investicijski fondovi imaju pravnu osobnost, a njihova je glavica iskazana u temeljnom kapitalu društva koji je već unaprijed podijeljen na dionice. Isplata dionica kod zatvorenog fonda nije moguća bilo kada. Otvoreni investicijski fondovi s druge strane nemaju svojstvo pravne osobe te njihova glavica stalno raste novim uplatama u fond (Zakon o investicijskim fondovima).
2. *Drugi kriterij razlikovanja: **način prikupljanja kapitala.*** Sami udjeli odnosno dionice investicijskih fondova mogu se nuditi na dva načina: javnom i privatnom ponudom. Otvoreni investicijski fondovi mogu biti i fondovi s javnom i fondovi s privatnom ponudom. No, zatvoreni investicijski fondovi mogu biti isključivo fondovi s javnom ponudom, a privatna ponuda kod zatvorenih fondova ne postoji (Samodol, 1995.).
3. *Treći kriterij razlikovanja: **osoba koja je potencijalni ulagatelj u pojedine vrste fondova.*** Ovaj se kriterij dijelom može nadovezati na drugi kriterij pošto se u obzir uzima način prikupljanja kapitala. Naime, udjeli ili dionice se mogu prikupljati već ranije navedenom privatnom ili javnom ponudom. Ukoliko se dionice plasiraju privatnom ponudom, radi se o kvalificiranim ulagateljima. *Kvalificirani ulagatelji* definirani su kao ulagači koji na temelju zakonskog odobrenja posluju kao investicijski

ili mirovinski fond, kao društvo za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondom, kao banka, kao osiguravajuće društvo ili brokersko društvo te sva druga trgovačka društva. Naknadno su se u definiciju kvalificiranih ulagatelja uključile i *fizičke osobe*, što znači da više nisu samo institucionalni investitori jedini zakonski odobreni ulagatelji u privatne fondove.

#### **2.1.4. Vrste investicijskih fondova**

Stojanović i sur. (2014.) tvrde da postoje mnogobrojne vrste i podjele investicijskih fondova, od načina na koji su upravljani i pravnog statusa, mogućnosti pristupa i organizacije fonda, strategije ulaganja i vrste imovine u koju se ulaže, horizonta ulaganja, načina na koji se upravlja imovinom te do nekih specifičnih i graničnih oblika investicijskih fondova. Dakle, osim što se vrste investicijskih fondova razlikuju od države do države, razlikuju se i same podjele investicijskih fondova unutar iste države s obzirom na različite kriterije. Dvije su podjele investicijskih fondova najbitnije za spomenuti, a to su podjela prema organizacijskom obliku investicijskih fondova i podjela prema investicijskim ciljevima (Stanić, 2004.).

Za početak je važno definirati dva pojma. Pojam *javna ponuda* znači da u investicijski fond može ulagati neodređeni broj ljudi, ponuda udjela odnosno dionica fonda ponuđen je najširoj javnosti. *Privatna ponuda* sukladno s prethodnim objašnjenjem znači da u investicijski fond može ulagati samo određeni, ograničeni broj ljudi (Mishkin, 2005.). Sagledavši podjelu investicijskih fondova s obzirom na njihov organizacijski oblik, prema hrvatskom Zakonu o investicijskim fondovima postoje dvije vrste investicijskih fondova:

#### **1. Zatvoreni investicijski fond**

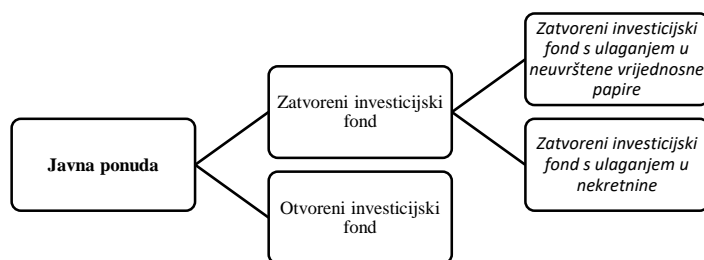
*a. Zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u nevrštene vrijednosne papire*

*b. Zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine*

#### **2. Otvoreni investicijski fond**



Graf 1: Vrste investicijskih fondova s javnom ponudom u Republici Hrvatskoj



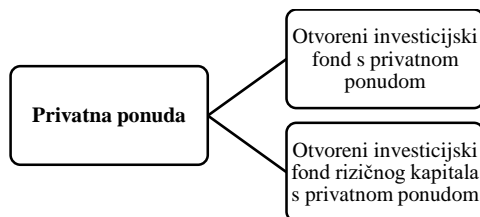
Izvor: Stojanović, A., Pavković, A. i Krišto, J. (2014.), *Upravljanje institucionalnim investitorima*, Zagreb. Ekonomski fakultet – Zagreb, autorska izrada

Osim toga, u Republici Hrvatskoj postoje i sljedeći:

### 1. Otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom i

### 2. Otvoreni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom.

Graf 2: Vrste investicijskih fondova s privatnom ponudom u Republici Hrvatskoj



Izvor: Stojanović, A., Pavković, A. i Krišto, J. (2014.), *Upravljanje institucionalnim investitorima*, Zagreb. Ekonomski fakultet – Zagreb, autorska izrada

Dakle, investicijske fondove prema organizacijskom obliku moguće je podijeliti na otvorene i zatvorene investicijske fondove.

*Otvoreni investicijski fondovi* imaju neograničen odnosno promjenjiv broj udjela, pristup ovakvom fondu uvijek je moguć što znači da ulagači svoja sredstva u svakom trenutku mogu uplatiti i isplatiti. Također, ulaganjem sredstava u otvoreni investicijski fond, fond se povećava i raste broj njegovih udjela. Drugim riječima, odnosno prema Kielbachu (2021.), otvoreni investicijski fondovi imaju izrazito diversificiran portfelj te ne smiju sav novac „staviti na jednu kartu“. Otvoreni investicijski fondovi nemaju pravnu osobnost i definiraju se kao zasebna imovina (Morić Milanović i Galetić, 2005.).

*Zatvoreni investicijski fondovi* s druge strane imaju ograničen broj udjela, a isplata udjela ulagačima moguća je na kraju poslovne godine (Morić Milanović i Galetić, 2005.) Također,

imovina zatvorenih investicijskih fondova podijeljena je na dionice, a njihova se cijena određuje djelovanjem ponude i potražnje na organiziranim tržištima.

Nadalje, druga bitnija podjela investicijskih fondova temeljena je na investicijskim ciljevima koje fondovi imaju. Prema ovoj podjeli postoje:

### **1. Investicijski fondovi koji ulažu kapital u vrijednosne papire**

*a. Dionički fond* – najveći dio sredstava se ulaže u dionice s ciljem dugoročnog ostvarivanja većih prinosa, najrizičniji su, preporučeno vrijeme ulaganja je minimalno dvije godine. Iako su dionički fondovi iznimno rizični, dugoročno gledano oni ostvaruju najveće stope prinosa. Dionički fondovi mogu biti specijalizirani u pojedinom segmentu neke od vrsta ulaganja, recimo može se ulagati u dionice kompanija s najvišim rejtingom, dionice kompanija s malom ili velikom tržišnom kapitalizacijom, sektorske fondove, indeksne fondove, fondove po različitoj geografskoj orijentaciji ulaganja i sl. (Stojanović i sur., 2014.).

*b. Obveznički fond* – najveći dio sredstava se ulaže u obveznice, cilj im je ostvariti visoke prinose uz nizak rizik. Glavna karakteristika obveznica je manje osciliranje vrijednosti udjela. Cilj obvezničkih fondova je stabilnost rasta vrijednosti udjela kroz ulaganja u obveznice koje donose fiksnu kamatu. Obveznički fondovi mogu biti usmjereni na ulaganja u pojedinu vrstu dužničkih vrijednosnih papira, državne obveznice, korporativne obveznice, municipalne obveznice, obveznice osigurane imovinom, sektorski i geografski orijentirani fondovi (Stojanović i sur., 2014.).

*c. Novčani fond* – najveći dio sredstava se ulaže u kratkoročne vrijednosne papire s minimalnim rizikom s ciljem ostvarivanja tekućeg prinosa, očuvanja glavnice i osiguranje likvidnosti. Osim u kratkoročne dužničke vrijednosne papire, ulaže se i u depozite banaka i instrumente tržišta novca. Ulaganje u novčane fondove smatra se konzervativnim ulaganjem (Babić, 2001.), rast vrijednosti imovine je polagan ali kontinuiran, a oscilacije vrijednosti udjela su minimalne. Cilj novčanih fondova je zaštititi ulaganja od tržišnih oscilacija te osiguranje sigurne i visoke likvidnosti uloga (HGK).

*d. Mješoviti ili uravnoteženi fond* – sva sredstva se ulažu u dionice, obveznice i druge vrijednosne papire, a na taj se način rizik najbolje diversificira, iskorištava prednosti dionica u vidu viših prinosa te obveznica u vidu stabilnosti ulaganja u njih.

Tablica 1: Vrste investicijskih fondova koji ulažu kapital u vrijednosne papire

Vrsta fonda	Ulaganje	Cilj ulaganja	Rok ulaganja	Rizičnost
<b>Dionički fond</b>	Dionice	Rast kroz dugi rok ulaganja uz prinose primjerene visokoj rizičnosti	Dugoročno	Umjerena do visoka Visoka
<b>Obveznički fond</b>	Obveznice	Očuvanje ulaganja kroz srednji rok uz prinose primjerene niskoj do umjerenom rizičnosti	Srednjoročno	Niska do umjerena
<b>Novčani fond</b>	Depoziti Trezorski zapisi	Zaštita od tržišnih oscilacija Osiguravanje visoke likvidnosti Stabilan prinos uz nisku rizičnost	Kratkoročno (za plasman viška sredstava unutar jednog mjeseca)	Niska
<b>Mješoviti fond</b>	Dionice Obveznice	Rast kroz dugi rok ulaganja uz prinose primjerene umjerenom rizičnosti	Dugoročno	Umjerena

Izvor: HGK, autorska izrada

Ova podjela postoji s obzirom da većina investicijskih fondova ulaže svoja prikupljena novčana sredstva u jednu ili nekoliko glavnih skupina imovine poput dionica, obveznica i slično. Svaka od gore navedenih imovina sa sobom nosi određeni rizik. Što je fond izloženiji riziku i tržišnim oscilacijama, to su i veće mogućnosti ostvarivanja velikih prinosa. Prema tome, slobodno se može zaključiti da je veći rizik preduvjet za ostvarivanja veće zarade.

## 2. Investicijski fondovi koji ulažu kapital u nekretnine

a. Fondovi koji ulažu u stambene objekte

b. Fondovi koji ulažu u poslovne objekte

Investicijski fondovi koji svoj kapital ulažu u nekretnine nastoje zaraditi na periodičnim приходima koji su sadržani u kamatama i stanarinama. Cilj ulaganja u ovakve fondove je porast tržišne vrijednosti kvadratnog metra stambenog odnosno poslovnog prostora (Zakon o investicijskim fondovima).

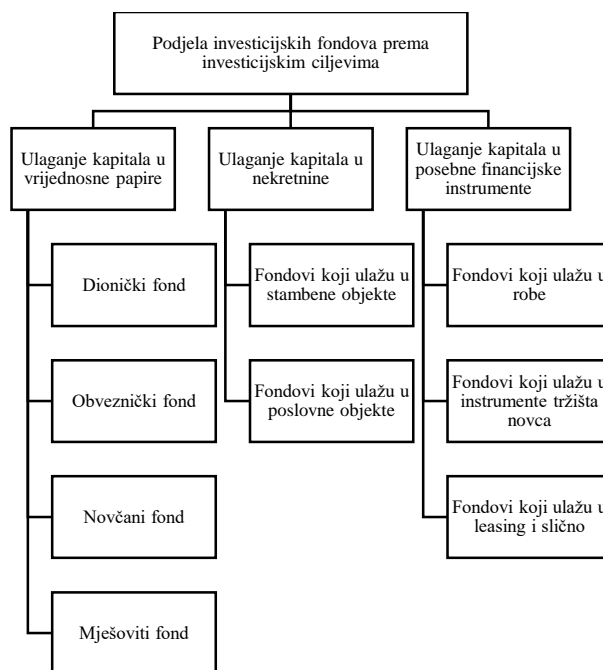
## 3. Investicijski fondovi koji ulažu kapital u posebne financijske oblike odnosno instrumente

a. Fondovi koji ulažu u robe

b. Fondovi koji ulažu u instrumente na tržištu novca

### c. Fondovi koji ulažu u leasing i slično

Graf 3: Vrste investicijskih fondova s obzirom na investicijske ciljeve



Izvor: Stojanović, A., Pavković, A. i Krišto, J. (2014.), *Upravljanje institucionalnim investitorima*, Zagreb. Ekonomski fakultet – Zagreb, autorska izrada

#### 2.1.5. Prednosti i nedostaci investicijskih fondova

Postoje mnogobrojne prednosti, ali i nedostaci investicijskih fondova koji mogu biti presudni u odluci pojedinca hoće li se prikloniti takvoj vrsti ulaganja viška svojih sredstava. Neke od glavnih prednosti ulaganja u investicijske fondove navode Stojanović i sur. (2014.):

- Diversifikacija ulaganja – investicijski fondovi sredstva ulažu u raznolike vrijednosne papire, a na taj način smanjuju rizik za sebe i ulagača
- Profesionalno upravljanje – menadžeri investicijskih fondova imaju stručna znanja i godinama stečeno iskustvo, a proučavajući tržišna kretanja uvijek točno znaju gdje trebaju uložiti sredstva, a da pritom ostvare najveće prinose uz najmanji rizik
- Očekivana profitabilnost – profitabilnost investicijskih fondova gotovo je sigurna, upravo zbog njezine diversifikacije ulaganja, a time i smanjenja rizika i smanjenja mogućnosti pojave gubitaka
- Likvidnost – ulagači vrlo brzo i jednostavno mogu prodati svoje dionice na organiziranom tržištu ili ponovno prodati svoje certifikate fondu, a na taj način uvijek imaju osiguranu vlastitu likvidnost i raspoloživa sredstva

- Povjerenje i transparentnost – diversificiraju rizik, na sebe preuzimaju upravljanje novčanim sredstvima ulagača, a svojim znanjem i strategijama ulaganja garantiraju zaradu u budućnosti
- Jednostavnost ulaganja – jednostavan pristup investicijskim fondovima uplatom novčanih sredstava i kupnjom udjela u fondu
- Pristupačnost – mogu se uplatiti manji iznosi novčanih sredstava, uplate se mogu izvršavati višekratno i prema raznim mogućnostima što znači da su ulaganja u investicijske fondove zapravo svima dostupni
- Ostvarivanje većih prinosa – u odnosu na klasične oblike štednje i ulaganja novčanih sredstava, ulaganje u investicijske fondove donosi znatno veće prinose
- Velika mogućnost izbora – postoji raznolike vrste investicijskih fondova u koje se može ulagati, a broj i vrste iz godine u godinu sve više rastu tako da postoji opcija za svakog pojedinca

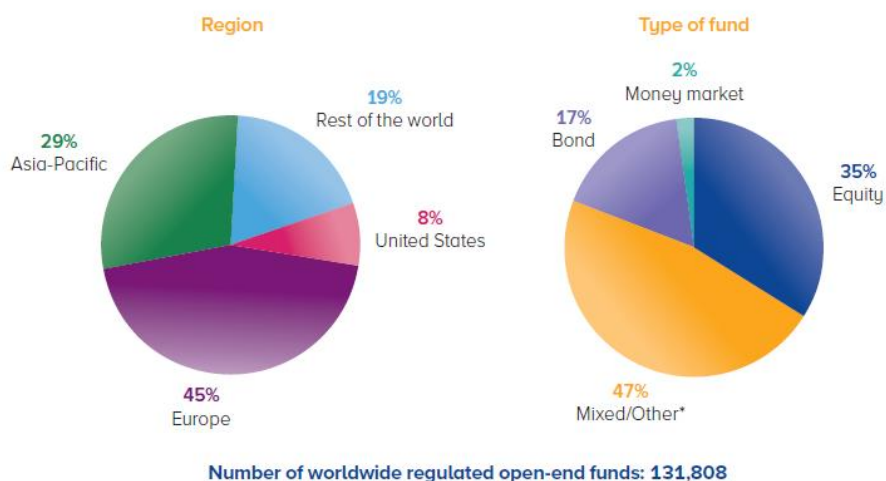
Neki od nedostataka investicijskih fondova su:

- Obveza plaćanja naknade – javljaju se kao troškovi investitora, a oni se kasnije odbijaju od ukupnog prinosa koji je ulagač zaradio na određenoj investiciji
- Nepostojanje garancije za uložena sredstava (osim u nekim slučajevima) – u slučaju pada cijene udjela fonda, investitor može ostvariti čak i negativne povrate na investiciju
- Nepovjerenje ljudi i nedovoljna financijska educiranost – nažalost još uvijek postoji velik dio (posebice stariji dio) populacije koji nipošto ne vjeruje modernim oblicima ulaganja te i dalje preferira „štednju u čarapi“

### **2.1.6. Investicijski fondovi u svijetu**

U nastavku je priloženo nekoliko grafikona vezanih uz globalno tržište investicijskih fondova, a kasnije i konkretna tržišta investicijskih fondova na primjeru Ujedinjenog Kraljevstva, SAD-a i Njemačke.

Graf 4: Broj investicijskih fondova u svijetu 2021. godine

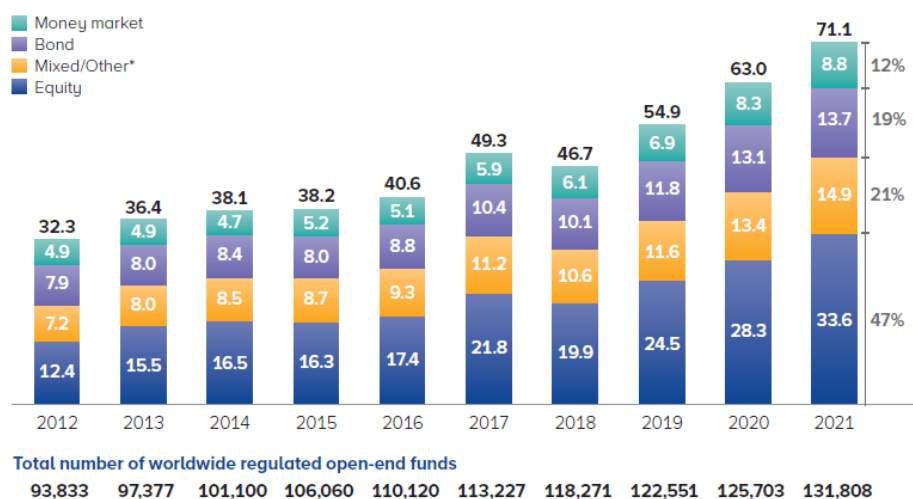


Izvor: Investment Company Fact Book

Prvi u nizu grafova su dva grafa preuzeta sa web stranice Investment Company Fact Book. Prvi od dva grafa prikazuje postotni udio ukupnog broja investicijskih fondova po regijama svijeta. Najveći broj investicijskih fondova otpada na Europu i iznosi 45% od ukupnih 131808 fondova što znači da 59313 investicijskih fondova otpada na fondove na području Europe. 29% od ukupnog broja fondova otpada na Aziju, 19% na ostatak svijeta, a 8% na SAD. Nadalje, drugi graf prikazuje postotni udio pojedine vrste fonda u ukupnom broju investicijskih fondova u svijetu. Najveći postotak odnosno 47% od ukupnih 131808 fondova, što znači 61949 fondova su mješoviti investicijski fondovi. 35% investicijskih fondova su dionički, 17% obveznički, a tek 2% od ukupnog broja investicijskih fondova u svijetu spada pod novčane fondove. Svi navedeni podaci odnose se na podatke iz 2021. godine.

Idući grafikon daje uvid u ukupnu neto imovinu investicijskih fondova globalno.

Graf 5: Ukupna neto imovina investicijskih fondova na svijetu kroz godine, u bilijunima \$



Izvor: Investment Company Fact Book

Priloženi grafikon prikazuje ukupne količine neto imovine po vrstama, u razdoblju od 2012. do 2021. godine. Vidljivo je, a za posljednju godinu na grafu i istaknuto, da najveći dio ukupne neto imovine otpada na dioničke fondove. Neto imovina dioničkih fondova kreće se između 12,4 u prvoj i 33,6 bilijuna dolara u posljednjoj promatranoj godini, što iznosi čak 47% od sveukupne neto imovine investicijskih fondova u svijetu. Nadalje, mješoviti fondovi imaju neto imovinu od oko 7,2 u prvoj do 14,9 bilijuna dolara u posljednjoj promatranoj godini, što iznosi oko 21% od ukupne neto imovine. Neto imovina obvezničkih fondova kreće se između 7,9 u prvoj i 13,7 bilijuna dolara u posljednjoj promatranoj godini, što iznosi oko 19% od ukupnog. Najmanja neto imovina otpada na novčane fondove i kreće se između 4,9 u prvoj i 8,8 u posljednjoj promatranoj godini, što iznosi oko 12%. Ispod samog grafikona priložene su brožčane vrijednosti ukupnog broja svih investicijskih fondova globalno te je vidljivo kako ona iz godine u godinu raste, što za sobom veže i logičan porast same neto imovine tih fondova.

Klasifikacije investicijskih fondova razlikuju se od države do države, a o nekim od najbitnijih informacija, karakteristika, podjela i grafova pisao je Samodol (1999.) na primjerima Ujedinjenog Kraljevstva, SAD-a i Njemačke.

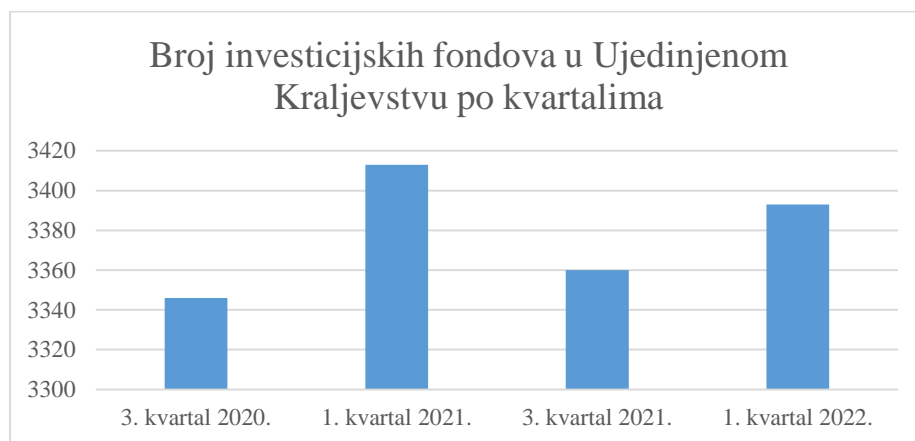
**Ujedinjeno Kraljevstvo** ima dva osnovna oblika investicijskih fondova čija je podjela temeljena na njihovom organizacijskom obliku.

1. *Unit Trust* fond – otvoreni investicijski fond, nema status pravne osobe, portfelj se sastoji od mnogobrojnih vrijednosnih papira koji su pribavljeni uz pomoć novčanih sredstava ulagača u fond. *Unit Trust* organiziran je od strane menadžera, a depozitna banka vodi njegov portfelj.

Vlasnik udjela prilikom istupa iz fonda osim dionice može preuzeti bilo koju vrijednosnicu iz portfelja fonda.

2. *Investment Trust* ili *Investment Trust Company* – zatvoreni investicijski fond, organiziran je od strane menadžerske grupe koja do sredstava dolazi na način da prodaje svoje dionice. Zarada se ulagačima isplaćuje u obliku dividende ili kamata, a prinos je često predvidiv i fiksni. Ovaj zatvoreni investicijski fond prigodan je za investitore koji imaju manji iznos sredstava i koji žele manji, ali stabilniji prihod.

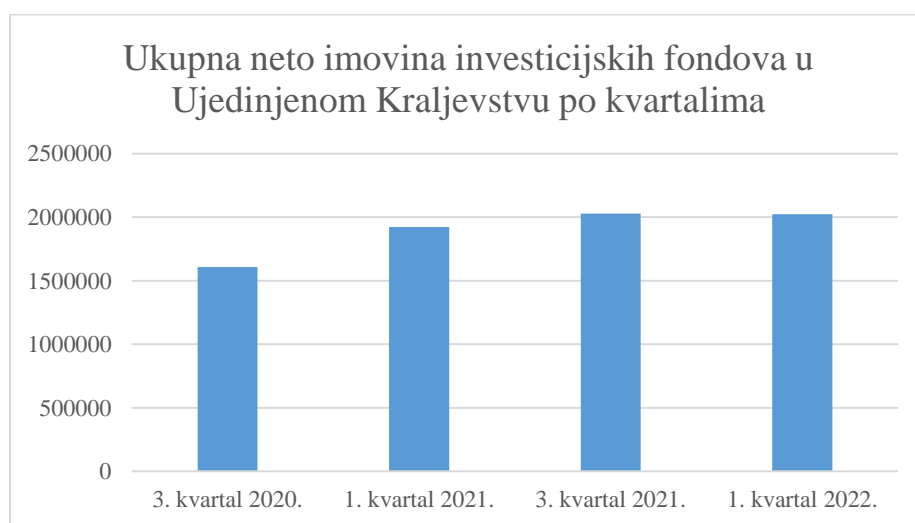
Graf 6: Broj investicijskih fondova u Ujedinjenom Kraljevstvu po kvartalima



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Navedeni grafikon prikazuje ukupan broj investicijskih fondova u Ujedinjenom Kraljevstvu koji se kreće između 3300 i nešto više od 4000.

Graf 7: Ukupna neto imovina investicijskih fondova u Ujedinjenom Kraljevstvu po kvartalima u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada



Priloženi grafikon pokazuje ukupnu neto imovinu investicijskih fondova u Ujedinjenom Kraljevstvu koja iz kvartala u kvartal raste, a iznosi između 1,6 i nešto više od 2 bilijuna eura.

**SAD** također ima dva osnovna oblika investicijskih fondova, otvoreni i zatvoreni. Uz njih postoje i *Unit Investment Trust* odnosno jedinični investicijski fondovi.

1. *Mutual Funds* – otvoreni investicijski fond, najpopularnija vrsta fonda dostupna svim ulagačima.

a. *Equity Funds* – dionički fondovi

b. *Bond Funds* – obveznički fondovi

2. *Closed-end Funds* – zatvoreni investicijski fond čije dionice kotiraju na burzi ili se njima trguje na neformalnim tržištima, fond emitira samo određeni broj dionica, emisiju i prodaju obavlja investicijska banka, a prodaja i kupnja dionica se odvija na burzi ili na nekom drugom organiziranom tržištu. Također postoje dionički i obveznički fondovi (Madlem i Sykes, 2000.).

Tablica 2: Broj fondova po vrstama fonda u SAD-u

	2022: 1Q	2021: 4Q	2020
Equity	164	170	176
Domestic	102	104	110
Global	62	66	66
Bond	288	292	316
Domestic Taxable	131	133	133
Domestic Municipal	124	125	147
Global	33	34	36
Total	452	462	492

Izvor: ICI

Navedena tablica prikazuje ukupan broj fondova na području SAD-a u promatranu tri kvartala. Uočljiv je trend smanjenja broja fondova od 2020. godine do prvog kvartala 2022. godine. Također, obveznički fondovi dominiraju s brojem fondova između 280 i 320. Broj dioničkih fondova kreće se između 160 i 180. Kod dioničkih fondova ima gotovo duplo više domaćih dioničkih fondova, a kod obvezničkih fondova broj domaćih fondova (obadvije vrste zajedno) osmerostruko je veći od broja globalnih.

Tablica 3: Neto imovina po vrstama fondova u SAD-u u milijunima dolara

	2022: 1Q	2021: 4Q	2020
Equity	115,429	123,384	105,888
Domestic	86,412	90,544	76,623
Global	29,017	32,840	29,265
Bond	173,433	186,832	175,700
Domestic Taxable	61,211	64,508	59,378
Domestic Municipal	90,139	98,487	94,917
Global	22,084	23,837	21,405
<b>Total</b>	<b>288,862</b>	<b>310,216</b>	<b>281,587</b>

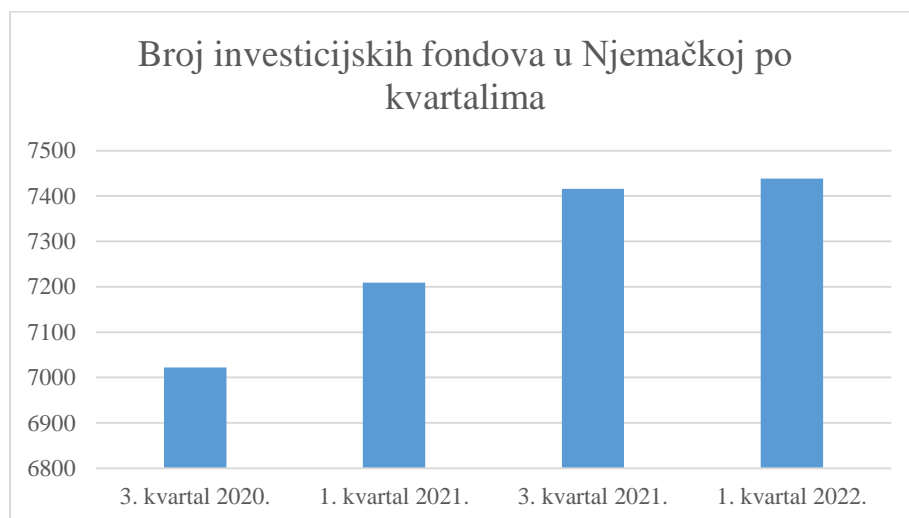
Izvor: ICI

Navedena tablica prikazuje količine neto imovine po pojedinim vrstama fondova kroz tri promatrana razdoblja. U sva tri razdoblja dominiraju obveznički fondovi sa ukupnom imovinom između 170 milijardi i nešto manje od 190 milijardi dolara. Dionički fondovi imaju ukupnu imovinu između 100 i 125 milijardi dolara. Što se tiče dioničkih i obvezničkih fondova, dominiraju domaći nad inozemnim.

**Njemačka** ima tri glavne vrste investicijskih fondova.

1. *Fondovi za ulaganje u vrijednosnice* – ulaganje u vrijednosne papire, opcije, terminske poslove ili likvidne instrumente, moraju kotirati na burzi ili drugim organiziranim tržištima.
2. *Fondovi za ulaganje u nekretnine* – ulažu u komercijalne nekretnine u interesantnim regijama
3. *Participativni investicijski fondovi* – ulažu u vrijednosnice i partnerstva odnosno u dionice u vlasništvu tajnog partnerstva

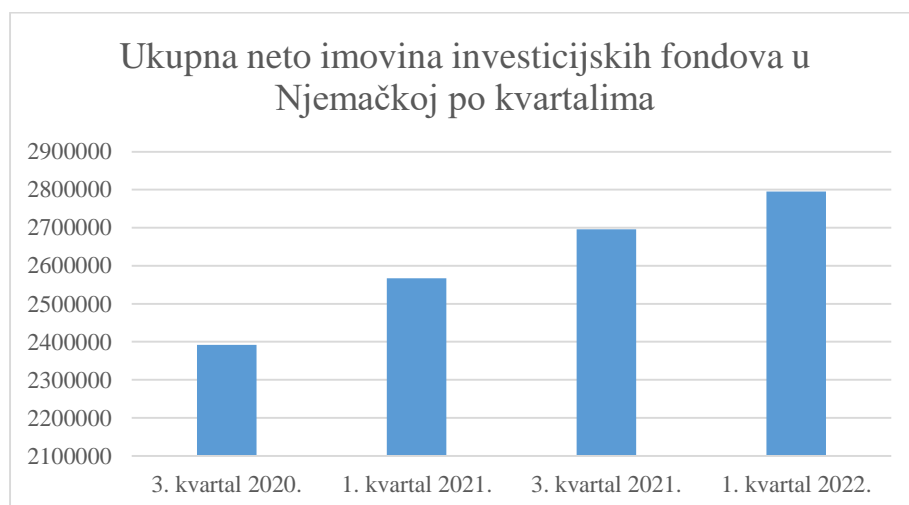
Graf 8: Broj investicijskih fondova u Njemačkoj po kvartalima



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Priloženi grafikon prikazuje porast broja investicijskih fondova na području Njemačke. Krajem 2020. godine u Njemačkoj je poslovalo nešto više od 7000 investicijskih fondova, a početkom 2022. godine skoro 7500.

Graf 9: Ukupna neto imovina investicijskih fondova u Njemačkoj po kvartalima u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Idući grafikon prikazuje podatke o ukupnoj imovini investicijskih fondova u Njemačkoj, a ona se kreće između 2,4 i 2,8 bilijuna eura te je u konstantnom porastu.

## 2.2. Nekretninski investicijski fondovi kao vrsta investicijskih fondova

### 2.2.1. Definicija nekretninskih investicijskih fondova

Imajući u vidu da u današnjici postoje tisuće i tisuće vrsta investicijskih fondova koji svojim potencijalnim ulagačima nude najraznovrsnije opcije ulaganja novčanih sredstava, činjenica da

postoje takozvani „*nekretninski investicijski fondovi*“ nije niti malo iznenađujuća. Najjednostavnije rečeno, nekretninski investicijski fondovi ili samo nekretninski fondovi predstavljaju jednu vrstu investicijskih fondova koji prikupljaju sredstva od šire javnosti te ih dalje ulažu u raznovrsne nekretnine i objekte različitih namjena te na taj način ostvaruju prinose za sami fond i za svoje ulagače. Pfnür (2004.) općenito nekretnine definira kao „dugoročnu prostornu i novčanu vrijednost“ pa iz toga slijedi jasan razlog postojanja ovakvih fondova. Uz navedeno, Richardson (2007.) tvrdi kako se u nekretnine ulaže s najviše strasti. I konačno, neki od glavnih prednosti ulaganja u nekretnine kao takve, su atraktivan prinos, niska volatilnost te zaštita od inflacije (Matić, 2021.). Postoje brojni autori koji su pisali o nekretninama i koji su ih na raznovrsne načine pokušali definirati. No, sve definicije dijele barem jednu zajedničku karakteristiku nekretnina, a to je da su nekretnine sjajna investicija, kako institucionalnim tako i privatnim investitorima (Mazurczak, 2011.)

Dakle, nekretninski fondovi ili kako se popularno nazivaju, REIT (*Real Estate Investment Trust*) vrsta su investicijskog fonda s ciljem prikupljanja novčanih sredstava i ulaganja prvenstveno u nekretnine ili poduzeća za upravljanje nekretninama zbog ostvarivanja kapitalne dobiti na nekretninama ili zbog ostvarivanja prihoda od renti (Schulte, Lee i Paul, 2011.). Nekretninski fondovi kao takvi ulažu u širok spektar nekretnina odnosno u nekretnine raznovrsnih namjena. Zdravstvene ustanove, obrazovne ustanove, starački domovi, poslovni prostori, stambeni prostori, rekreacijski centri, trgovački centri, skladišni objekti, poljoprivredni objekti, hoteli, zemljišta,... Gotovo svaka nekretnina može biti predmetom ulaganja nekretninskih fondova. Neki nekretninski fondovi usmjereni su isključivo na ulaganje u jednu vrstu nekretnina što znači da ulažu recimo samo u obrazovne ustanove i objekte slične namjene. No, nikada ne ulažu sva sredstva isključivo u jedan objekt jer i nekretninski fondovi, kao i investicijski, poštuju načelo diversifikacije s kojim osiguravaju i sebe i svoje ulagače od mogućih gubitaka. Mogući gubici ostvareni na jednom objektu, kompenziraju se brojnim dobitcima na drugim objektima.

REIT je vrsta zatvorenog investicijskog fonda koji prikuplja novčana sredstva prodajom udjela i plasira ih u nekretnine i slične svrhe, a omogućava malim investitorima sudjelovanje s minimalnim ulozima (Leko i Stojanović, 2018.). To zapravo znači da je ulaganje u nekretninske fondove vrlo jednostavno i pristupačno kako za velike ulagače tako i za pojedince koji imaju višak novčanih sredstava.

Općenito se nekretninski fondovi često navode kao najznačajniji model posrednog ulaganja u nekretnine. Naime, opće je poznata razlika između *posrednog (neizravnog)* i *neposrednog (izravnog)* ulaganja novčanih sredstava (Mishkin, 2005.). Izravno ulaganje odnosi se na kupovinu nekretnine uz preuzimanje svih pripadajućih prava, ali i obveza. Na taj način investitor preuzima i određene rizike poput nelikvidnosti, nepodjeljivosti i nedostatka fleksibilnosti. Upravo ti rizici odnosno općenito nedostaci izravnog ulaganja potiču razvoj neizravnog ulaganja, tvrdi Jagodić (2010.). Na taj način recimo nekretninski fondovi efikasno transformiraju negativna investicijska obilježja nekretnina u pozitivna obilježja investicija u prenosive vrijednosnice. Na primjeru nekretnina, posredno ulaganje predstavljalo bi uručenje novčanih sredstava investicijskom fondu koji nadalje, kao posrednik, ta sredstva ulaže u određene nekretnine i na njima ostvaruje zaradu. Neposredno ulaganje na istom primjeru označavalo bi kupnju stana i daljnju zaradu na, recimo mjesečnoj renti koju bi najmodavac direktno dobio od najmoprimca.

### **2.2.2. Prednosti i nedostaci nekretninskih investicijskih fondova**

I nekretninski fondovi sa sobom nose niz prednosti i nedostataka. Većina tih prednosti i nedostataka u suštini su iste kao i one za investicijske fondove, no najvažnije su navedene u nastavku.

Neke od glavnih prednosti nekretninskih fondova koje navode Stojanović i sur. (2014.) su slijedeće:

- Diversifikacija ulaganja – kao i investicijski fondovi općenito, tako i nekretninski fondovi ulažu u velik broj nekretnina kako bi se osigurali od mogućih gubitaka i povećali vjerojatnost ostvarivanja prinosa
- Obvezna isplata dividende – svaki ulagač ima osiguranu isplatu dividendi u ugovorenim rokovima i na taj način uvijek ostvaruje određene prinose
- Likvidnost – ulagači imaju mogućnost na organiziranim tržištima prodati svoje udjele u fondu i na taj način ostvaruju momentalnu likvidnost
- Kvalitetni dugoročni prinosi – ovisno o preferencijama ulagača i o toleranciji na rizik, sredstva se mogu uložiti u sigurnije i manje rizične fondove koji na taj način garantiraju konstantne prinose na dugi rok
- Transparentnost – menadžeri nekretninskih fondova diversificiraju ulaganja i preuzimaju rizik na sebe te na taj način štite svoje ulagače i ostvaruju prinose

- Povoljan porezni tretman – nekretninski fondovi imaju specifičan porezni tretman, a iz toga proizlazi i da se određeni postotak dividendi ulagačima mora isplatiti pa su oni u tom pogledu potpuno osigurani
- Ulaganje manjih iznosa – ovakva ulaganja su pogodna i za male ulagače pojedince jer se mogu uložiti i izuzetno mali iznosi sredstava
- Sigurno ulaganje – dugoročno isplativo ulaganje jer se ulagačima kontinuirano isplaćuju novčana sredstva u obliku dividendi, a po potrebi, želji i dogovoru (iz ugovora) isplaćuju mu se i sva uložena sredstva
- Profitabilnost – profit odnosno dobit je kod nekretninskih fondova praktički zagarantirana, prvenstveno zbog izuzetno diversificiranog portfelja ulaganja

Naravno, postoje i određeni nedostaci koji se svakako moraju uzeti u obzir prije ulaganja sredstava u nekretninski fond (Stojanović i sur., 2014.):

- Nelikvidnost u vidu spore utrživosti – sva financijska sredstva u nekretninskom su fondu uložena na određeni rok što znači da se ona ne mogu utržiti u svakom trenutku, a isto tako funkcioniraju i dividende, pojedinac može podići svoja sredstva ovisno o ugovoru i dogovorenim rokovima isplate
- Nepostojanje centraliziranog sekundarnog tržišta i trenutne vrijednosti nekretnine – cijene nekretnina podložne su promjenama i izložene su raznim rizicima
- Visoki troškovi održavanja – troškovi investitora i brojne druge naknade koje uvijek iznose određeni postotak i za ulagača predstavljaju odbitnu stavku

## **2.3. Povijesni razvoj nekretninskih investicijskih fondova**

### **2.3.1. Povijest nekretninskih investicijskih fondova**

Povijest nekretninskih fondova započinje na prijelazu devetnaestog u dvadeseto stoljeće, a prvotno se javlja na području SAD-a u obliku *trustova* pa se oni smatraju pretečom REIT-ova (*Real Estate Investment Trust*). *Trustovi* su imali ograničenu odgovornost, centralizirano profesionalno upravljanje, omogućavali su prenosivost udjela te se prihodi nisu oporezivali u određenim uvjetima. Dakle, tadašnji nekretninski fondovi bili su pod utjecajem raznih poreznih olakšica, koje su se doduše kroz povijest više puta ukidale i mijenjale. Ulagatelji u REIT bili su osigurani od takozvanog dvostrukog oporezivanja jer se dobit fonda oporezivala kao osobni prihod ukoliko se ona podijelila ulagateljima u obliku udjela. Taj se pogodan porezni tretman ukinuo tridesetih godina, a šezdesetih se godina ponovno javljaju pogodniji uvjeti. Prvi zakon

kojim se regulira poslovanje REIT-a u SAD-u je izglasan 1960. godine, a prvi pravi nekretninski fond odnosno REIT u SAD-u osnovan je 1961. godine (Čulinović-Herc, 2007.). Kasnije, 1986. godine na snagu stupa Zakon o reformi poreza SAD-a (*The Tax Reform Act*) koji je s jedne strane umanjio porezne olakšice kojima se koristilo prilikom ulaganja u nekretninske fondove (*tax shelter*), a s druge strane zakon je omogućio REIT-ovima da budu vlasnici i da upravljaju nekretninama komercijalnog tipa koje primaju prihode. Drugim riječima, vlasnici REIT-ova mogli su pružati usluge koje su povezane s vlasništvom nad nekretninom, a time su dobili mogućnost ostvarivanja dodatnih prihoda. Povijesno gledano, nekretninski fondovi u SAD-u koji su „preživjeli“ 70. godine, naučili su svoje lekcije te su u narednim godinama doživjele eksponencijalni rast i svojevrsan procvat (Garrigan i Parsons, 1997.).

### **2.3.2. Utjecaj financijskih kriza**

Jasno je da se u današnjem modernom dobu poslovanje nekretninskih fondova rasprostranilo diljem svijeta i da je njihovo poslovanje iz godine u godinu sve naprednije te broj i vrste takvih fondova rapidno raste. Razlog tome je činjenica da se na financijskom tržištu javlja snažna konkurencija, sofisticirani instrumenti i modeli ulaganja novčanih sredstava, a oni stariji se dijelom istiskuju iz sustava. Rijetko tko, osim najstarijeg i najkonzervativnijeg dijela populacije, danas svoja ušteđena sredstva čuva kod kuće u ladici. Umjesto toga, veliki se postotak ljudi raspituje o načinima na koje, relativno pasivno može ostvariti dodatne prihode, a to je najčešće putem investicijskih fondova. Ljude najviše privlači fondovski diversificirani portfelj, koji investitoru omogućuje relativno stabilan prinos na investiranu imovinu i dobru zaštitu raznih rizika. Stoga je logičan zaključak da su nekretninski fondovi danas svugdje u svijetu iznimno popularni, a nije ni iznenađujuća činjenica da je SAD lider i uzor (*benchmark*) ostatku svijeta u ovoj, fondovskoj industriji. SAD ima izuzetno kvalitetan regulatorni okvir poslovanja i zavidnu strukturu ulaganja u fondove, no to nije uvijek bilo tako.

Kroz povijest su se zbivala česta krizna razdoblja i izmjene zakona koje su nekad poticale dodatni razvoj nekretninskih fondova, a ponekad su ih znatno unazadile i usporile. Tako je primjerice prvi veći uspon REIT-a bio osamdesetih godina prošlog stoljeća, kada su za kupnju nekretnina postali zainteresirani bogati japanski investitori. No, već se devedesetih godina stanje na tržištu nekretnina znatno pogoršalo zbog utjecaja kreditne krize, Zakona o reformi poreza te viška ponude. Tada je vrijednost komercijalnih nekretnina pala za 30-50%. Brojna su trgovačka društva ulagala svoja sredstva u REIT-ove prikupljajući kapital javnom ponudom, pošto su krediti odnosno općenito kapital za nekretnine komercijalnog tipa postali nedostupni.

Investitori su relativno brzo shvatili da će se stanje na tržištu popraviti te je, kako je i bilo očekivano, krenuo novi uspon i razvoj REIT-ova. Nadalje, poznata financijska kriza iz 2007. godine nastala je u SAD-u (*Subprime crisis*) zbog brzog pada cijena nekretnina koji se dogodio zbog rastućeg broja nekretnina za prodaju (povećana ponuda). Nesolventnost dužnika dovela je i banke i investitore do gubitaka, a kriza se počela prelijevati i na ostatak svijeta te je predstavljala sveopću krizu bankarstva i novčarstva. Tada su brojne banke u SAD-u predale zahtjev za stečaj, što je u značajnoj mjeri ugrozilo poslovanje bankarskog sektora (Greenlaw, Hatzius, K. Kashyap i Song Shin, 2008.). Sumnjivi hipotekarni krediti i začarani krug prodaje odnosno preprodaje dionica (*short-selling*), ubrzali su pad vrijednosti dionica pogođenih investicijskih banaka, kojima u jednom trenutku više nije bilo spasa. Neke su se investicijske banke i fondovi uspjeli spasiti uz intervenciju države, a neke su zauvijek ugasile, poput poznate investicijske banke Lehman Brothers. Također, Leko, Jurčević i Ivanišević Hernaus (2013.) navode kako se paralelno sa svjetskom financijskom krizom pojavljuju i ogromni problemi vezani uz zaštitu potrošača bankovnog sektora, kako u svijetu tako i u Republici Hrvatskoj. Dakle, ta se svjetska financijska kriza odrazila i na hrvatsko tržište, konkretno i tržište nekretnina, čija se prodaja 2008. godine smanjila za 25%. Nakon razornih događanja u tom razdoblju, uslijedio je postupni oporavak koji je prvenstveno bio rezultat povećanog interesa za fondovskom industrijom i željom za ostvarivanjem dodatnih prihoda. Dakle, kako Block (2011.) tvrdi, s obzirom da zarada i dividende svih investitora ponovno počinju rasti nakon razornih zbivanja u proteklim godinama, sada je izvrsno vrijeme da oni počnu ulagati u nekretninske fondove kako bi diversificirali svoje portfelje te kako bi imale visoke povrate.

#### **2.4. Vrste nekretninskih investicijskih fondova**

Općenito nekretninski fondovi mogu biti organizirani kao otvoreni ili kao zatvoreni, ovisno o danom zakonodavstvu u državi. Također, nekretninski fondovi mogu biti upravljani od strane društva za upravljanjem investicijskim fondovima, ali mogu imati i nekretnine u svom vlasništvu i upravljati njima odnosno mogu biti zasebno dioničko društvo (d.d.) ili društvo s ograničenom odgovornošću (d.o.o.) (Malkiel, 2003.). Općenito se vrste nekretninskih fondova razlikuju od države do države. Na primjeru SAD-a, REIT fondovi mogu se podijeliti po načinu na koji ulažu sredstva (direktno ili indirektno u nekretnine), po vlasničkoj strukturi i po dijelu tržišta nekretnina za koji su specijalizirani. Jagodić (2010.) SAD smatra univerzalnim primjerom kvalitetnoga regulatornoga okvira za razvoj nekretninskih fondova. Na američkom tržištu postoje tri vrste REIT-ova (Block, 2011.):



1. *Publicly Traded REITs* – REIT odobren od strane SEC-a, kao što i sam naziv govori, dionicama ovog REIT-a trguje se na javnoj nacionalnoj burzi. Strogo su regulirani i moraju zadovoljiti određene uvjete poslovanja. Minimalni iznos ulaganja mora biti jedna dionica, većina direktora fonda moraju biti neovisni o menadžmentu, a podaci i izvješća moraju biti dostupni široj javnosti i moraju biti transparentni. Za ovakve fondove regulacija je iznimno stroga.
2. *Public Non-Listed REITs* – također odobren od strane SEC-a, ali se dionicama ovog REIT-a ne trguje na burzi. Isto kao i prethodna vrsta, tako i ova vrsta REIT-a podliježe strogoj regulaciji i obvezana je javno objavljivati informacije i rezultate svog poslovanja. Ovakav REIT osniva se najčešće prilikom provođenja određenog projekta, a prilikom osnivanja se definira rok trajanja od oko 5-10 godina. Minimalni iznos ulaganja iznosi 1000\$ – 2500\$.
3. *Private REITs* – nije odobren od strane SEC-a i dionicama se ne trguje na burzi. Ovi REIT-ovi zahtijevaju znatno veće uloge sredstava pa je minimalni iznos ulaganja u ovakav REIT 10 000\$ - 100 000\$.

Postoje slijedeće vrste REIT-ova s obzirom na način ulaganja sredstava:

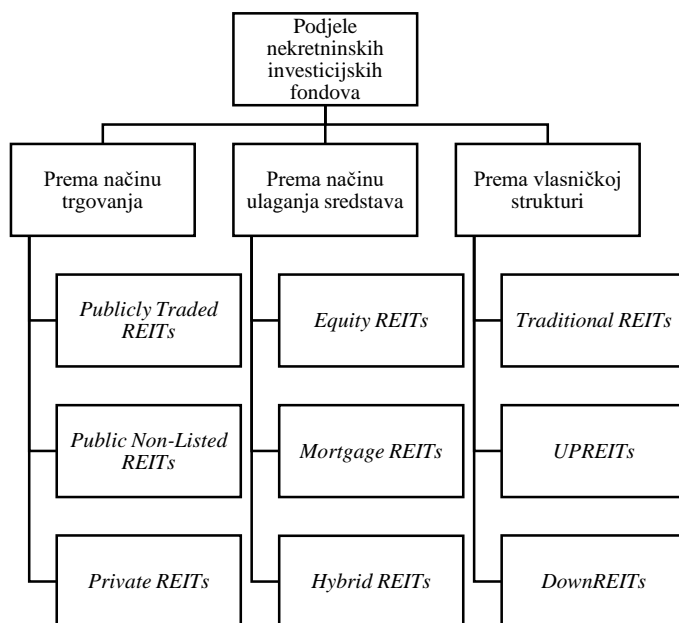
1. *Equity REITs* – dionički fondovi, najčešći oblik REIT-ova, ulažu direktno u nekretnine te posjeduju, upravljaju i održavaju nekretnine i na njima ostvaruju direktan prihod. Pošto su dionički fondovi u direktnoj vezi s nekretninama, oni su uključeni u razne poslove poput leasinga, razvoja nekretnine i nuđenje usluga osobama koje se nalaze u posjedu samih nekretnina. *Equity REITs* pojednostavljeno rečeno funkcioniraju tako da ulažu sredstva u određene nekretnine koje nadalje iznajmljuju i zarađuju od rente i prinosa od kapitalne dobiti. Najčešće investiraju u:
  - Uredski i industrijski prostor
  - Trgovine na malo
  - Stambeni prostor
  - Hoteli
  - Skladišni prostor
  - Zdravstvo
2. *Mortgage REITs* – hipotekarni fondovi, ulažu indirektno u nekretnine, pozajmljujući sredstva tvrtkama koje grade ili upravljaju nekretninama ili kupujući vrijednosnice kolateralizirane hipotekarni kreditima (*mortgage-backed securities*). Najčešće investiraju u:
  - Stambeni prostor

- Trgovački prostor
3. *Hybrid REITs* – hibridni fondovi, ulažu u nekretnine direktno, ali i odobravaju zajmove te kupuju vrijednosnice kolateralizirane hipotekarnim kreditima. Kombinacija *Equity REITs*-a i *Mortgage REITs*-a, odnosno bave se iznajmljivanjem nekretnina i financiranjem nekretninskih projekata. Odnosno, prema Thomsettu (1988.), Hybrid REIT-ovi kupuju zemljište i zgrade te zauzimaju dioničke pozicije.

S obzirom na vlasničku strukturu, odnosno oblik udruženja, REIT fondovi mogu biti:

1. *Traditional REITs* – imovina fonda je u punom vlasništvu fonda, odnosno ima nekretnine u portfelju i upravlja njima.
2. *Umbrella Partnership REITs (UPREITs)* – je partnerstvo poduzeća koje u svom vlasništvu ima nekretnine i REIT-a, gdje poduzeće može zamijeniti vlasništvo nad nekretninom za udjele ili dionice fonda ili REIT može financirati poduzeće ili se upravlja nekretninama kroz partnerstvo. Ovakav REIT pogodan je za realizaciju određenog projekta, REIT je u tom slučaju većinski vlasnik projekta, a vlasnici nakon određenog vremena dogovaraju isplatu novčanih sredstava u obliku gotovine ili u zamjenu za dionice fonda. Vlasnici nekretnina ulaze u ovakva partnerstva najčešće u slučaju kada oni sami nemaju dovoljno likvidnih sredstava za projekt.
3. *DownREITs* – slično organiziran kao *UPREIT*, najčešće osnovani od poduzeća za upravljanje nekretninama koja zamjenom nekretnina za udjele ili dionice REIT-a stvaraju aktivu fonda (S&P).

Graf 10: Vrste nekretninskih investicijskih fondova



Izvor: Block R. (2011.), *Investing in REITs: Real Estate Investment Trust, 4th Edition*, New York: Bloomberg Press, autorska izrada

Kao što je već ranije navedeno, nekretninski fondovi imaju širok spektar mogućnosti ulaganja svojih sredstava. Ta se sredstva ulažu najčešće u poslovne ili stambene nekretnine, zdravstvene ustanove, obrzovne ustanove, trgovačke centre, građevinarstvo, zemljišta,...

## 2.5. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u svijetu

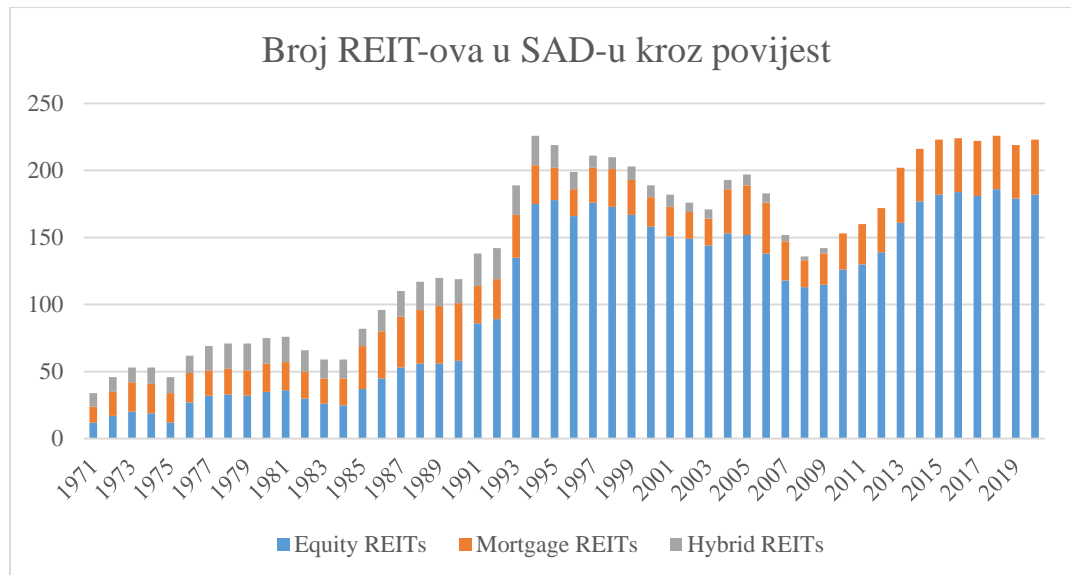
### 2.5.1. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u SAD-u

U nastavku su uzete u obzir tri države kako bi se vidjelo kretanje broja, neto imovine i profitabilnosti nekretninskih fondova na konkretnim primjerima. Svaka od odabranih država specifična je i razlikuje se od ostalih po svojim karakteristikama, podjelama i rezultatima.

Prva odabrana država je SAD. Poznata je činjenica da je SAD izuzetno napredna država po mnogim pokazateljima i kriterija, a izvrsne rezultate bilježi i u fondovskoj industriji. Već je ranije spomenuto da sami početak odnosno nastanak nekretninskih fondova vežemo upravo uz SAD i tadašnje *trustove*. Nekretninski fondovi odnosno *REITs*, mogu se podijeliti na temelju brojnih kriterija, a neke od podjela spomenute su u prethodnom poglavlju. Na američkom tržištu općenito postoje tri vrste fondova: 1. *Publicly Traded REITs*, 2. *Public Non-Listed REITs* i 3. *Private REITs*. S obzirom na način ulaganja sredstava postoje: 1. *Equity REITs*, 2. *Mortgage REITs* i 3. *Hybrid REITs*. I konačno, podjela s obzirom na vlasničku strukturu

uključuje slijedeće vrste: 1. *Traditional REITs*, 2. *Umbrella Partnership REITs (UPREITs)* i 3. *DownREITs* (Madlem i Sykes, 2000.).

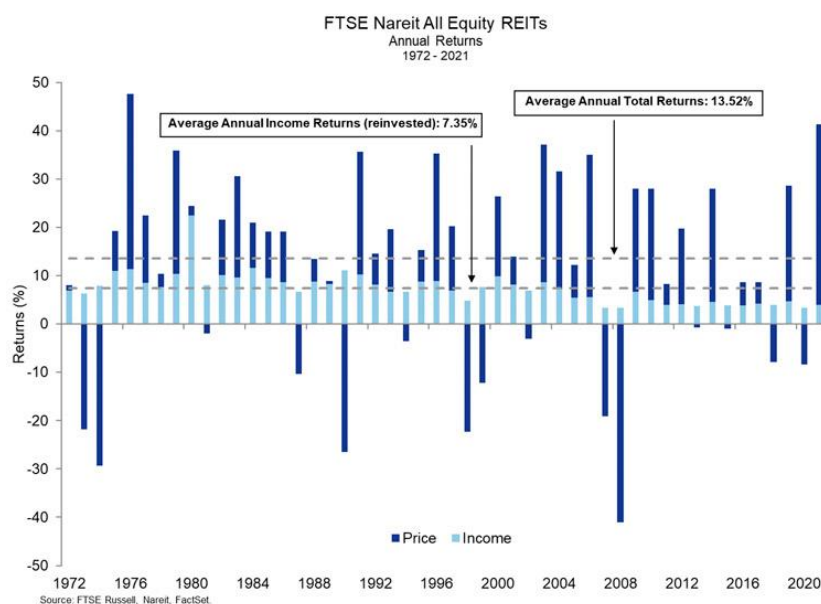
Graf 11: Broj REIT-ova u SAD-u kroz povijest



Izvor: NAREIT, autorska izrada

Za početak su u obzir uzeti podaci o broju pojedinih vrsta REIT-ova na području SAD-a. Odmah na prvi pogled uočljiva je dominacija *Equity REITs*-a, koji naročito od 1991. godine na dalje zauzimaju evidentno najveći udio na tržištu. Broj *Equity REITs*-a gotovo je u konstantnom rastu, osim nekoliko godina kada im se broj nešto malo smanjio. Drugi po brojnosti su *Mortgage REITs* koji stalno variraju odnosno čiji se broj često povećavao, ali i smanjivao. *Hybrid REITs* najmanje su zastupljeni na američkom tržištu, a njihov se broj isto mijenjao i na gore i na bolje, ali od 2010. godine NAREIT FTSE indeks za *Hybrid REITs* je ukinut pa podaci za kasnije razdoblje ne postoje (NAREIT, 2020.). Dakle, u prvoj promatranoj 1971. godini, broj *Equity REITs*-a iznosio je 12, isto kao i *Mortgage REITs*, a broj *Hybrid REITs*-a iznosio je 10. Zadnja promatrana godina odnosno 2020. godina bilježi čak 182 *Equity REITs*-a te 41 *Mortgage REITs*-a.

Slika 5: Neto imovina REIT-ova u SAD-u kroz povijest



Izvor: NAREIT

Priloženi grafikon nešto je teže za analizirati. Naime, grafikon prikazuje razdoblje od 1972. do 2020. godine, a prikazuje konkretno kretanje cijene i prihoda od svih REIT-ova u SAD-u. Odnosno, priloženi grafikon prikazuje ukupne godišnje povrate na imovinu. Zbog značajnih oscilacija gotovo nije moguće donijeti jednoznačan zaključak vezan uz priložene podatke, pa je najjednostavnije i najbolje spomenuti činjenicu koja je također navedena na grafikonu, a to je da prosječni godišnji povrat na prihode iznosi 7,35%, a prosječni ukupni povrat 13,52%.

### 2.5.2. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Ujedinjenom Kraljevstvu

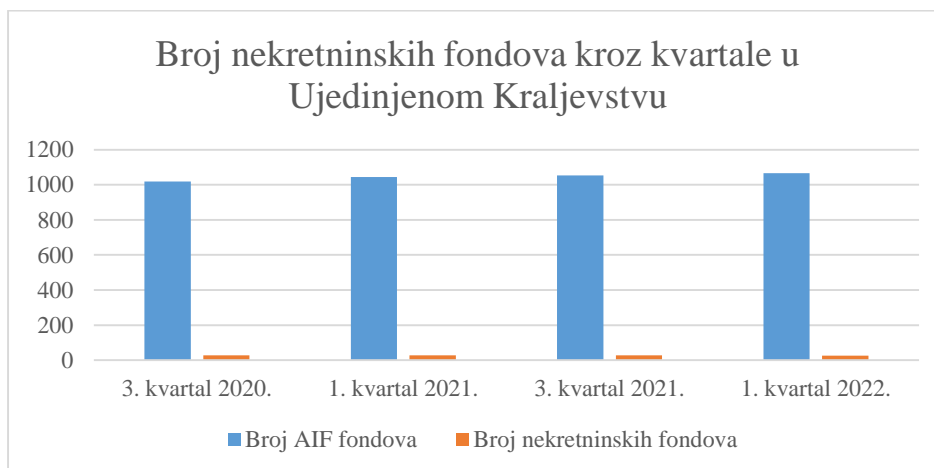
Nekretninski fondovi u Ujedinjenom Kraljevstvu počinju se razvijati tek kasne 2007. godine. S obzirom na predmet ulaganja, nekretninski se fondovi u Ujedinjenom Kraljevstvu dijele na: 1. *Equity REITs* i 2. *Mortgage REITs*. *Equity REITs* vrsta su nekretninskih fondova koji u svom vlasništvu imaju nekretnine te novac zarađuju iznajmljujući iste. Prihod koji ostvare isplaćuje se dioničarima u obliku dividende. S druge strane, *Mortgage REITs* su fondovi koji kupuju hipoteke ili vrijednosne papire zaštićene hipotekom. Oni ostvaruju prihod od kamata na hipoteke u koje ulažu (Schulte i sur., 2011.). Osim ove dvije glavne vrste nekretninskih fondova, postoje još brojne druge s obzirom na specifične nekretnine u koje ulažu sredstva:

- Zdravstveni REIT-ovi: bolnice, medicinske uredske zgrade, liječničke ordinacije, domovi za njegu
- Uredski REIT-ovi: neboderi, poslovni parkovi, vladine zgrade

- Rezidencijalni REIT-ovi: studentski stanovi, apartmanska naselja, obiteljske kuće
- Industrijski REIT-ovi: skladišta, distribucijski centri, nekretnine za e-trgovinu
- REIT-ovi za maloprodaju: trgovački centri, energetske centre, trgovine mješovitom robom
- Infrastrukturni REIT-ovi: telekomunikacijski tornjevi, energetske cjevovodi, bežična infrastruktura

U nastavku su priložena tri grafička prikaza izrađena na temelju najnovijih podataka o nekretninskim fondovima u Ujedinjenom Kraljevstvu na EFAMA-i. Sva tri grafička prikaza temelje se na podacima iz trećeg kvartala 2020. godine, prvog kvartala 2021. godine, trećeg kvartala 2021. godine te konačno prvog kvartala 2022. godine. Dakle, u obzir su uzeti podaci u razmaku od pola godine kako bi se dobio detaljan uvid u poslovanje nekretninskih fondova u Ujedinjenom Kraljevstvu u posljednje dvije godine.

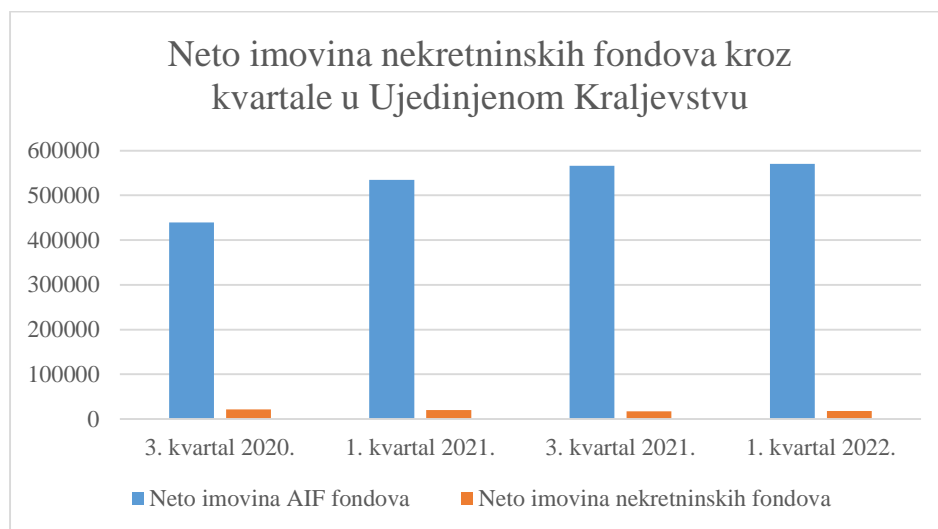
Graf 12: Broj nekretninskih fondova kroz kvartale u Ujedinjenom Kraljevstvu



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Na navedenom grafikonu prikazani su podaci za ukupan broj AIF fondova te podvrste AIF fondova odnosno broj nekretninskih fondova. Vidljivo je da je broj AIF fondova u sva četiri promatrana razdoblja iznad 1000, a ispod 1100. Broj nekretninskih fondova u prva tri razdoblja je 28, a u posljednjem promatranom razdoblju broj fondova pao je na 26.

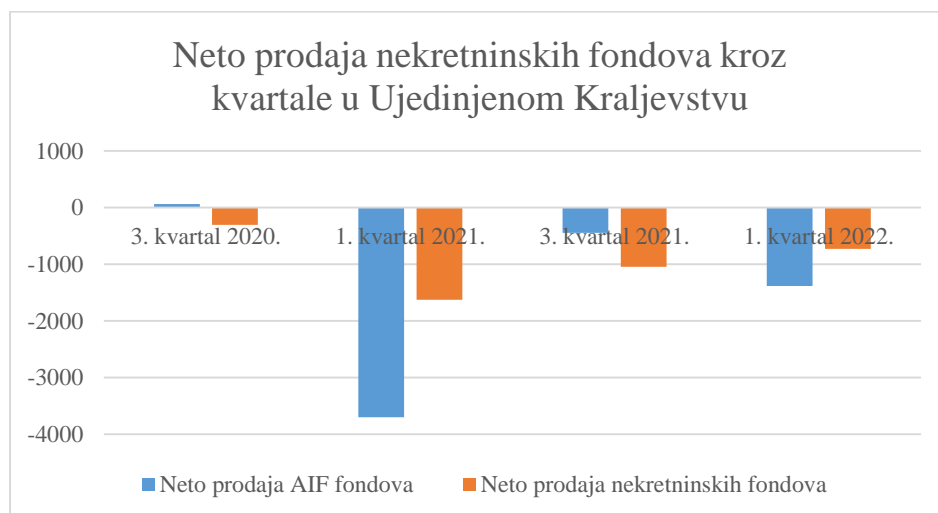
Graf 13: Neto imovina nekretninskih fondova kroz kvartale u Ujedinjenom Kraljevstvu u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Priloženi grafikon prikazuje kretanje neto imovine AIF i nekretninskih fondova kroz naveden kvartale u Ujedinjenom Kraljevstvu. Neto imovina AIF fondova u konstantnom je porastu, a kreće se između 440 i 570 milijardi eura. Neto imovina nekretninskih fondova, s druge strane, od početnih 21 milijardi eura pala je na 18 milijardi eura ukupne neto imovine.

Graf 14: Neto prodaja nekretninskih fondova kroz kvartale u Ujedinjenom Kraljevstvu u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Posljednji grafikon prikazuje rezultate neto prodaje AIF i nekretninskih fondova u promatranim kvartalima u Ujedinjenom Kraljevstvu. Neto prodaja AIF i nekretninskih fondova uvijek je, osim trećeg kvartala 2020. godine (samo AIF fondovi), negativna. Najveći minusi prisutni su u prvom kvartalu 2021. godine, kada je neto prodaja AIF fondova iznosila čak -3,7 milijardi eura, a neto imovina nekretninskih fondova tada je iznosila -1,6 milijardi eura. Najbolji

rezultati zabilježeni su u prvom promatranom razdoblju kada je neto imovina AIF fondova iznosila oko 60 milijuna eura, a nekretninskih fondova -300 milijuna eura.



### 3. TRŽIŠTE I REGULATORNI OKVIR NEKRETNINSKIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

#### 3.1. Regulatorni okvir nekretninskih investicijskih fondova u Europskoj uniji

Europska unija predstavlja jedinstvenu cjelinu odnosno partnerstvo sačinjeno od 27 zemalja članica. Europska unija kao takva želi pružati jednaka prava, mogućnosti i zakone svim svojim članicama s ciljem da se one podjednako brzo razvijaju i da si pritom međusobno pomažu. Drugim riječima, Europska unija predstavlja jednu vrstu saveza u kojem se nastoji ujednačiti regulatorni okvir svih država članica kako bi sve imale jednake mogućnosti za rast, razvoj i napredak u okviru vlastitog financijskog sustava, ali i sustava cijele unije. Prema Stojanoviću i Krišti (2016.) Europska unija sa sobom nosi niz strateških i političkih prednosti, a u svojoj knjizi govore i o prednostima koje donosi stvaranje unije tržišta kapitala. Zemlje članice Europske unije izglasale su skup direktiva s ciljem ujedinjenja svojih pojedinačnih zakona u jednu jedinstvenu i skladnu cjelinu.

S ciljem da Europska unija stvori jedinstveno tržište bez prepreka za fondove za zajednička ulaganja, doneseno je nekoliko zakona, a najvažniji **UCITS** (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) i **AIFM** (*Alternative Investment Fund Managers*). UCITS predstavlja glavni europski regulatorni okvir za većinu investicijskih fondova. Ova kategorizacija investicijskih fondova čini oko 75% svih zajedničkih ulaganja malih ulagača u Europi. AIFM, s druge strane, su fondovi koji nisu regulirani UCITS direktivom. Oni uključuju hedge fondove, fondove privatnog kapitala, nekretninske fondove i širok raspon drugih vrsta institucionalnih fondova (Moloney, 2014.).

Pojednostavljeno gledano, u Europskoj uniji investicijskim se fondovima može upravljati na dva glavna načina koja navode Stojanović i sur. (2014.):

1. Zakonski i regulatorno su usklađeni s odredbama jedinstvenog tržišta financijskih usluga u Europskoj uniji (UCITS) ili
2. Posluju kao specifične nacionalne vrste investicijskih fondova koje nisu jedinstveno usklađeni na razini Europske unije (Non-UCITS)

Sagledavši regulatorni okvir Europske unije iz perspektive stvaranje jedinstvenog regulatornog okvira konkretno u fondovskoj industriji, povijest europskog prava seže još u 1985. godinu. Te godine donesena je takozvana UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) Smjernica čiji je osnovni cilj bio pojednostavniti prekogranično investiranje individualnih ulagatelja u investicijske fondove. To znači, da je stvaranje UCITS Smjernica

bio početak pokušaja povezivanja europskog fondovskog tržišta u jedinstvenu cjelinu na način da se izjednače zakonski okviri osnivanja, poslovanja, ograničenja i nadzora svih investicijskih fondova na ovom području, fokusirajući se pritom na otvorene investicijske fondove. Uzevši u obzir velik broj zemalja članica Europske unije, različitosti njihovih kultura, zakona i očekivanja općenito, turbulentne političke i gospodarske promjene koje su se zbivale na euro području, jasno je i da je kroz povijest često dolazilo do izmjena raznovrsnih pravila i zakona pa tako i UCITS Smjernica. One su se kroz godine mijenjale s ciljem da se na kraju ipak sva zakonodavstva međusobno ujednače i da sve zemlje članice budu zadovoljne novim regulatornim okvirom i posluju u skladu s njime. Konačno uspostavljene i prihvaćene UCITS Smjernice čine okosnicu zakonodavnog okvira poslovanja svih investicijskih fondova na području Europske unije i time predstavljaju iznimno bitnu kariku u daljnjem razvoju fondovske industrije na ovom području.

Poslovanje nekretninskih fondova nije u domeni UCITS Smjernica iz jednostavnog razloga što na samom početku stvaranja smjernica nekretninski fondovi nisu bili rasprostranjeni na području Europske unije odnosno u to doba način njihova poslovanja još nije bio u potpunosti poznat i sukladno s time nije mogao biti stavljen pod UCITS regulaciju. Osim toga, nekretninski fondovi danas su svrstani u takozvane „neharmonizirane fondove“, što znači da oni posluju po zakonima i regulativi koji su prisutni u domicilnoj državi u kojoj su osnovani i u kojoj posluju (Jagodić, Dobrojević i Suljić, 2011.). Dakle, svaka država ima zasebna pravila i zakone po kojima nekretninski fondovi moraju poslovati i oni se općenito smatraju specifičnom vrstom investicijskih fondova. Ugledni primjeri poslovnih modela nekretninskih fondova u Europskoj uniji predstavljaju onaj u Njemačkoj te u nekadašnjoj članici unije, Ujedinjenom Kraljevstvu.

Što se tiče konačnog regulatornog okvira kojim podliježu nekretninski investicijski fondovi kao vrsta posebnih investicijskih fondova u Europskoj uniji, važna je 2015. godina. Te je godine izglasana VI. Direktiva kojom su odgovorena najbitnija pitanja vezana uz poslovanje nekretninskih fondova. „Društvo, koje je više od jednog ulagatelja osnovalo s jedinim ciljem da prikupljenu imovinu ulaže u nekretnine, može smatrati „posebnim investicijskim fondom“ ako ga je odnosna država članica podvrgnula posebnom državnom nadzoru.“ (Europska komisija). Što znači da nekretninski fondovi službeno pripadaju u posebne investicijske fondove odnosno podliježu Non-UCITS regulativi. Također, „Pojam „upravljanja“ takvim posebnim investicijskim fondom obuhvaća i stvarno gospodarenje nekretninama.“ (Europska

komisija). Navedeno sugerira da se upravljanje i vlasništvo nad nekretninskim fondom dijelom preklapaju.

### **3.2. Poslovanje nekretninskih investicijskih fondova u Europskoj uniji**

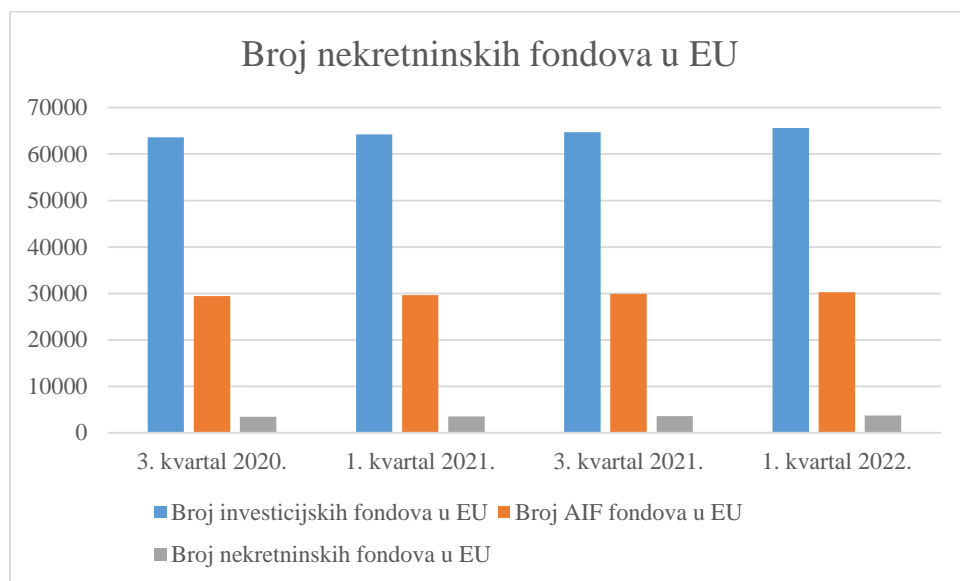
Što se tiče poslovanja nekretninskih fondova na području Europske uniji, ono je usko povezano sa samim regulatornim okvirom o kojemu se pisalo u prethodnom poglavlju. Naime, već je spomenuto da su nekretninski fondovi jedni od 25% fondova koji su regulirani putem AIFM, a ne putem UCITS. Nekretninski fondovi podliježu vrlo kompleksnoj regulativi odnosno u Europskoj uniji čak i ne postoji „shema“ po kojoj bi svi nekretninski fondovi iz svih država poslovali jednako. Dakle, svaka država ima svoja zasebna pravila i svoj specijalni poslovni model. Zbog toga se oni prema Stojanoviću i sur. (2014.) svrstavaju u tzv. „neharmonizirane fondove“.

Poslovanje nekretninskih fondova u Europskoj uniji stoga je najbolje promotriti kroz konkretne primjere odnosno u ovome radu na prvo na primjeru rezultata poslovanja u Europskoj uniji općenito, a kasnije na primjerima Njemačke, Nizozemske i Francuske.

### **3.3. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Europskoj uniji**

Tržište nekretninskih fondova u Europskoj uniji u nastavku je prikazano uz pomoć tri grafikona. Podaci korišteni za izradu grafikona uzeti su sa službene stranice EFAMA-e te su u obzir uzeti podaci za investicijske fondove, alternativne investicijske fondove te konačno i nekretninske fondove na području Europske unije kako bi se dobila bolja percepcija njihovih međusobnih odnosa i veličina. Također, kao i u ranijem primjeru Ujedinjenog Kraljevstva, u obzir su uzeta četiri razdoblja: treći kvartal 2020., prvi kvartal 2021., treći kvartal 2021. i prvi kvartal 2022. godine.

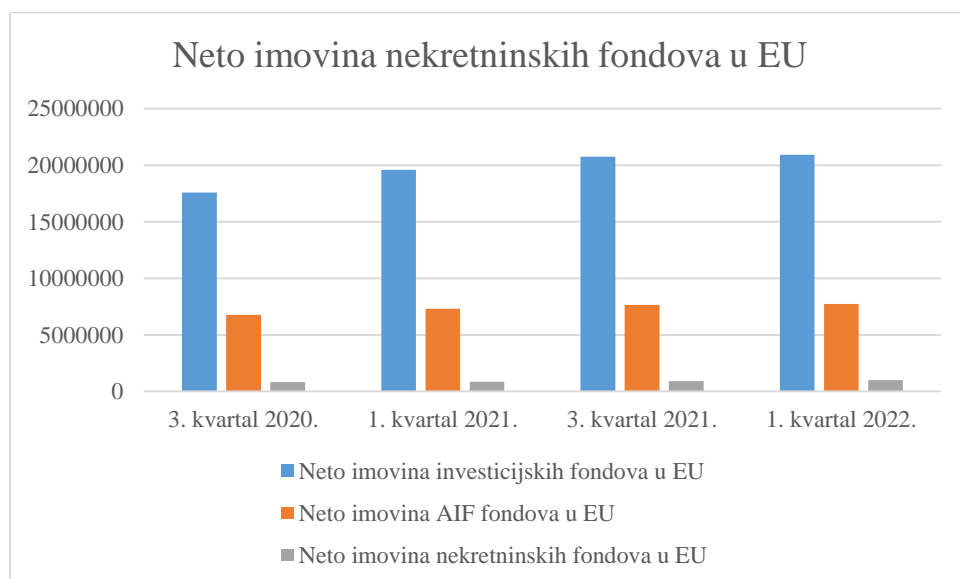
Graf 15: Broj nekretninskih fondova u Europskoj uniji



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Prvi priloženi grafikon prikazuje statističke podatke o ukupnom broju investicijskih, AIF te nekretninskih fondova. Odmah na prvi pogled uočava se da broj AIF fondova čini nešto manje od 50% broja svih ukupnih investicijskih fondova. Broj nekretninskih fondova, s druge strane, čini znatno manji udio unutar AIF fondova. Broj investicijskih fondova za navedena razdoblja kreće se između 63 i 66 tisuća, broj AIF fondova kreće se između 29 i 30 tisuća te konačno broj nekretninskih fondova između 3400 i 3700. Svi se iznosi za sve tri kategorije investicijskih fondova iz kvartala u kvartal povećavaju.

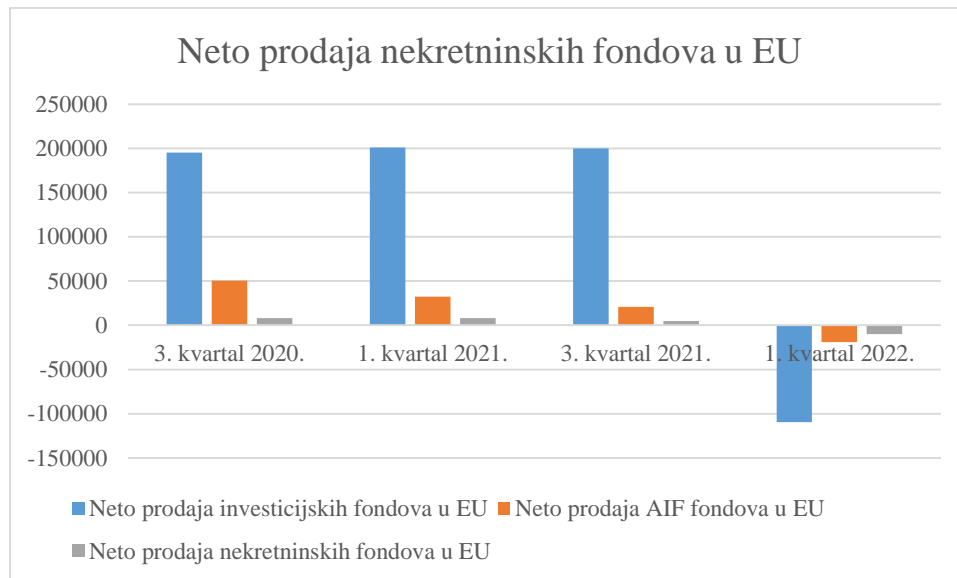
Graf 16: Neto imovina nekretninskih fondova u Europskoj uniji u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Idući grafikon pruža uvid u ukupne neto imovine navedenih fondova. I u ovome slučaju svi se iznosi iz jednog u drugo razdoblje povećavaju. Neto imovina investicijskih fondova kreće se između 17 i 21 bilijuna eura, neto imovina AIF fondova kreće se između 6 i 8 bilijuna eura te konačno neto imovina nekretninskih fondova u Europskoj uniji kreće se između 830 milijardi i 1 bilijun eura.

Graf 17: Neto prodaja nekretninskih fondova u Europskoj uniji



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Posljednji u nizu ova tri grafikona prikazuje rezultate neto prodaje. U ovome slučaju rezultati su iz kvartala u kvartal sve lošiji, a odskaače prvi kvartal 2022. godine kada je neto prodaja za sve tri kategorije fondova u minusu. Za prva tri razdoblja neto prodaja investicijskih fondova kreće se između 195 i 200 milijardi eura, AIF fondova između 50 i 20 milijardi eura te konačno nekretninskih fondova između 8 i 4 milijardi eura. U prvom kvartalu 2022. godine, neto imovine fondova redom su iznosile oko: -110 milijardi eura, -20 milijardi eura te -10 milijardi eura.

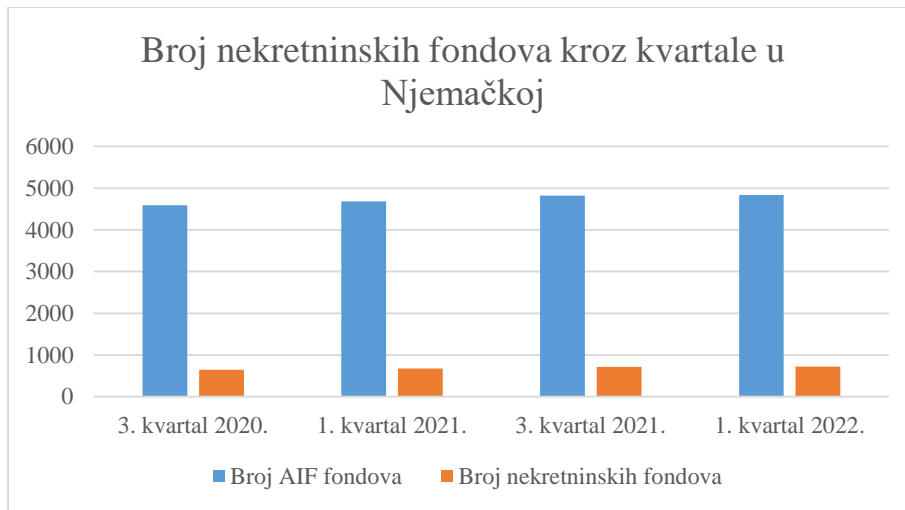
### 3.4. Primjeri nekretninskih investicijskih fondova u Europskoj uniji

#### 3.4.1. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Njemačkoj

Čitavo potpoglavlje 3.4. posvećeno je analizi trima državama uz pomoć grafičkih prikaza i pripadajućih objašnjenja. Analizirani su podaci za Njemačku, Nizozemsku i Francusku dostupni na EFAMA-i za najrecentnije razdoblje. Naime, u obzir su uzeti treći kvartal 2020. godine, prvi kvartal 2021. godine, treći kvartal 2021. godine te prvi kvartal 2022. godine. Kao i do sada, u obzir su uzeta razdoblja u razmaku od pola godine kako bi se dobio što bolji uvid u tržište nekretninskih fondova navedenih država Europske unije.

Prva na redu je grafička i tekstualna analiza AIF i nekretninskih fondova na području Njemačke.

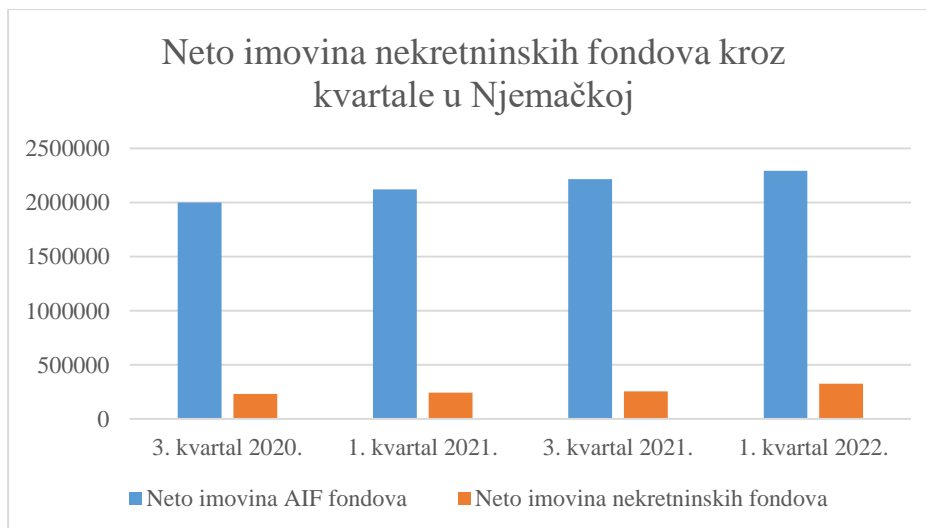
Graf 18: Broj nekretninskih fondova kroz kvartale u Njemačkoj



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Navedeni grafikon daje uvid u sami broj AIF i nekretninskih fondova na području Njemačke. Vidljivo je, da broj fondova iz kvartala u kvartal raste, a broj se kreće između 4600 i 4800 AIF fondova te između 650 i 720 nekretninskih fondova.

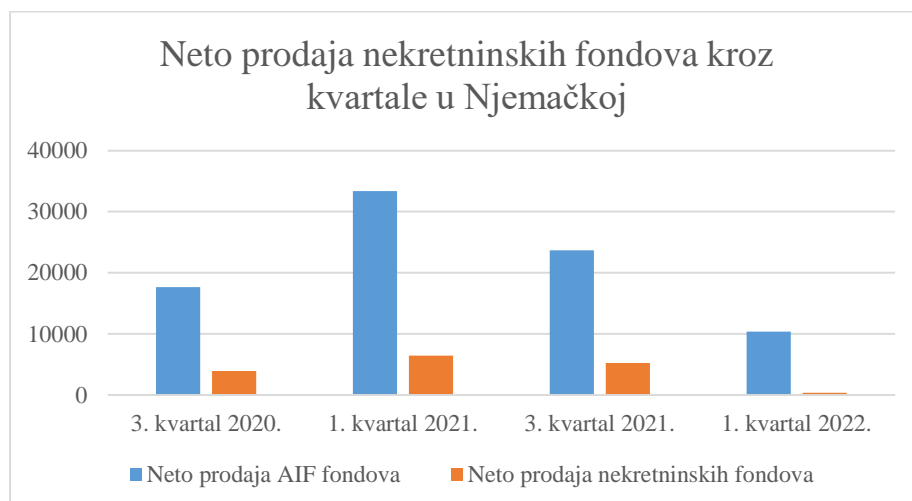
Graf 19: Neto imovina nekretninskih fondova kroz kvartale u Njemačkoj u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Idući priloženi grafikon prikazuje prikupljenu neto imovinu od AIF i nekretninskih fondova. I u ovome slučaju vidljivi su pozitivni rezultati jer neto imovina iz kvartala u kvartal raste. Neto imovina AIF fondova kreće se između 2 bilijuna i 2,3 bilijuna eura, a neto imovina nekretninskih fondova iznosi između 230 i 330 milijardi eura.

Graf 20: Neto prodaja nekretninskih fondova kroz kvartale u Njemačkoj u milijunima eura



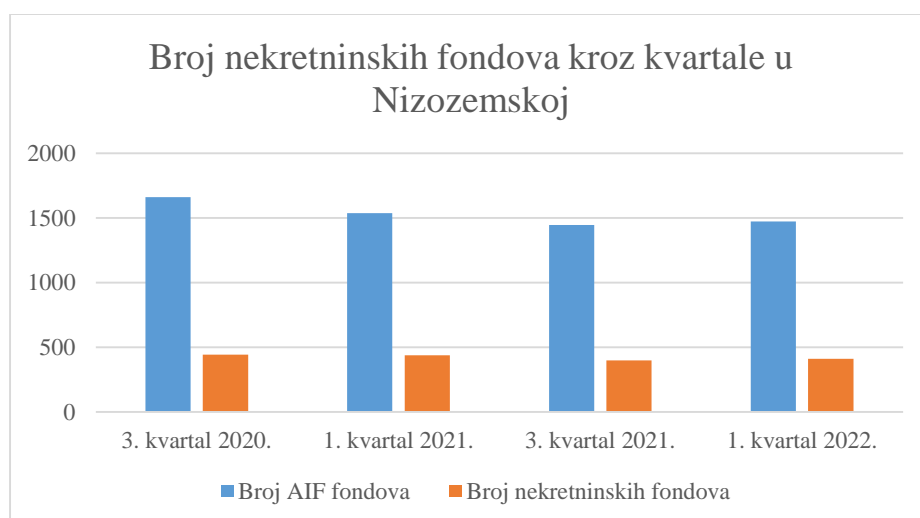
Izvor: EFAMA, autorska izrada

Posljednji u prvom nizu grafikona je prikaz sa podacima o ostvarenoj neto prodaji AIF i nekretninskih fondova u Njemačkoj. Ovaj prikaz nije pravilan kao i dosadašnji, odnosno u prvom kvartalu 2021. godine iznosi neto prodaje AIF fondova i nekretninskih fondova bili su najveći i redom su iznosili oko 33,3 milijardi i oko 6,4 milijardi eura. Najniži iznosi zabilježeni su u posljednjem razdoblju, za AIF fondove iznosi oko 10 milijardi, a za nekretninske fondove oko 400 milijuna.

### 3.4.2. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Nizozemskoj

Nadalje, slijedi analiza Nizozemske, koja uz Njemačku čini jednu iznimno snažnu i veliku državu te bitnog aktera na tržištu kapitala Europske unije.

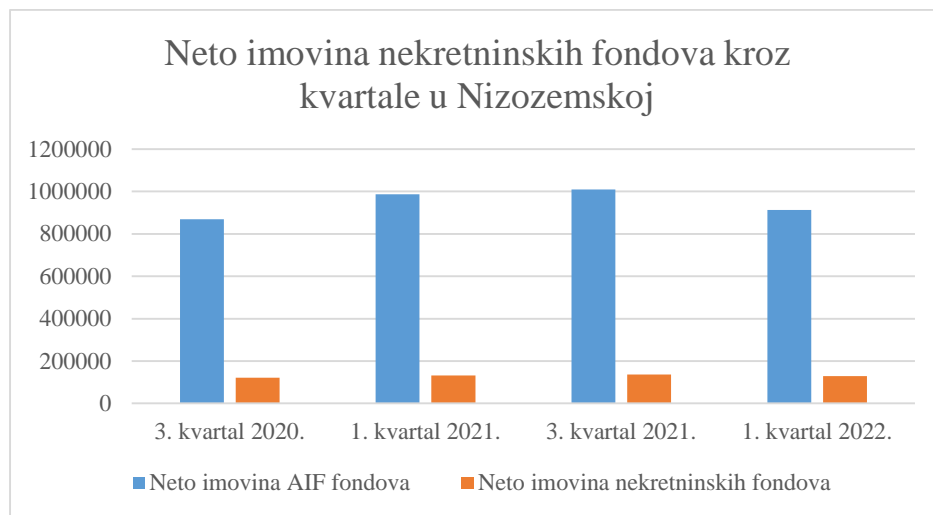
Graf 21: Broj nekretninskih fondova kroz kvartale u Nizozemskoj



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Prvi grafikon prikazuje ukupan broj AIF i nekretninskih fondova u promatranim kvartalima. Broj jednih i drugih fondova u ovome se slučaju iz kvartala u kvartal smanjuje. Broj AIF fondova u prvom promatranom razdoblju bio je nešto manje od 1700 fondova, a u posljednjem razdoblju nešto manje od 1500. Broj nekretninskih fondova smanjio se sa nešto manje od 450 na oko 400 fondova.

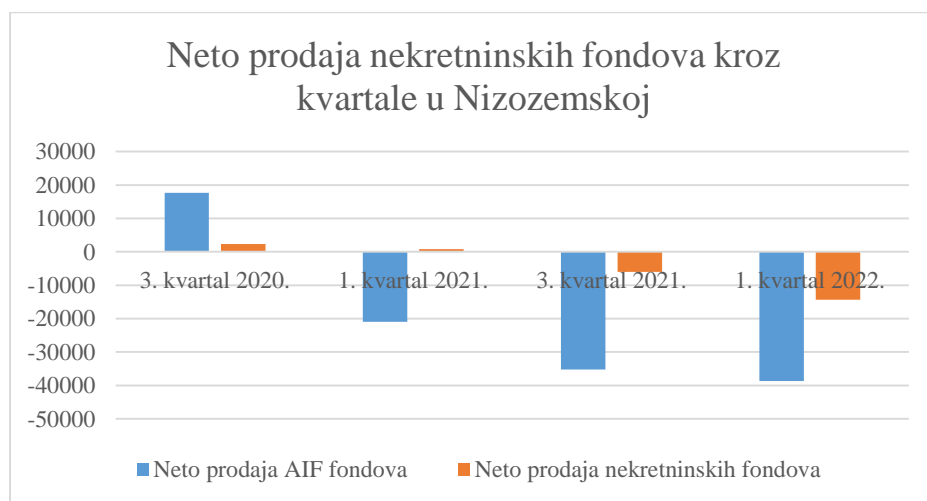
Graf 22: Neto imovina nekretninskih fondova kroz kvartale u Nizozemskoj u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Idući na redu je prikaz neto imovine AIF i nekretninskih fondova. Neto imovina jednih i drugih fondova raste do trećeg promatranog razdoblja te u posljednjem ponovno pada. Maksimalni iznos neto imovine AIF fondova nešto više od 1 bilijun eura, a nekretninskih fondova oko 140 milijardi eura. Najniži iznos neto imovine AIF fondova bio je oko 870 milijardi eura te 120 milijardi eura.

Graf 23: Neto prodaja nekretninskih fondova kroz kvartale u Nizozemskoj u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada

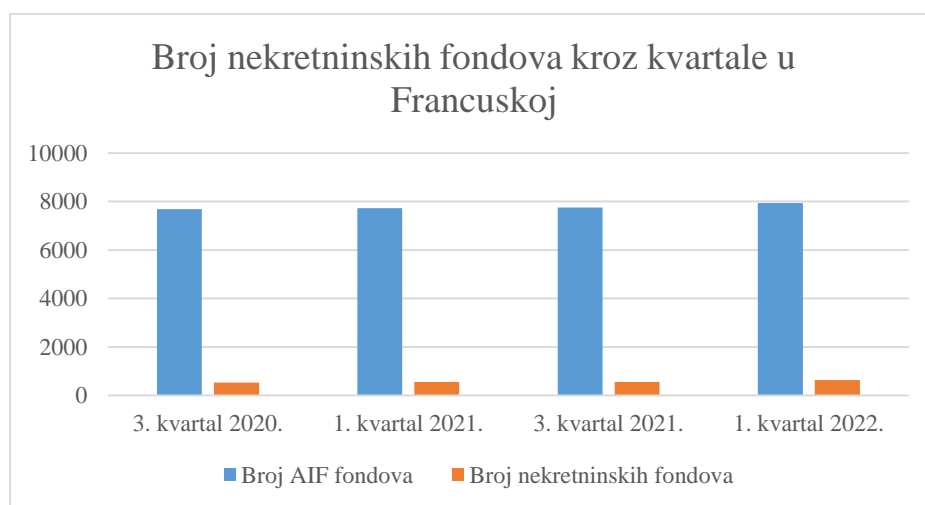


Posljednji grafikon potreban za analizu Nizozemske u okviru tržišta nekretninskih fondova prikazuje rezultate ostvarene neto prodajom. U prvoj godini iznosi su bili najveći i pozitivni, neto prodaja AIF fondova iznosila je oko 18 milijardi eura, a neto prodaja nekretninskih fondova iznosila je oko 2 milijarde eura. Zatim je neto prodaja padala u sve veći minus i u posljednjem razdoblju za AIF fondove neto prodaja iznosi oko -40 milijardi eura, a za nekretninske fondove oko -15 milijardi.

### 3.4.3. Tržište nekretninskih investicijskih fondova u Francuskoj

Posljednja analiza tržišta nekretninskih fondova odnosi se na Francusku.

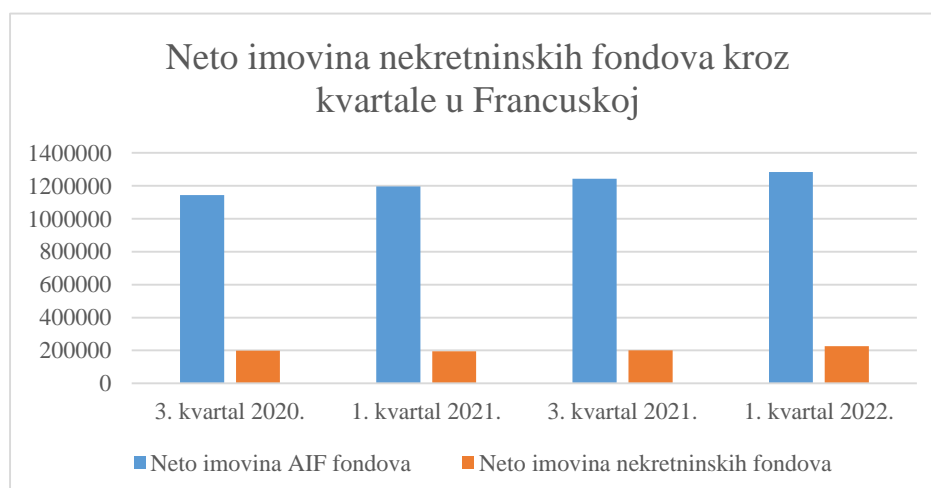
Graf 24: Broj nekretninskih fondova kroz kvartale u Francuskoj



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Navedeni grafikon prikazuje relativno stabilan ukupan broj AIF i nekretninskih fondova u Francuskoj. Broj AIF fondova kreće se između 7700 i nešto manje od 8000 fondova, a broj nekretninskih fondova kreće se između 530 i 630 fondova.

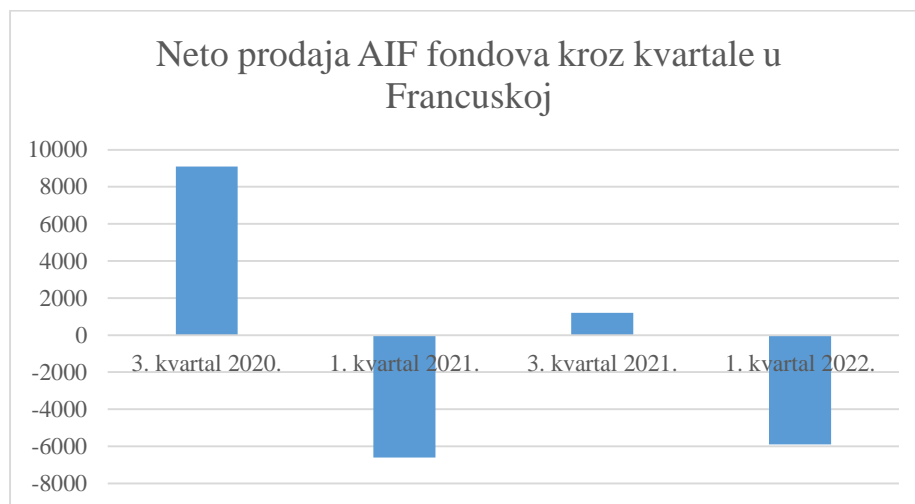
Graf 25: Neto imovina nekretninskih fondova kroz kvartale u Francuskoj u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Nadalje, idući priloženi grafikon također prikazuje relativno stabilne podatke, odnosno prisutan je blagi porast neto imovine kako AIF tako i nekretninskih fondova na području Francuske kroz promatrane kvartale. Ukupna neto imovina AIF fondova kreće se između 1,15 bilijuna eura i 1,30 bilijuna eura. Ukupna neto imovina nekretninskih fondova kreće se između 200 milijardi i 230 milijardi eura.

Graf 26: Neto prodaja AIF fondova kroz kvartale u Francuskoj u milijunima eura



Izvor: EFAMA, autorska izrada

Navedeni grafikon razlikuje se od dosadašnjih iz razloga što nema dostupnih podataka o nekretninskim fondovima unutar samih AIF fondova za Francusku u promatranim razdobljima. Što se tiče samih AIF fondova, uočljive su značajne oscilacije. Naime, najbolji iznos zabilježen je u prvom promatranom razdoblju kada je neto prodaja AIF fondova iznosila oko 9 milijardi eura, a najlošiji iznos bilježi drugo promatrano razdoblje kada je neto prodaja bila negativna i iznosila je -6,6 milijardi eura.

## **4. RAZVOJ NEKRETNINSKIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

### **4.1. Regulatorni okvir nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj**

#### **4.1.1. Povijesni razvoj nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj**

Povijesni razvoj nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske ima prilično turbulentan tijek. Naime, pravna infrastruktura fondovske industrije uspostavljena je još 1995. godine, a prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima dobilo je zakonsko odobrenje za rad 1997. godine (Morić Milanović i Galetić, 2005.). No, tek dvije godine kasnije započinje stvarni razvoj fondovske industrije osnivanjem 7 privatizacijskih investicijskih fondova (Čulinović-Herc, 2007.). Investicijski su fondovi jedni od bitnijih predstavnika tržišta kapitala odnosno jedan od značajnijih institucionalnih investitora na svijetu općenito. A nekretninski fondovi čine jednu njihovu iznimno bitnu frakciju. Opće je poznata snažna bankocentričnost hrvatskog financijskog sustava, koja nikako ne ide u korist razvijanju industrije investicijskih fondova. Upravo iz tog razloga Republika Hrvatska imala je poteškoća u održavanju konstantnog rasta fondovske industrije. S druge strane, razvoj tržišta nekretnina, koji se počeo značajnije razvijati u doba uspostavljanja samostalne države kada je velik broj nekretnina prešao iz državnog u privatno vlasništvo, uvijek je bilo relativno stabilno. Imućniji stranci vidjeli su veliki potencijal u nekretninama na području Republike Hrvatske, naročito na području obale Jadrana pa je sukladno s time rasla i njihova cijena na tržištu. Dakle, nedostaci fondovske industrije su se, moglo bi se reći, kompenzirali za pozitivnim rastom potražnje za nekretninama na području Republike Hrvatske općenito, a na taj način stvorena je osnova za razvoj nekretninskih fondova na domaćem tržištu.

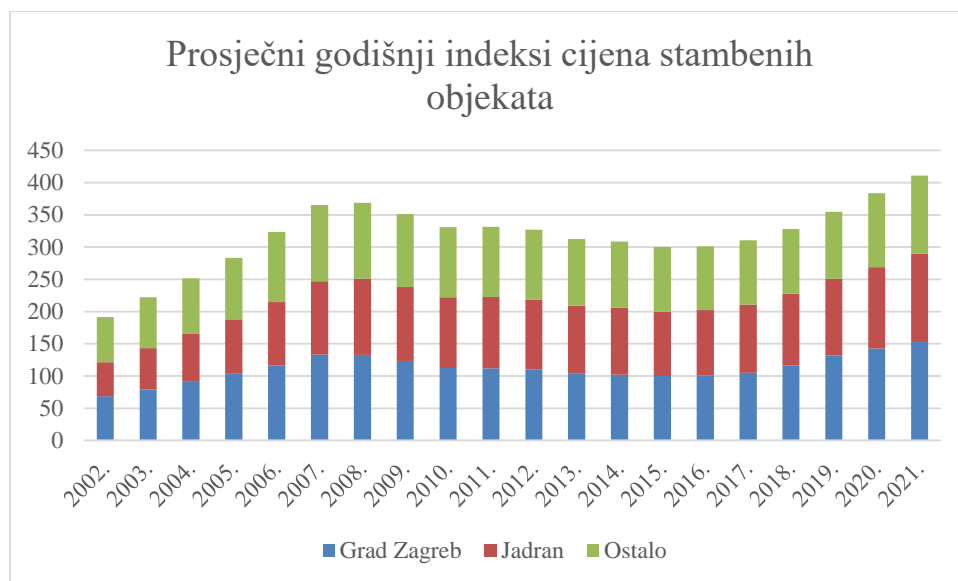
Sagledavši situaciju kronološki, nakon osnivanja samostalne države 1990. godine uslijedilo je nekoliko značajnijih događaja na financijskom tržištu Republike Hrvatske. Naime, uvedena je hrvatska kuna 1993. godine, financijski sustav u to doba bio je relativno stabilan, postojao je slab rast ponude novca, kamatne stope bile su visoke, a stranih banaka na domaćem tržištu uopće i nije bilo. Dakle, u to doba Republika Hrvatska bila je „osuđena“ na samu sebe i to je bilo razdoblje stvaranja temelja i razvoja vlastitog financijskog sustava, a time i stvaranja temelja za budući razvoj fondovske industrije. Nakon 2000. godine uslijedila je snažnija liberalizacija države, uslijedio je gospodarski uzlet i pojedinci su uživali u posebnostima jednog relativno dugotrajnog razdoblja ekspanzije. Nezaposlenost u državi bila je iznimno niska, povjerenje u financijski sustav bilo je visoko, stope BDP-a bile su također visoke, gospodarski rast je bio evidentan i na tržište su konačno počele ulaziti i strane banke. Ulaskom stranih

banaka i stranih investitora u zemlju, dogodio se niz pozitivnih posljedica za pojedince i državu općenito, ali veliko vanjsko zaduživanje bilo je neizbježno. U tom pretkriznom razdoblju u Republici Hrvatskoj naglo se počelo razvijati građevinarstvo i poslovanje nekretninama, a sukladno s time nastupio je i rast cijena nekretnina. Time su se zanemarili tehnološki razvoj, investicije, zapošljavanje te je konačno došlo do deindustrijalizacije zemlje. Navedeni fenomen koji je pogodio Republiku Hrvatsku poznat je pod nazivom „*Fenomen nizozemske bolesti*“. Inozemno zaduživanje pojavilo se kao izvor financiranja ekspanzije sektora nekretnina, došlo je do obilnog priljeva stranog kapitala, velika količina novca bila je u optjecaju, kamatnjaci su se spustili na nisku razinu, rasla je domaća potražnja, rasle su prosječne plaće i uz aprecijaciju kune smanjivala se konkurentnost izvoza i mogućnost ekspanzije u drugim sektorima. (Mishkin, 2002.) Drugim riječima, Republika Hrvatska tada je „oboljela“ od bolesti koja naizgled pogoduje razvoju određenih sektora, ali kasnije ostavlja duboke posljedice na čitavo gospodarstvo. Dakle, prije krize tržište nekretnina snažno je buknilo, ali kasnije je nastao opći problem visoke nezaposlenosti, što je nadalje vodilo do snažnog pada investicija i potrošnje nakon 2008. godine. Naime, te je godine nastupila financijska kriza koja se vrlo brzo, krenuvši iz SAD-a, poput prave zaraze proširila diljem svijeta te je tako prerasla u globalnu financijsku krizu. Ta je kriza značajnije zahvatila hrvatsko stanovništvo, ali nije toliko utjecala i na strane investitore. Naime, platežna sposobnost hrvatskog naroda u tom je razdoblju ostala na istoj razini ili se čak snizila, dok su cijene nekretnina iz dana u dan sve više rasle. Na taj su način nerezidenti dobili priliku za brojne investicije pošto su oni tada imali daleko bolji životni standard od jednog prosječnog Hrvata. Rezultat stranih ulaganja bio je daljnji rast cijena nekretnina. Interes stranaca u konstantnom je porastu, posebice nakon 2009. godine kada je na snagu stupio zakon o liberalizaciji prodaje nekretnina strancima iz Europske unije. Na taj način Republika Hrvatska postaje relativno jeftino tržište za građane Europske unije, a cijene nekretnina brzo su došle na toliko visoku razinu da su postale precijenjene. Takav rast cijena nekretnina u Republici Hrvatskoj bio je konstanta sve do ulaska u Europsku Uniju 2013. godine kada se stanje malo stabiliziralo (Mishkin, 2002.).

Što se tiče navedenog fenomena konstantnog porasta cijena nekretnina u Republici Hrvatskoj, valja napomenuti nekoliko činjenica. Dakle, kako svugdje u svijetu, tako i u Republici Hrvatskoj, sve popularniji način života postaje onaj u velikim gradovima, stanovnici sele iz ruralnih u urbanizirane dijelove države. Upravo iz tog razloga slijedi logičan zaključak da je velika „navala“ na nekretnine u centru Republike Hrvatske, u Zagrebu. Osim Zagreba, veliku pozornost rezidenti i nerezidenti pridaju jadranskoj obali i gradovima uz Jadransko more. Iz

tog razloga, često se cijene stanova promatraju u tri kategorije: 1. Grad Zagreb, 2. Jadran i 3. Ostalo. U nastavku je priložen grafički prikaz čiji su podaci uzeti sa baze podataka DZS-a.

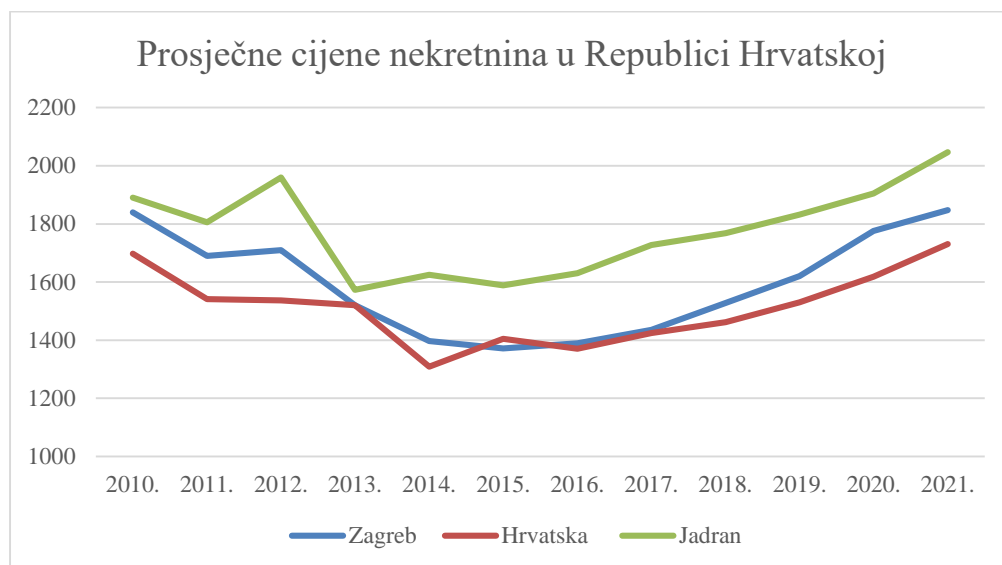
Graf 27: Prosječni godišnji indeksi cijena stambenih objekata u Republici Hrvatskoj



Izvor: DZS, autorska izrada

Navedeni grafikon prikazuje kretanje prosječnih godišnjih indeksa cijena stambenih objekata od 2002. do 2021. godine. Kao referentna (=100) vrijednost uzeta je 2015. godina. Iz ranije navedenog tekstualnog, a sada i grafičkog prikaza vidljivo je kretanje indeksa cijena na području Republike Hrvatske. Navedeni indeks cijena najniži je bio prve promatrane godine odnosno 2002., a iznosio je nešto manje od 70 za grad Zagreb, nešto više od 50 za Jadran te 70 za ostale gradove. Promatrani indeks bio je najviši posljednje promatrane, 2021. godine, a iznosio je preko 150 za grad Zagreb, skoro 140 za Jadran te nešto iznad 120 za ostale gradove. Navedeno sugerira na konstantan porast cijena nekretnina u posljednjim godinama. Također, u svim promatranim godinama, indeks cijena stambenih objekata najviši je u Zagrebu, a zatim u ostalim gradovima Republike Hrvatske.

Graf 28: Prosječne cijene nekretnina u Republici Hrvatskoj kroz godine, u eurima



Izvor: burza-nekretnina, autorska izrada

Slijedeći grafikon prikazuje prosječne postignute cijene nekretnina na području Republike Hrvatske. Promatrano je razdoblje između 2010. i 2021. godine i odmah na prvi pogled uočljive su nagle promjene iz godine u godinu. Prvih nekoliko promatranih godina cijene su značajnije varirale, odnosno malo su rasle, a malo padale. No, od 2015. godine pa sve do danas, cijene nekretnina su u konstantnom porastu. U cijelom promatranom razdoblju najviše su cijene nekretnina na području Jadrana, a cijene se kreću između 1600 i više od 2000 eura. Cijene nekretnina u Zagrebu kreću se između 1400 i nešto manje od 1900 eura. I konačno, prosječne cijene čitave Republike Hrvatske kreću se između 1300 i 1700 eura. Navedeno sugerira da postoje ogromne razlike u cijenama nekretnina diljem države, zbog toga je i prosjek čitave države značajno niži od recimo cijene nekretnina na Jadranu. Drugim riječima, kvadratni metar prosječne nekretnine u Daruvaru znatno je jeftiniji od kvadratnog metra u Splitu. Iako prema Božiću (1999.) visoke cijene nekretnina predstavljaju veliki problem u budućnostima mlađih generacija, iste te nekretnine predstavljaju jednu od glavnih konkurentskih prednosti za državu u globalu.

Navedeno povijesno kretanje cijena samih nekretnina, dovodi do pitanja zašto danas ne postoji konkretni financijski instrument ili investicijski fond koji bi svoja sredstva ulagao u hrvatske nekretnine. Potražnja za nekretninama na području Republike Hrvatske izuzetno je velika, a vrlo vjerojatno će u budućnosti nastaviti rasti. Cijene su iznimno visoke, a zarada odnosno vrijednost investicija koja bi se uz pomoć njih mogla ostvariti je nadprosječno velika. Drugim riječima, postoji jako veliki i neiskorišteni potencijal koji nude nekretnine na području Republike Hrvatske.

#### **4.1.2. Regulacija nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj**

Republika Hrvatska ima nekoliko Zakona uz pomoć kojih regulira poslovanje investicijskih fondova, a najpoznatiji i ujedno najvažniji je Zakon o investicijskim fondovima. Osim Zakonom o investicijskim fondovima, fondovska industrija u Republici Hrvatskoj regulirana je i Zakonom o trgovačkim društvima (Zakon o trgovačkim društvima). Iako je Zakon o investicijskim fondovima osnovan već ranije spomenute 1995. godine, navedeni zakoni kroz povijest su se mijenjali više puta s ciljem da se hrvatsko zakonodavstvo uskladi sa svjetskim, odnosno i europskim.

**HANFA** odnosno *Hrvatska agenciju za nadzor financijskih usluga* provodi nadzor nad društvima za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom i društvima za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, državi članici ili trećoj državi ukoliko treća država nudi udjele investicijskih fondova kojima se upravlja na području Republike Hrvatske. Osim navedenog, HANFA je nadležna i za nadzor Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji i Umirovljeničkog fonda (HANFA). Drugim riječima, HANFA predstavlja glavnu instituciju zaduženu za koordinaciju i nadzor nad poslovanjem svih investicijskih fondova pa tako i nekretninskih fondova na području države. Dakle, prema Zakonu o tržištu kapitala, „Agencija je nadležna za nadzor nad poslovanjem investicijskog društva s registriranim sjedištem u Republici Hrvatskoj glede svih investicijskih usluga i aktivnosti koje pruža i obavlja na području i izvan Republike Hrvatske te za nadzor na konsolidiranoj osnovi nad grupom investicijskog društva u Republici Hrvatskoj.“

**Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima** propisuju se uvjeti za osnivanje i rad alternativnih investicijskih fondova (AIF-a) i društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (UAIF-a), te se uređuje način izdavanja i otkupa udjela AIF-a, trgovanje udjelima AIF-a, delegiranje poslova na treće osobe te nadzor nad radom i poslovanjem UAIF-a, AIF-a, depozitara i osoba koje nude udjele u AIF-ima (Zakon o alternativnim investicijskim fondovima).

Društvo za upravljanje kao takvo osniva se u pravnom obliku društva s ograničenom odgovornošću ili dioničkog društva, kojemu je predmet poslovanja isključivo osnivanje investicijskog fonda i upravljanje investicijskim fondovima, odnosno ulaganje novčanih sredstava u vlastito ime i za račun imatelja udjela otvorenih investicijskih fondova i u ime i za račun dioničara zatvorenih investicijskih fondova (Zakon o investicijskim fondovima). Društvo

za upravljanje dobiva dozvolu za rad od Komisije tek kada su ispunjeni svi temeljni uvjeti. Najniži iznos temeljnog kapitala mora iznositi 1 milijuna kuna, u društvu moraju biti zaposlena barem dva člana uprave koji imaju svo potrebno stručno znanje za vođenje društva, statut društva mora dozvoljavati osnivanje investicijskih fondova i upravljanje tim fondovima te konačno, mora postojati ovlašteni revizionar. Navedeni uvjeti definirani su Zakonom o investicijskim fondovima te se moraju poštivati.

Dakle, Alternativni investicijski fond odnosno **AIF** investicijski je fond kojeg osniva **društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (UAIF)**, sa svrhom prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganja tih sredstava u različite vrste imovine. Naravno, poslovanje treba biti u skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima te unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja AIF-a, isključivo u korist imatelja udjela tog AIF-a. AIF može biti otvoreni i zatvoreni (Zakon o alternativnim investicijskim fondovima).

Uz navedeno društvo za upravljanje investicijskim fondovima, valja spomenuti i depozitnu banku kao bitnu kariku u poslovanju nekretninskih fondova. Depozitna banka odnosno banka skrbnik, kako navode Stojanović i sur. (2014.), pohranjuje zasebnu imovinu fonda, vodi posebne račune za imovinu fonda i odjeljuje imovinu svakog pojedinog fonda od imovine ostalih fondova i dr. Drugim riječima, depozitna banka je banka koja investicijskim fondovima „čuva“ imovinu i služi kao glavni voditelj svih njezinih financija. Depozitna banka mora biti samostalna odnosno neovisna i nepristrana o društvu za upravljanje te mora raditi u skladu s interesima imatelja udjela odnosno dioničara. Također, svaka depozitna banka prethodno mora sklopiti ugovor o poslovima depozitne banke te mora dobiti odobrenje za rad od nadzornog tijela (Jurić, 2008.).

Općenito valja napomenuti činjenicu da se iz godine u godinu stanje na financijskom tržištu u Republici Hrvatskoj, kao i u svakoj drugoj državi, mijenja. Osim što se pojavljuju novi financijski instrumenti, pojavljuju se i novi zakoni, uredbе, pravilnici, smjernice. Posljednje izvješće HANFA-e objavilo je kako su se na području tržišta kapitala morale uvesti promjene i zakonska usklađenja s obzirom na ulazak države u Europsku Uniju. Dakle, izvješće kaže kako „zbog kontinuirane potrebe za usklađivanjem hrvatskog regulatornog okvira tržišta kapitala s onim u EU, u 2021. donesene su tri izmjene zakonskih propisa koji uređuju područje tržišta kapitala i novi zakon koji uređuje okvir skupnog financiranja, a tijekom godine intenzivno su se pripremali nacrti novih zakonskih propisa koji Hanfi dodjeljuju nove zadaće i odgovornosti.“



Zakonske izmjene odnose se prvenstveno na usklađivanje postojećeg zakonodavnog okvira sa onim koji je na snazi u Europskoj uniji. Također, kao i svake godine, u procesu izrade je još nekoliko drugih prijedloga, odnosno kako u izvješću piše „Tijekom 2021. radna skupina Ministarstva financija RH intenzivno je radila i na pripremi dvaju novih zakonodavnih prijedloga iz područja tržišta kapitala, na temelju kojih će Hanfa dobiti značajne nove ovlasti i dužnosti.“

Osim navedenih zakonskih noviteta, pojavljuju se i novi akteri na tržištu kapitala, osim domaćeg sve više u tržište ulazi i strani kapital odnosno strani investitori. Mijenjaju se i navike i preferencije pojedinaca, ljudi postaju svjesniji svih mogućnosti koje moderne financije nude te ih pomalo počinju i koristiti. Nažalost, pojavom razornih događaja poput pandemije Covid-19 ili brojnih potresa koji su pogodili Republiku Hrvatsku i prouzročili ogromne štete, ponovno dolazi do nepovjerenja i svojevrsnog „zatvaranja“ pojedinaca. Taj, može se reći, životni ciklus uzleta i padova fondovske industrije u Republici Hrvatskoj, gotovo je neizbježan i neprestano će se ponavljati.

#### **4.2. Poslovanje nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj**

Nekretninski fond u Republici Hrvatskoj zapravo je zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom kojemu je odredbama prospekta i statuta dopušteno ulaganje u nekretnine, odnosno koji namjerava najmanje 60% neto vrijednosti imovine fonda uložiti u nekretnine, smije stjecati nekretnine na način i prema uvjetima iz Zakona (Zakon o trgovačkim društvima). Prema Statutu i Prospektu, ova hrvatska verzija REIT-a može ulagati u stambene i/ili poslovne zgrade s pripadajućim zemljište, zemljišta na kojima se gradi, neizgrađena zemljišta, poljoprivredna zemljišta, ulaganja u udjele ili dionice društva čiji je predmet poslovanja isključivo ili pretežito stjecanje i prodaja, iznajmljivanje i zakup nekretnina te upravljanje nekretninama, udjele ili dionice drugog fonda za nekretnine, ili druge vrijednosne papire, izvedenice ili certifikate. Osim glavnih propisanih predmeta ulaganja, predmet ulaganja može biti i znatno širi pojam, ukoliko mogući predmet ulaganja odobri nadzorni odbor (Horvat, 2010.). Također, važna napomena u poslovanju nekretninskih fondova je da svaka pojedina nekretnina u trenutku stjecanja ne smije prelaziti 20% neto vrijednosti imovine fonda (Gašparović, 2002.).

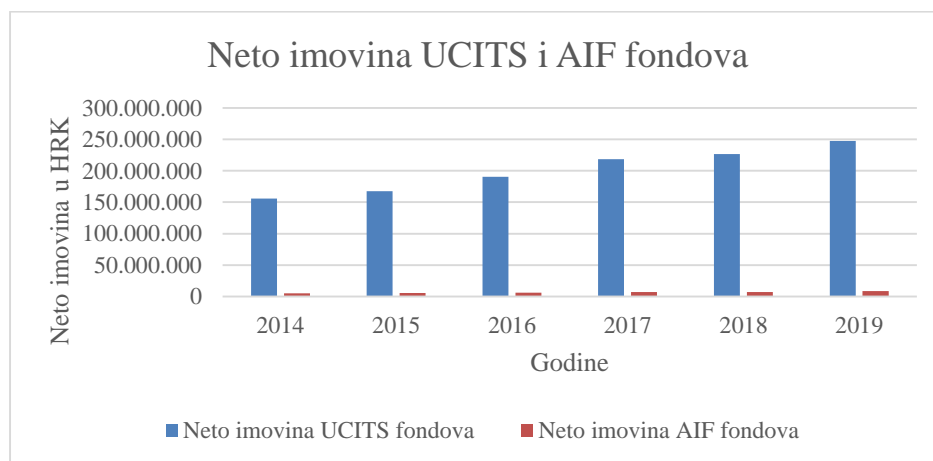
Na temelju Pravilnika kojim se uređuju ulaganja zatvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom u nekretnine, definirano je slijedeće:

1. Najviše 15% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u vrijednosne papire jednog izdavatelja.

2. Najviše 10% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u financijske izvedenice ili certifikate čija se cijena temelji na nekretninama. Financijske izvedenice ili certifikati moraju biti navedeni u Prospektu, a izdavatelj izvedenica ili certifikata mora imati odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga.
3. Najviše 20% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u udjele ili dionice drugih fondova za nekretnine.
4. Fond za nekretnine u svom vlasništvu ne može imati više od 25% dionica s pravom glasa jednog te istog izdavatelja ili vrijednosnih papira iz jednog te istog izdanja obveznica

Zbog boljeg razumijevanja nekadašnjeg poslovanja nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske, ovo potpoglavlje i naredna poglavlja biti će temeljena na praktičnim primjerima odnosno na grafičkim prikazima i tablicama. Kao što je već ranije navedeno, investicijsko tržište Republike Hrvatske može se promatrati kroz dvije sfere: UCITS i AIF investicijski fondovi. U nastavku je priložen grafički prikaz ukupne neto imovine UCITS i AIF fondova u Republici Hrvatskoj od 2014. do 2019. godine. Vidljiva je dominacija UCITS fondova, ali također je vidljiv porast ukupne neto imovine UCITS, ali i AIF fondova kroz sve promatrane godine. Drugim riječima, fondovska industrija u Republici Hrvatskoj iz godine u godinu postaje sve razvijenija i zarade ostvarene unutar tih fondova rastu.

Graf 29: Neto imovina UCITS i AIF fondova u Republici Hrvatskoj kroz godine

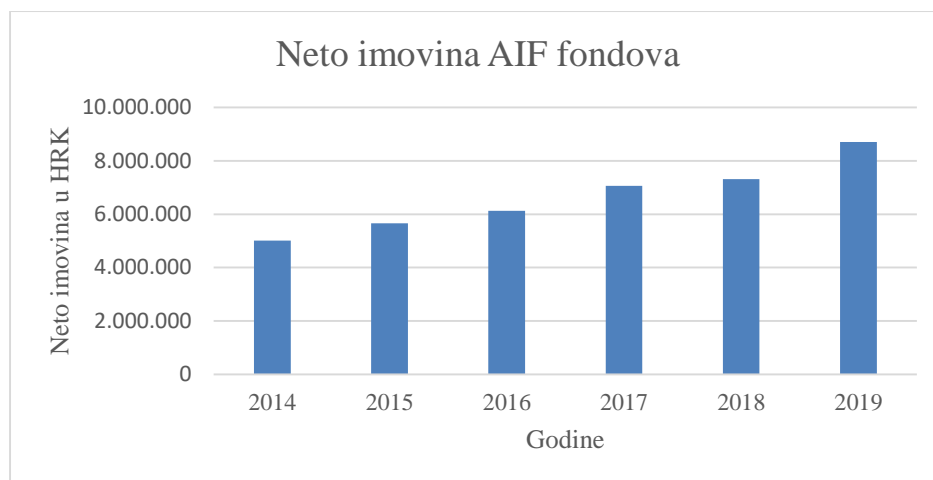


Izvor: HANFA, autorska izrada

Iz navedenog grafikona izdvojeni su podaci vezani uz poslovanje AIF fondova na zasebnom grafikonu kako bi se dobio bolji uvid u njihovu neto imovinu. Iz grafikona je vidljivo da je neto imovina AIF fondova 2014. godine iznosila oko 5 milijuna kuna, a do 2019. godine imovina je u konstantnom porastu te je dosegla razinu neto imovine od skoro 9 milijuna kuna. Priloženi

grafikon potvrđuje činjenicu da je fondovska industrija u posljednjim godinama u konstantnom usponu.

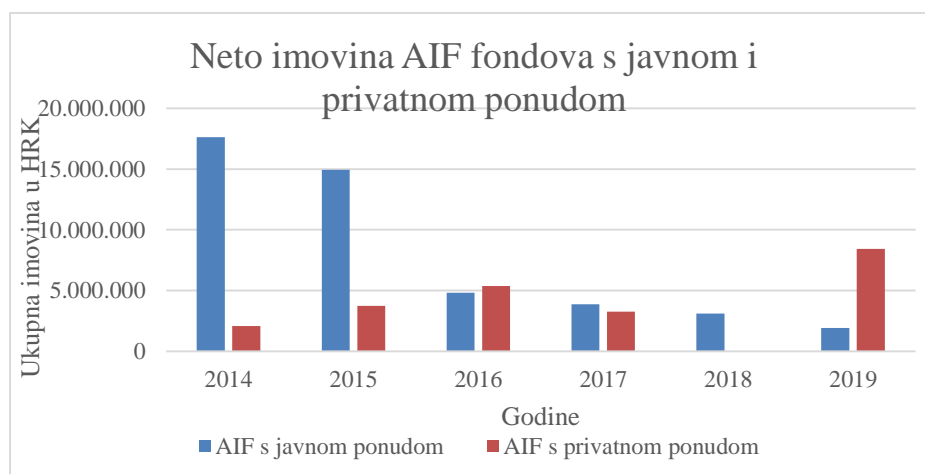
Graf 30: Neto imovina AIF fondova u Republici Hrvatskoj



Izvor: HANFA, autorska izrada

S obzirom da su nekretninski fondovi u Republici Hrvatskoj vrsta alternativnih investicijskih fondova (AIF) u nastavku je priložen grafikon koji prikazuje strukturu alternativnih investicijskih fondova kroz godine. U prvim promatranim godinama vidljiva je značajna dominacija AIF fondova s javnom ponudom. Nakon 2015. godine, neto imovina AIF fondova počela se smanjivati, a 2019. su AIF s privatnom ponudom nadmašili neto imovinu AIF s javnom ponudom.

Graf 31: Neto imovina AIF fondova s javnom i privatnom ponudom u Republici Hrvatskoj kroz godine



Izvor: HANFA, autorska izrada

### 4.3. Primjeri nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj

Kao što je već i ranije navedeno, na području Republike Hrvatske nekoć je poslovalo nekoliko nekretninskih fondova: Fima Proprius d.d., HPB Real d.d., Jadran Kapital d.d., Učka-Marjan

d.d., Quaestus Nekretnine d.d., Terra Firma d.d. i Terra Mediterranea d.d. (HANFA). Svi navedeni nekretninski fondovi poslovali su na području Republike Hrvatske u jednom kraćem vremenskom razdoblju, između 2004. i 2013. godine, ali kasnije su svi neslavno propali. HPB Real d.d., Jadran Kapital d.d. i Quaestus Nekretnine d.d. dobili su imenovane likvidatore te su likvidirani i netom nakon izbrisani iz registra. U nastavku je priložen popis navedenih nekretnisnkih fondova s najbitnijim obilježjima.

1. *Fima Proprius d.d.* – početak rada 2007. godine, kraj rada 2013. godine. Fondom je svojevremeno upravljalo društvo Fima Global Invest d.o.o.
2. *HPB Real d.d.* – početak rada 2008. godine, kraj rada 2011. godine. Likvidatorica fonda je Lidija Grbešić
3. *Jadran Kapital d.d.* – početak rada uz odobrenje HANFA-e bio je 2006. godine, fondom je neko vrijeme upravljala Uprava Jadran Invest d.o.o., a kasnije imenovani likvidator Krešimir Kopsejak. Fond je prestao postojati 2013. godine.
4. *Učka-Marjan d.d.* – postojao od 2007. do 2008. godine. Fondom je upravljalo društvo Mediteraninvest d.o.o.
5. *Quaestus Nekretnine d.d.* – početak rada bio je 2007. godine, fondom je upravljalo društvo Quaestus Invest d.o.o., a kasnije likvidator Marko Petras. Fond je prestao postojati 2013. godine.
6. *Terra Firma d.d.* – prvi nekretninski fond osnovan u Republici Hrvatskoj, početak rada bio je 2004. godine, a fondom je upravljalo društvo Terra Invest d.o.o. Fond je prestao poslovati 2009. godine
7. *Terra Mediterranea d.d.* – drugi nekretninski fond osnovan u Republici Hrvatskoj, početak rada bio je 2006. godine, fondom je također upravljalo društvo Terra Invest d.o.o. (HANFA)

Tablica 4: Neto imovina nekretnisnkih fondova u Republici Hrvatskoj na kraju razdoblja (u tisućama kuna)

Zatvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>FIMA PROPRIUS d.d.</b>			1.586.505	2.223.868	2.047.022	1.834.303	1.813.645	1.750.103	1.457.522
<b>HPB REAL d.d. – u likvidaciji</b>				151.126	371.036	378.088	63.401		
<b>JADRAN KAPITAL d.d. – u likvidaciji</b>		85.076	1.102.170	1.087.667	1.003.714	854.529	721.411	612.899	304.399

<b>UČKA-MARJAN d.d.</b>			<b>39.070</b>	<b>90.449</b>					
<b>QUAESTUS NEKRETNINE d.d.</b>				<b>2.259.787</b>	<b>3.005.253</b>	<b>3.179.094</b>	<b>2.646.478</b>		
<b>QUAESTUS NEKRETNINE d.d. – u likvidaciji</b>							<b>508.369</b>	<b>2.555.315</b>	<b>991.859</b>
<b>TERRA FIRMA d.d.</b>	<b>44.040</b>	<b>52.202</b>	<b>629.073</b>	<b>592.815</b>	<b>280.872</b>				
<b>TERRA MEDITERRANEA d.d.</b>		<b>25.957</b>	<b>321.809</b>	<b>319.533</b>	<b>155.919</b>				

Izvor: HANFA, autorska izrada

Navedena tablica sadrži sve najbitnije podatke o poslovanju nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske. Iz prvog retka tablice, gdje su navedene sve relevantne godine, uočava se da nekretninski fondovi na području Republike Hrvatske uistinu imaju kratki vijek trajanja. Prvi nekretninski fond, Terra Firma d.d., osnovan je 2004. godine i godinu kasnije imao je neto imovinu od oko 44 milijuna kuna, a s radom je prestao već 2009. godine kada je imao neto imovinu od oko 281 milijuna kuna. Drugi po redu, Terra Mediterranea d.d. osnovan je 2006. godine te je ima neto imovinu od oko 26 milijuna kuna. Na samom kraju životnog vijeka Terra Mediterranea d.d. imao je neto imovinu od oko 156 milijuna kuna. Zatim, Jadran Kapital d.d. s poslovanjem je počeo 2006. godine te je tada imao neto imovinu od oko 85 milijuna kuna, a zatim je ušao u proces likvidacije te je posljednje, 2013. godine, imao neto imovinu od oko 304 milijuna kuna. Fima Proprius d.d. s radom počinje 2007. godine te ima neto imovinu od 1.587 milijardi kuna, a posljednje, 2013. godine ima neto imovinu od oko 1.458 milijardi kuna. Nadalje, Učka-Marjan d.d. posluje samo dvije godine, 2007. kada je imao neto imovinu od oko 39 milijuna kuna te 2008. godine kada je imao neto imovinu od oko 90 milijuna kuna. Zatim, HPB Real d.d. s radom počinje 2008. godine te tada ima neto imovinu od oko 151 milijuna kuna, nedugo nakon ulazi u proces likvidacije te konačno 2011. godine ima neto imovinu od oko 63 milijuna kuna. Quaestus Nekretnine d.d. s radom počinje 2007. godine te godinu kasnije ima neto imovinu od oko 2.260 milijardi kuna, a posljednje 2013. godine odnosno nakon njezine likvidacije, ima neto imovinu od oko 992 milijuna kuna.

Graf 32: Broj zatvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine u Republici Hrvatskoj kroz godine



Izvor: HANFA, autorska izrada

Priložena tablica sumira ranije navedene nekretninske fondove koji su nekada postojali u Republici Hrvatskoj. Prvi nekretninski fond nastao je 2004. godine, a od tada pa sve do 2008. godine broj nekretninskih fondova narastao je na ukupno 7 fondova. Zatim se broj nekretninskih fondova iz godine u godinu smanjivao te konačno 2013. pao 1 nekretninski fond. On se tek 2019. izbrisao iz registra pa se može reći da službeno od 2019. godine u Republici Hrvatskoj ne postoji niti jedan nekretninski investicijski fond.

#### **4.4. Buduća perspektiva razvoja nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj**

Nakon opširnog teorijskog istraživanja koje je provedeno u svrhu pisanja ovog diplomskog rada, zaključci o budućoj perspektivi razvoja nekretninskih investicijskih fondova na području Republike Hrvatske prilično su nedorečeni. Dosadašnja istraživanja upućuju na jasne i izuzetno velike nedostatke koje pruža regulacijski i zakonodavni okvir Republike Hrvatske, što nikako ne ide u korist razvoju nekretninskih fondova na ovim područjima. No, nažalost nema dovoljno kvalitetnih podataka o trenutnom stanju tržišta nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske, osim nekolicine zakona i pravilnika koji nude suhoparne informacije vezane uz regulatorni okvir njihovog poslovanja. Nekretninski su fondovi u Republici Hrvatskoj na neki način i „pali u zaborav“ odnosno dijelom su zanemareni pošto oni već gotovo 10 godina na ovim područjima više i ne postoje. U nastavku je priložena tablica koja ukazuje na postojeće nedostatke Republike Hrvatske u aspektu nekretninskih i investicijskih fondova općenito te moguće solucije odnosno rješenja.

Tablica 5: Popis nedostataka i pripadajućih solucija za razvoj nekretninskih fondova u Republici Hrvatskoj

Nedostatak	Solucija
Zastarjeli zakoni	Prilagođavanje novim europskim zakonima
Komplicirana birokracija	Pojednostavljenje dosadašnje prakse
Bankocentričnost i veliki utjecaj HNB-a	Tržišnocentričnost i prepuštanje tržištu
Odljev mladog kapitala	Stvaranje većih mogućnosti za mlade u zemlji
Konzervativne navike	Edukacije s ciljem promjene dosadašnjih navika
Nedovoljno duboka razvijenost investicijskog tržišta općenito	Restrukturiranje investicijskih fondova

Izvor: autorska izrada

Svi u tablici navedeni nedostaci iščitani su iz pročitane literature, a većina ih je i spomenuta nekoliko puta u radu. Jasno je da su nekretninski fondovi koji su postojali između 2004. godine i 2013. godine imali niz nedostataka koji se u to doba nisu znali niti mogli riješiti. Današnja, 2022. godina, osim što sa sobom nosi stečeno iskustvo i lekcije naučene iz prošlogodišnjih pogrešaka, nosi i niz noviteta koji otvaraju vrata ponovnom razvoju nekretninskih fondova. Suvremena Republika Hrvatska danas ima znatno zdravije temelje za stvaranje ove sofisticirane vrste alternativnih investicijskih fondova, a s obzirom na budućnost u koheziji sa Europskom unijom, stanje će se zasigurno poboljšati.

## 5. STRUKTURA I REZULTATI KVALITATIVNOG ISTRAŽIVANJA

### 5.1. Metodologija istraživanja – intervju

Istraživanje u ovom diplomskom radu provodi se uz pomoć kvalitativnog istraživanja u obliku intervjua. Intervju zapravo predstavlja razgovor odnosno dvosmjernu komunikaciju u obliku postavljenog pitanja i dobivenog odgovora, a intervju u ovome radu provodio se sa nekoliko osoba. Intervjuirano je konkretno deset osoba koje imaju sve potrebne predispozicije odnosno svo potrebno znanje na temu nekretninskih fondova.

Općenito, kvalitativno istraživanje predstavlja vrstu istraživanja u kojemu se nastoji istražiti nešto što dosad još nije u potpunosti poznato ili definirano. Na taj način kvalitativno istraživanje zapravo predstavlja korak koji prethodi gotovo svakom kvantitativnom istraživanju (Flick, 2006.). Prema Gormanu, Claytonu, Shepu i Clayton (2005.), kvalitativno istraživanje nije nikakav poseban „fenomen“ već je ono prisutno u svačijoj svakodnevici i svi instinktivno koristimo kvalitativno istraživanje. Prilikom provođenja kvalitativnog istraživanja nastoji se detaljno analizirati predmet proučavanja kako bi se imao što dublji uvid u temu. Zatim se uz pomoć kvantitativnog istraživanja mogu istražiti i kvantificirati dobivene nove spoznaje. Dakle, kvalitativno i kvantitativno istraživanje dvije su glavne vrste istraživanja u sociologiji (Gorman i sur., 2005.). Bitno je napomenuti da je kvalitativno istraživanje bilo koje istraživanje koje je do spoznaja došlo na neki od načina koji nije vezan uz neki statistički postupak ili drugu vrstu kvantifikacije (Strauss, 1990.). Strauss (1990.) navodi i kako se pojedino istraživanje može vezati uz živote, priče i ponašanje ljudi, ali i uz funkcioniranje pojedinih organizacija, društvene pokrete ili interakcijske odnose. Odnosno, neki od podataka mogu se kvantificirati, ali bit svega je da je sama analiza kvalitativna. Nadalje, Bryman (2003.) je kvalitativno istraživanje opisao kao istraživačku strategiju koja obično naglašava riječi, a ne kvantifikaciju i koja: 1. pretežno naglašava induktivni pristup između teorije i istraživanja, u kojem je naglasak stavljen na stvaranje teorija, 2. odbacuje prakse i norme prirodno-znanstvenog modela i posebno pozitivizma dajući prednost naglasku na načine na koje pojedinci tumače svoj društveni svijet i 3. utjelovljuje pogled na društvenu stvarnost kao stalno promjenjivo svojstvo stvaranja pojedinaca. Neke od najpoznatijih vrsta kvalitativnog istraživanja predstavljaju studije slučaja, fokus grupe te intervju. U ovome diplomskom radu najprikladnija istraživačka metoda bila je upravo intervju. Intervju predstavlja kvalitativnu metodu istraživanja u kojoj se traže određeni podaci odnosno informacije od stručnjaka ili ljudi koji su uključeni u promatrani fenomen. Intervju se uobičajeno sastoji od niza otvorenih pitanja koja kao takva ispitaniku daju potpunu slobodu i fleksibilnost u sastavljanju odgovora. Tijekom



intervjua traži se vlastito kritičko razmišljanje na određenu temu te se nastoji ispitanike potaknuti na dublje razmišljanje, a često se otvara i prostor za improvizaciju. Upravo zbog toga intervjui mogu biti dugotrajni i često u odgovorima mogu sadržavati mnogobrojne informacije i različita razmišljanja pa se oni najčešće provode na uzorku od maksimalno trideset osoba. Neke od glavnih prednosti intervjua koje navode Gorman i sur. (2005.) su: neposrednost, uzajamno istraživanje, istraživanje uzročnosti, osobni kontakt i brzina provođenja istraživanja. S druge strane, neki od glavnih nedostataka ove istraživačke metode su: skupoća, nekritičnost, prevelika osobnost i velika mogućnost pojave pristranosti. Seidman (1991.) tvrdi da se provođenjem intervjua ukazuje na veliko zanimanje za tuđe mišljenje i razmišljanje te se na taj način nastoji ne samo analizirati nego i shvatiti odgovore ispitanika. Kao što je već ranije navedeno, u ovome radu provodi se deset zasebnih intervjua. Odnosno, sa svakim od deset ispitanika provodi se zasebni intervju, sa istim pitanjima, ali naravno bez uvida u odgovore drugih ispitanika.

## **5.2. Podaci i proces istraživanja**

U istraživačkom dijelu rada intervju se provodio pojedinačno, sa ukupno deset ispitanika. Svih deset ispitanika zaposleno je u financijskom sektoru, a nekolicina njih nalazi se na iznimno visokim pozicijama. Svih deset intervjua obavljeno je u razdoblju od svibnja do lipnja 2022. godine. Proces provođenja intervjua započeo je slanjem službenog e-maila sa dopisom odnosno kratkim upoznavanjem sa temom diplomskog rada i svrhom slanja e-maila te sa priloženim Word dokumentom sa pitanjima. Većina ispitanika na postavljena je pitanja odgovorilo putem e-maila, a nekoliko je ispitanika zatražilo telefonski razgovor te su njihovi odgovori zabilježeni skriptiranjem.

Kao što je već ranije navedeno, glavni kriterij odabira ispitanika za provođenje intervjua bio je stručno znanje i poznavanje poslovanja investicijskih odnosno konkretno i nekretninskih fondova. Dakle, svi su ispitanici dobro upućeni u tematiku rada te predstavljaju adekvatne kandidate za provođenje kvalitativnog istraživanja.

Od ukupno deset ispitanika, šest je ispitanika zaposleno u bankarskom sektoru. Od navedenih šest, dva su ispitanika na poziciji osobnog i privatnog bankara, dva su ispitanika članovi odjela za ulaganje odnosno konkretno specijalisti za ulaganje, jedan je ispitanik uključen u mirovinski fond, a posljednji od navedenih šest ispitanika je na odjelu procjene i financijskog nadzora nekretnina. Od preostala četiri ispitanika koji nisu na jednoj od pozicija u banci, jedan je ispitanik zadužen za financijsko poslovanje u jednoj zdravstvenoj ustanovi u Zagrebu, dva su

ispitanika na poziciji izvršnog direktora u osiguravajućim društvima te je posljednji ispitanik zadužen za direkciju investicijskog nadzora u HBOR-u. Bitna napomena za sve ispitanike je da svi imaju dugogodišnje profesionalno iskustvo iza sebe i da su svi svojevrsni tržišni profesionalci. Također, svih deset ispitanika odmah je po slanju inicijalnog e-maila sa upitnikom izrazilo veliki interes za temu i želju za suradnjom te su i ukazali na iznimno zanimanje za krajnji rezultat istraživanja.

Intervju se sastojao od pet opširnijih pitanja na koja se tražilo vlastito stručno mišljenje. Točnije, svako se od navedenih pet pitanja zapravo sastojalo od tri manja pitanja koja su ujedno pokušala uputiti ispitanike na konkretne i bitne činjenice na kojima bi trebao ostati fokus. Prvo pitanje predstavljalo je svojevrsni uvod u glavni temu, a ticalo se konkretno nekretnina i tržišta nekretnina na području Republike Hrvatske. Drugo pitanje se također odnosilo na nešto širi pojam od same teme diplomskog rada, odnosno drugo je pitanje tražilo od ispitanika da ocjene trenutno stanje investicijskih i alternativnih investicijskih fondova na području Republike Hrvatske. Treće, četvrto i peto pitanje odnose se konkretno na poslovanje nekretninskih fondova u Republici Hrvatskoj. Treće je pitanje od ispitanika tražilo mišljenje na temu zašto nekretninski fondovi u Republici Hrvatskoj nisu toliko razvijeni i postoje li uopće perspektive za njihov budući razvoj. Zatim, četvrto je pitanje ispitanike tražilo da sugeriraju koji bi bili potencijalni ulagači u nekretninske fondove. I konačno, peto je pitanje tražilo od ispitanika da ukažu na moguća rješenja za poboljšanje poslovanja nekretninskih fondova na području Republike Hrvatske te je također navodilo ispitanike da povežu Europsku Uniju sa mogućim budućim stanjem na domaćem tržištu.

U nastavku je navedeno svih pet pitanja.

*1. Kako gledate na trenutno stanje na tržištu nekretnina u Republici Hrvatskoj? Smatrate li da u Republici Hrvatskoj ima „prostora“ za ulagače u nekretnine? Mislite li da će cijene nekretnina u Republici Hrvatskoj u budućnosti i dalje rasti?*

*2. Kako biste ocijenili trenutno stanje na tržištu potencijalnih investicijskih fondova i alternativnih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj? Postoji li mjesta za napredak? Smatrate li da je hrvatsko fondovsko tržište zanimljivo i stranim ulagačima?*

*3. Zašto, prema Vašem mišljenju, u Republici Hrvatskoj nisu razvijeni nekretninski investicijski fondovi? Postoje li perspektive za razvoj nekretninskih investicijskih fondova u određenim poslovnim segmentima toga tržišta (npr. stanogradnja, poslovni prostori, zdravstvene*

ustanove, šoping centri, ...)? Kakve su Vaše ulagačke preferencije i biste li određeni dio viška svojih sredstava uložili u nekretninske investicijske fondove?

4. Tko bi, po Vašem mišljenju, bio dobar ulagač u nekretninske investicijske fondove? Mislite li da postoji ulagački interes od strane mirovinskih fondova, investicijskih fondova i ostalih? U kojoj mjeri su ovakve vrste investicija privlačne pojedincima odnosno „malim“ ulagačima?

5. Što smatrate „ključem“ mogućeg uspjeha u budućnosti nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj što se tiče samog tržišta (npr. poticaj države, bolji zakonski okvir, blaži nadzor HANFA-e,...)? Mislite li, da su promjene na tržištu Republike Hrvatske potrebne pa čak i nužne, kako bi se potaknuo razvoj nekretninskih investicijskih fondova? Kakvu ulogu u razvojnom procesu fondovske industrije ima Europska unija, može li ona u značajnijoj mjeri pomoći Republici Hrvatskoj?

### **5.3. Rezultati istraživanja**

Rezultati kvalitativnog istraživanja u obliku intervjua biti će promatrani kroz pet cjelina koje zapravo predstavljaju pet postavljenih pitanja. Uz svako navedeno pitanje odnosno područje pitanja, navesti će se najrelevantniji odgovori dobiveni od ispitanika putem provedenih intervjua. Naglasak će se staviti na sličnost odnosno različitost mišljenja ispitanika na zadane teme. Također, na kraju ovog potpoglavlja biti će priložena tablica s najvažnijim i sumiranim rezultatima provedenog istraživanja.

#### 1. Tržište nekretnina

Na prvo potpitanje koje se odnosi na trenutno stanje na tržištu nekretnina, većina se ispitanika složila da je stanje relativno dobro s obzirom na dane predispozicije koje ima Republika Hrvatska. Jedan od ispitanika koji je zaposlen u banci na odjelu procjene i financijskog nadzora daje odgovor na prvo pitanje kao „*Trenutno stanje na tržištu nekretnina u Republici Hrvatskoj je i dalje u velikom porastu cijena i zanimanja, iako smo imali čimbenike koji su trebali djelovati na smanjenje, poput: lockdowna zbog korona virusa, potresa, rata u Ukrajini, ali taj porast cijena i zanimanje za to tržište je i dalje u ekspanziji.*“ Navedeni odgovor zapravo sugerira da Republika Hrvatska odlično koordinira stanje na tržištu čak i u teškim uvjetima. Drugi ispitanik, zaposlen u banci kao specijalist za ulaganje, tvrdi da je „*Stanje na tržištu nekretnina trenutno na neodrživim razinama (dugoročno), cijene su prenapuhane i to je posljedica ekspanzivne monetarne politike koja se vodi zadnjih 5,6,7 godina.*“ Ovaj ispitanik je svoj odgovor upotpunio dodatnim objašnjenjem kojim sugerira da hrvatsko stanovništvo zapravo i nije u potpunosti shvatilo važnost nekretninskih fondova te ih pogrešno poistovjećuje

s klasičnim ulaganjem u nekretnine: „*Jako je loše to što ljudi doživljavaju nekretnine kao investicije i dižu njihove cijene u nebesa, a to nije popraćeno niti rastom BDP-a niti rastom plaća (inače bi cijene nekretnina trebale rasti malo brže od BDP-a, ali ne previše kao što je kod nas, ali i svuda u EU). Mladi ljudi će zbog toga imati velikih problema s kupovinom nekretnina za život.*“ Dakle, većina ispitanika se slaže s činjenicom da je općenito stanje na tržištu nekretnina dobro, pošto jako velik dio stanovnika ulaže svoja sredstva upravo u nekretnine te, kako tvrdi ispitanik zadužen za financijsko poslovanje u zdravstvenoj ustanovi „*...osim redovne potražnje za nekretninama za stanovanje primjetno je pojačano ulaganje viškova sredstva uslijed niskih kamata na depozite i malih prinosa na državne obveznice pa se dio likvidnosti prelio u ulaganje u nekretnine.*“

Nadalje, potpitanje vezano uz potencijalne ulagače u nekretnine također je rezultiralo većinskim slaganjem oko odgovora. Gotovo svi ispitanici smatraju da postoji „*prostor*“ za ulagače u nekretnine. Jedan ispitanik na poziciji osobnog bankara tvrdi da u Republici Hrvatskoj „*...svakako ima „prostora“ za ulagače, kako domaće, tako i strane. Kao što se ulaskom Republike Hrvatske u Europsku uniju otvorio put ulagačima iz država članica iste, tako će i ulaskom u eurozonu Republika Hrvatska biti još primamljivija za ulaganja.*“ No, ovim se odgovorom otvorilo i novo pitanje, oko kojeg se ispitanici ne slažu u potpunosti. Naime, određeni ispitanici smatraju da su domaće nekretnine zanimljive stranim ulagačima, ali neki se oštro suprotstavljaju tom mišljenju poput ispitanika na poziciji privatnog bankara koji tvrdi da se „*...iz brojnih mikro i makro, internih i eksternih razloga, pokazalo da interes stranih nekretninskih ulagača baš i nije velik.*“ No, većina ostalih ispitanika se ne slaže s navedenim jer smatraju da Republika Hrvatska ima strancima izuzetno privlačne atribute zbog kojih će oni uvijek biti zainteresirani za ulaganje u hrvatske nekretnine. Jedan od ispitanika zaposlenih u banci koji je zadužen za procjenu i financijski nadzor, tvrdi da „*Veliki dio stranih ulagača je sve više orijentiran na kupnju nekretnina na Jadranu zbog našeg turizma koji je čak i u pandemiji korona virusa opstao i zanimljiv je za ulaganje.*“

Posljednje potpitanje odnosilo se na cijene nekretnina u budućnosti – hoće li one rasti ili padati. Ovdje je većinskim, odnosno 90%-tnim suglasjem zaključeno da će cijene vrlo vjerojatno u budućnosti i dalje rasti, iako su već sada iznimno visoke. „*Svjedočimo nevjerojatnom porastu cijena nekretnina za koje ne vjerujem da će drastično padati u bližoj budućnosti s obzirom na veliku potražnju za nekretninama, posebice novogradnjom u velikim gradovima te uzimajući u obzir ogromnu vrijednost ukupnih depozita u RH koji će se pod pritiskom hiperinflacije premještati i u sektor nekretnina.*“, tvrdi ispitanik zaposlen u HBOR-u. Većina ispitanika imalo

je slične odgovore. Jedan od devet ispitanika (specijalist za ulaganje) koji također smatra da će cijene i dalje rasti rekao je „...teško pitanje. Ako država nastavi sa APN-om (a vjerojatno hoće, no do idućeg APN ciklusa mora proći više od 9 mjeseci), ljudi će izgubiti dosta novaca ulažući u obveznice i dionice pa je lako moguće da cijene još narastu.“ Gotovo svi ispitanici koji tvrde da će cijene nekretnina i u budućnosti rasti, smatraju da to nije dobro, pogotovo za mlade ljude koji će biti u potrazi za nekretninama prihvatljivih cijena. Dva ispitanika na pozicijama privatnog i osobnog bankara tvrde da je stanje na našem tržištu zapravo samo preslika svjetskog tržišta „Trend rasta cijena nekretnina je globalni, pa onda ako se gleda naša mikro-lokacija, ona samo prati svjetske trendove.“ No, jedan se od ispitanika koji je zaposlen u banci i zadužen za procjenu i financijski nadzor ne slaže s ostalima i tvrdi „I dalje su cijene nekretnina previsoke i rastu, ali predviđaju se uskoro promjene po pitanju kamatnih stopa to jest povećanje istih, koje bi mogle utjecati na pucanje nekretninskog balona.“

## 2. Tržište investicijskih i alternativnih investicijskih fondova

Po pitanju stanja na tržištu investicijskih i alternativnih investicijskih fondova, nailazimo na nešto manje pozitivne odgovore, odnosno, ispitanik koji je specijalist za ulaganje u banci tvrdi da je „...stanje s fondovima zadovoljavajuće“. Jedan ispitanik koji je na poziciji osobnog bankara u banci napisao je „U usporedbi s europskim pa i svjetskim tržištima, u Republici Hrvatskoj je ulaganje u fondove još uvijek u početnoj fazi, iako se pokazuje napredak iz godine u godinu.“, što je u potpunosti točno ukoliko se promotre konkretni primjeri drugih (razvijenijih) zemalja koje okružuju Republiku Hrvatsku. No, isti ispitanik upotpunio je svoj odgovor rečenicom „Unatoč tome što su prinosi veći nego kod klasičnih oblika štednje, ulagači, prvenstveno financijski needucirane osobe, još uvijek nisu dovoljno upoznati s prednostima i načinima ulaganja u fondove, tako da mjesta za napredak u svakom slučaju ima.“. Navedeno sugerira da problem nedovoljnog razvoja investicijskih i alternativnih investicijskih fondova leži unutar samih pojedinaca koji ili nisu dovoljno educirani (što je nadalje opet problem opće države) ili jednostavno nisu dovoljno zainteresirani za ovakav oblik ulaganja. Ispitanik koji je svojevrstan specijalist za ulaganje u banci fondovsku je industriju u Republici Hrvatskoj opisao na dva načina: „Prvo, usporedba s regijom: bivša Jugoslavija (od Slovenije do Makedonije), mi jako dobro stojimo. Imamo dosta društava za upravljanje AIF-ovima koji su prvenstveno Private Equity (otvorili su se u zadnje 3-4 godine). U Srbiji, Makedoniji, BiH gotovo ih i nema.“, a zatim je naveo i drugo gledište: „Drugo, usporedba sa razvijenim zemljama EU i sa istočnom Europom općenito (Poljska, Češka): zaostajemo 10 svjetlosnih godina. Investicije AIF u RH su 0,1% BDP-a, a u Njemačkoj su 5-6% - postoji

*ogroman prostor za napredak.*“. Dakle, logičan je zaključak da je stanje fondovske industrije Republike Hrvatske dobro ili loše, ovisno o tome iz koje se perspektive gleda na to isto stanje odnosno s kim se država uspoređuje.

Na potpitanje postoji li mjesta za napredak, svi su se ispitanici složili s odgovorom da ga ima. *„Mjesta za napredak postoji uvijek pa tako i u RH, po mom mišljenju najviše u dijelu stvaranja uređenog i efikasnog pravnog sustava i zaštite „na papiru“ i u naravi kao osnovnog temelja za bilo kakav dugoročan i dosljedan priljev stranih ulaganja.*“, sumirao je ispitanik zaposlen u HBOR-u. Također, nekoliko je ispitanika odgovor na ovo potpitanje povezano s ulaskom u Europsku uniju pa sukladno s time jedan od ispitanika koji je specijalist za ulaganje tvrdi da *„Uvijek postoji mjesta za napredak što mislim da će se i dogoditi ulaskom Hrvatske u eurozonu i uvođenjem eura.*“ No, ispitanik zaposlen u zdravstvenoj ustanovi koji je zadužen za financijsko poslovanje imao je nešto manje optimističan odgovor od ostalih te tvrdi da *„Postoji mjesta za napredak, ali su te mogućnosti ograničene.*“

Što se tiče interesa stranih ulagača u hrvatsko fondovsko tržište, mišljenja su izrazito podvojena odnosno polovica ispitanika smatra da je Republika Hrvatska zanimljiva, a polovica smatra da je ona nezanimljiva stranim investitorima. Ispitanik na poziciji osobnog bankara jednostavno je na pitanje dao odgovor kao *„Smatram da je fondovsko tržište zanimljivo i stranim ulagačima.*“. S druge strane, ispitanik zaposlen u osiguravajućem društvu za domaće tržište tvrdi *„Ja osobno mislim da nije pretjerano zanimljivo.*“ Ispitanik zadužen za financijsko poslovanje u zdravstvenoj ustanovi proširio je svoj odgovor kao *„Trenutno hrvatsko fondovsko tržište nije interesantno stranim ulagačima jer su domaći investicijski fondovi premali.*“ Navedena neslaganja mogu se interpretirati kroz brojne subjektivne, ali i objektivne razloge, ispitanik na poziciji privatnog bankara objašnjava *„Što se tiče stranih ulagača, oni gledaju niz makro kao i mikro faktora prije bilo kakve odluke o investiranju (je li država politički kao i ekonomski stabilna, perspektive, regionalno okruženje...)*“. Strani ulagači razmatraju brojne faktore prije samog ulaganja svojih sredstava u drugoj državi.

### 3. Tržište nekretninskih fondova – stanje

Nekretninski investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj nisu dovoljno razvijeni. Na prvo potpitanje vezano uz nerazvijenost u ovom području, ispitanici navode raznolike, ali ipak slične argumente. Ispitanik zaposlen u HBOR-u temeljito je odgovorio na navedeno pitanje kao *„...zdrav temelj razvoja mora biti pravna sigurnost i predvidivost te efikasnost pravnog sustava. Uzimajući u obzir korumpiranost (pravne) države, neriješene zemljišno-vlasničke*

*odnose koji vuku korijene još iz socijalističkog sustava te dugotrajnost i neizvjesnost sudskih postupaka, trenutno bih ocijenio situaciju u RH kao nezdrav temelj dugoročnog razvoja nekretninskih fondova.*“ Ovim odgovorom pokrila se većina problematike koja priječi razvoj nekretninskih investicijskih fondova u državi. Ispitanik koji je specijalist za ulaganje tvrdi *„Problem je što se u Hrvatskoj sve radi retroaktivno, npr. Hrvatska još nije uvela porez na nekretnine, zamislite da postoji nekretninski fond koji posluje u HR a nakon dvije godine poslovanja HR donese zakon o Porezu na nekretnine, taj fond bi bio u ogromnim minusima“.* Čak četiri ispitanika se u ovome kontekstu osvrnulo na nekadašnje nekretninske fondove koji su postojali u Republici Hrvatskoj, ali su propali. Ispitanik koji je na poziciji privatnog bankara osvrnuo se na razloge propadanja navedenih fondova *„Razni su razlozi za to i iste se ne može komentirati, ali pretpostavlja se da je manjak iskustva kao i netransparentan rad samo neki od razloga koji su uzrokovali propast projekta umjesto uspjeha.*“ Isti se ispitanik nadovezao još jednom izjavom kojom je povezo prošla i očekivana buduća ponašanja *„Zbog takvih negativnih iskustava, sama konotacija „nekretninskog fonda“ u Hrvatskoj ima loše značenje te su ulagači poprilično hladni i nezainteresirani oko ulaganja (lokalni ulagači).“.* Dakle, moguće je da su propali fondovi iz prošlosti stvorili jednu vrstu averzije prema stvaranju novih nekretninskih investicijskih fondova među stanovnicima Republike Hrvatske. Ispitanik na poziciji osobnog bankara također se osvrnuo na razloge propadanja nekadašnjih fondova i tvrdi *„Razloga je mnogo, ali su svakako pridonijeli visoki troškovi „održavanja“ fondova i loša zakonska regulativa.“.* Ispitanik koji je specijalist za ulaganje također komentira nekadašnje nekretninske fondove *„...svi su neslavno završili. Kod nas je veliki problem kod nekretnina vezan uz pravosuđe: uvijek su neki sudski sporovi oko nekretnina koji traju po 10-15 godina pa je jako teško imati nekakav smisleni poslovni model vezan uz njih. Ja mislim da smo mi iznimno mala zemlja i teško je na razini 3,5 milijuna ljudi imati toliko specijalizirane financijske institucije.“* Navedeni odgovor potvrđuje vrlo pesimističan stav razvoja nekretninskih fondova u državi, a taj stav nažalost dijele gotovo svi ispitanici.

Na potpitanje postoje li perspektive za razvoj nekretninskih investicijskih fondova u određenim poslovnim segmentima toga tržišta, većina se ispitanika nije u potpunosti izjasnila, vjerojatno iz razloga što smatraju da općenito razvoj nekretninskih fondova i nema nekog smisla. Ispitanik zaposlen u HBOR-u optimističan je i tvrdi *„S obzirom kako je RH i dalje država u razvoju te ima ogroman potencijal u svim segmentima ulaganja i razvoja projekata, uz rješavanje prethodno spomenutih problema, perspektiva je zajamčena.“.* Ispitanik zaposlen u banci kao osobni bankar konkretizirao je svoj odgovor i rekao *„Mislim da bi posebno zanimljiv bio*

*poslovni segment turizma i da bi se tu svakako moglo dobro ulagati višak sredstava.*“. Ispitanik zaposlen u mirovinskom fondu na pitanje je odgovorio pitanjem „...*pitanje je da li postoji dovoljna dubina tržišta za sve te segmente.*“

Posljednje potpitanje, vezano uz ulagačke preferencije ispitanika, otvorilo je sasvim novu dimenziju problema nerazvijenosti fondovske industrije. Naime, devet od deset ispitanika jasno je odgovorilo da višak sredstava nikada ne bi uložili u nekretninski fond. To nadalje dovodi do pitanja ima li uopće smisla razvijati takvu vrstu fondova ukoliko nema dovoljno ulagačkog interesa za njih. Ispitanik zaposlen u HBOR-u tvrdi „*Kao ulagač, nemam osobnog iskustva sa nekretninskim fondovima i trenutno mi to nije zanimljiv oblik ulaganja.*“. Nadalje, jedan od ispitanika koji je specijalist za ulaganje rekao je „...*ne bi ulagao u nekretninske fondove, bliže su mi dionice.*“. Navedeni odgovori potvrđuju činjenicu da hrvatsko stanovništvo s jedne strane nije dovoljno educirano i informirano o sofisticiranijim oblicima ulaganja poput nekretninskih fondova, a s druge strane jednostavno je nespremno za preuzimanje ikakvih rizika. Navedeno je dokazao ispitanik zaposlen u osiguravajućem društvu koji je dao iskren i pomalo komičan odgovor kao „*Nemam nekih ulagačkih preferencija jer spadam u grupu izrazito konzervativnih osoba općenito.*“. Nažalost, većina stanovnika Republike Hrvatske dijeli mišljenje i navike navedenog ispitanika te oni predstavljaju jedan od razloga nerazvijanja ovakve fondovske industrije. Jedini ispitanik koji je dao pozitivan odgovor na navedeno potpitanje je ispitanik zadužen za financijsko poslovanje u zdravstvenoj ustanovi te on tvrdi „*Osobno bih uložila u domaće nekretninske fondove kao jednu od vrsta ulaganja i u svrhu diversifikacije ulagačkog portfelja.*“. Kada bi većina ljudi imala ovakvo mišljenje, perspektiva razvoja nekretninskih investicijskih fondova bila bi znatno bolja.

#### 4. Tržište nekretninskih fondova – potencijalni ulagači

Na pitanje tko bi bio potencijalni dobar ulagač u nekretninski fond, ispitanici su imali vrlo slične odgovore. Ispitanik koji je privatni bankar tvrdi da dobar ulagač „...*ovisi o nizu faktoru, od toga o kojim projektima se govori (veličini, lokaciji itd.) pa do grada, države, regije gdje se investicija planira, potencijalu razvoja, itd.*“. Većina se nije zadržala na prvom potpitanju jer je iduće potpitanje kao opciju nudilo investicijske i mirovinske fondove kao potencijalne ulagače pa su se gotovo svi ispitanici više osvrnuli na to.

Dakle, drugo potpitanje tražilo je od ispitanika da kažu misle li da postoji ulagački interes mirovinskih ili investicijskih fondova za ovu vrstu investicija. Svih deset od deset ispitanika smatra da su mirovinski fondovi idealni ulagači u nekretninske fondove. Ispitanik zaposlen u



HBOR-u smatra slijedeće „*Prema mom mišljenju, najveći interes za nekretninske fondove imaju institucionalni ulagači u svrhu diversifikacije svojih portfelja.*“. Ovaj odgovor afirmira institucionalne investitore kao dobre ulagače, no drugi su ispitanici još više precizirali svoje odgovore. Ispitanik koji je specijalist za ulaganje zadržao se na ovome pitanju i on smatra da su mirovinski fondovi jedini adekvatni ulagači „...*investicijski fondovi sigurno nemaju interes u nekretninskim fondovima. Zato što IF (otvoreni) prema Zakonu moraju ulagati u likvidne instrumente. Mirovinski fondovi bi sigurno ulagali u nekretninske fondove. Oni traže upravo takve investicije jer oni zakonski imaju obavezu da do 2025. (ja mislim) 5% imovine pod upravljanjem ulože u AIF. Tako da oni sigurno već sada, a i budućnosti imaju interesa za ulaganje u takve instrumente.*“. Nadalje, isti ispitanik za mirovinske fondove tvrdi „*Kao što sam već ranije rekao, u RH zapravo i ne postoje investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine. Zanimljivo je da su tu funkciju na sebe preuzeli mirovinski fondovi (djelomično). Jer su oni jedini pravi dugoročni strateški investitori u RH koji imaju relativno veliku količinu novaca pod upravljanjem (130-140 milijardi HRK).*“. Ispitanik koji je privatni bankar na ovu temu dao je izjavu „*U zadnjih par godina i hrvatski mirovinski fondovi ulagali su u određene nekretninske projekte, ali sve je to vrlo segmentirano odnosno bazirano na pojedinačnim, individualnim projektima.*“.

Posljednje potpitanje u ovome dijelu odnosilo se na „male“ ulagače, odnosno jesu li nekretninski fondovi zanimljivi njima. Devet od deset ispitanika smatra da su „mali“ ulagači potpuno irelevantni te se ovo tržište mora više fokusirati na „velike igrače“ odnosno prethodno navedene institucionalne investitore. Ispitanik zaposlen u HBOR-u upotpunio je svoj odgovor argumentima odnosno alternativama kojima će „mali“ ulagači biti skloniji „...*mislim da u bližoj budućnosti ovakvi fondovi neće biti privlačni „malim“ ulagačima, posebice uzimajući u obzir razvoj ostalih oblika ulaganja na globalnoj razini kroz „user friendly“ aplikacije (CFD, kripto itd.)*“. Ispitanik zaposlen u osiguravajućem društvu navodi kako bi se „mali“ ulagači možda i mogli početi interesirati za nekretninske fondove, no nužne su promjene u području edukacije cjelokupnog hrvatskog naroda „*Podizanjem opće financijske pismenosti stanovništva takve investicije će biti zanimljivije i malim ulagačima.*“. Ispitanik zaposlen u mirovinskom fondu navodi još jedan novi argument zbog kojeg „male“ ulagače smatra nebitnima „*Nekretninski fondovi nisu privlačni „malim“ ulagačima jer gotovo da nije moguć jednostavan ulaz i izlaz iz takvih investicija.*“. Jedini ispitanik koji smatra da su i „mali“ ulagači bitni za poslovanje nekretninskig fondova dao je izjavu „*Nekretninski fondovi su privlačna investicija svim vrstama ulagača koje ste naveli jer npr. malim investitorima koji si ne mogu*

*priuštitu kupnju nekretnine omogućuju da sa malim ulaganjima ostvare prinose. Nadalje, nekretninski fondovi su interesantni za ulaganje jer štite ulagače od inflacije jer je realna kamatna stopa negativna.“. Navedeno bi imalo znatno više smisla kada bi stanovnici Republike Hrvatske bili više zainteresirani, educirani i otvoreni za ovakvu vrstu investicija, ali to nažalost većinski nije taj slučaj.*

#### 5. Tržište nekretninskih fondova – buduća perspektiva

Po pitanju „ključa“ budućeg uspjeha nekretninskih fondova svi ispitanici navode nužne promjene u zakonskom okviru i još nekoliko drugih opcija. Ispitanik na poziciji privatnog bankara tvrdi *„Ključ uspjeha bio bi strukturalni i shematski pristup u kojem bi se uz još dodatno poboljšani ili prihvatljiviji zakonski okvir „pogurao“ koncept ulaganja u profesionalno vođeni nekretninski fond. To znači da bi se trebali identificirati ne samo ulagači već i interesantni projekti u koje bi se moglo ulagati.“*. Ovaj ispitanik smatra da bi se zakonski okvir morao značajnije izmijeniti te da bi se sve moguće nedoumice i nedefinirani elementi ovakvih fondova trebali definirati. Ispitanik zaposlen u HBOR-u demantira nužnost državne pomoći *„Uloga države ne bi trebala biti davanje novčanih sredstava kao poticaj, nego stvarno osiguravanje pravno-infrastrukturnih temelja za ulaganja i privlačenje investicija općenito.“*. Ispitanik je navedenu rečenicu upotpunio izjavom *„Situacija u kojoj prilikom razvoja bilo kakvog projekta prethodi višegodišnja birokracija da bi se riješili imovinsko-pravni odnosi i ostvarili uvjeti za podnošenje zahtjeva za građevinsku dozvolu nakon čega i dalje nemamo 100%-tnu pravnu sigurnost i zaštitu, vremenska i dokumentacijska neizvjesnost i nepredvidivost birokracije te korumpiranost odlučitelja u procesu, apsolutno traži hitne promjene te su ključ za razvoj u svakom pogledu. U tome nam može pomoći EU kroz praksu i novčana sredstva, ali bez političke volje i stvarne provedbe ne mogu imati značajnijeg utjecaja.“*. Ovom izjavom sažeti su najbitniji razlozi zbog kojih se hrvatsko zakonodavstvo pod hitno mora mijenjati. Ispitanik na poziciji osobnog bankara dijeli slično mišljenje *„Ono što svakako treba promijeniti je zakonodavni okvir, ubrzanje administracije i eventualno poticaji države kako bi se potaknulo na čim više investicija u Republiku Hrvatsku.“*. Nadalje, ispitanik zaposlen u mirovinskom fondu smatra da se država nikako ne smije uplitati u fondovsku industriju te je dao odgovor *„Poticaji apsolutno ne – slobodno tržište je ključna stvar za razvoj tržišta a bilo kakve subvencije samo iskrivljuju tržište. Kvalitetniji zakonski okvir, bolja zaštita investitora (u smislu fondova koji ulažu u nekretnine), funkcioniranje pravne države (brzo rješavanje sporova, itd.)“*. Ispitanik koji je svojevrsni specijalist za ulaganje tvrdi *„Možda bi bilo dobro za nas da skroz ukinemo APN i da se sve prepusti tržištu i one bi u suštini dale poticaj razvoju*

*takvih AIF. Dok je ovako sve predominantno pod kontrolom i pritiskom države, ovo nema smisla.*“. Drugim riječima, većina ispitanika smatra da se sama država ne smije miješati u pitanje fondovske industrije općenito te da se treba poraditi na novoj zakonskoj regulativi.

Potpitanje „jesu li promjene na tržištu nekretninskih fondova nužne?“ jednoglasno je odgovoreno sa – „da!“. Ispitanik zadužen za financijsko poslovanje u zdravstvenoj ustanovi dao je odgovor „*Promjene na tržištu RH neće doći same, promjene u zakonskoj regulativi su nužne.*“. Svi ispitanici imali su manje-više iste odgovore.

I konačno, većina ispitanika smatra da Europska unija ima određeni utjecaj na razvoj nekretninskih fondova i da u manjoj mjeri može pomoći Republici Hrvatskoj. Ispitanik zaposlen u osiguravajućem društvu navodi „*Europska unija sa svojim iskustvom, provjerenom zakonskom regulativom i ekonomskom moći pomaže Hrvatskoj u svim segmentima.*“. Jedan ispitanik (mirovinski fond) koji nije 100% siguran može li Europska unija ikako pomoći, rekao je „*...ne može nam pretjerano pomoći i ne treba se na to oslanjati. Jedini doprinos (neizravni) je kroz lakši protok kapitala.*“. I naposljetku, ispitanik zadužen za financijsko poslovanje u zdravstvenoj ustanovi dao je jasan i realan odgovor kojim se tema Europske unije i Republike Hrvatske može zaključiti odnosno zaokružiti „*...moramo si sami pomoći i razvijati se. Europska unija nam može pomoći u tzv. prepisivanju već napravljenih zakonskih regulativa i prakse koja se može primijeniti kod nas.*“.

Tablica 6: Rezultati kvalitativnog istraživanja provedenog putem intervjua

Područje	Pitanje	Citat
1. Tržište nekretnina	Kako gledate na trenutno stanje na tržištu nekretnina u Republici Hrvatskoj?	„ <i>Trenutno se tržište može nazvati „pregrijanim“ jer osim redovne potražnje za nekretninama za stanovanje primjetno je i pojačano ulaganje viškova sredstva uslijed niskih kamata na depozite i malih prinosa na državne obveznice pa se dio likvidnosti prelio u ulaganje u nekretnine.</i> “
	Smatrate li da u Republici Hrvatskoj ima „prostora“ za ulagače u nekretnine?	„ <i>U Republici Hrvatskoj svakako ima „prostora“ za ulagače, kako domaće, tako i strane. Kao što se ulaskom</i>

		<i>Republike Hrvatske u Europsku uniju otvorio put ulagačima iz država članica iste, tako će i ulaskom u eurozonu Republika Hrvatska biti još primamljivija za ulaganja.“</i>
	Mislite li da će cijene nekretnina u Republici Hrvatskoj u budućnosti i dalje rasti?	<i>„Cijene nekretnina sigurno će rasti, jer još u fazi izrade projekta 80% nekretnina je prodano. Dosta ljudi kupuje nekretnine i na taj način štiti svoja sredstva od inflacije.“</i>
2. Tržište investicijskih i alternativnih investicijskih fondova	Kako biste ocijenili trenutno stanje na tržištu potencijalnih investicijskih fondova i alternativnih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj?	<i>„Za zemlju veličine Hrvatske, a osobito u usporedbi sa zemljama u okruženju rekao bih da je razvijenost tržišta zadovoljavajuća.“</i>
	Postoji li mjesta za napredak?	<i>„Mjesta za napredak postoji uvijek pa tako i u RH, po mom mišljenju najviše u dijelu stvaranja uređenog i efikasnog pravnog sustava i zaštite „na papiru“ i u naravi kao osnovnog temelja za bilo kakav dugoročan i dosljedan priljev stranih ulaganja.“</i>
	Smatrate li da je hrvatsko fondovsko tržište zanimljivo i stranim ulagačima?	<i>„Što se tiče stranih ulagača, oni gledaju niz makro kao i mikro faktora prije bilo kakve odluke o investiranju (je li država politički kao i ekonomski stabilna, perspektive, regionalno okruženje...). Sigurno postoji interes.“</i>
3. Tržište nekretninskih fondova – stanje	Zašto, prema Vašem mišljenju, u Republici Hrvatskoj nisu razvijeni nekretninski investicijski fondovi?	<i>„U Republici Hrvatskoj se nisu razvili domaći nekretninski fondovi prije svega zbog rigidne domaće zakonske regulative koja je priječila tj. odbijala osnivanje nekretninskih fondova što je i rezultiralo debaklom Questus nekretninskog fonda.“</i>
	Postoje li perspektive za razvoj nekretninskih investicijskih fondova u određenim poslovnim segmentima toga tržišta (npr. stanogradnja, poslovni prostori, zdravstvene ustanove, šoping centri,...)?	<i>„Postoji, pitanje je postoji li dovoljna dubina tržišta za sve te segmente.“</i>

	Kakve su Vaše ulagačke preferencije i biste li određeni dio viška svojih sredstava uložili u nekretninske investicijske fondove?	<i>„Osobno bih uložila u domaće nekretninske fondove kao jednu od vrsta ulaganja i u svrhu diversifikacije ulagačkog portfelja.“</i>
4. Tržište nekretninskih fondova – potencijalni ulagači	Tko bi, po Vašem mišljenju, bio dobar ulagač u nekretninske investicijske fondove?	<i>„Tko je dobar ili idealan ulagač u nekretnine (nekretninske fondove) ovisi o nizu faktoru, od toga o kojim projektima se govori (veličini, lokaciji itd.) pa do grada, države, regije gdje se investicija planira, potencijalu razvoja, itd.“</i>
	Mislite li da postoji ulagački interes od strane mirovinskih fondova, investicijskih fondova i ostalih?	<i>„Investicijski fondovi sigurno nemaju interes u nekretninskim fondovima. Zato što IF (otvoreni) prema Zakonu moraju ulagati u likvidne instrumente i to oni sigurno ne bi ulagali. Mirovinski fondovi sigurno bi ulagali u nekretninske fondove. Oni traže takve investicije jer oni zakonski imaju obavezu da do 2025., ja mislim, 5% imovine pod upravljanjem ulože u AIF.“</i>
	U kojoj mjeri su ovakve vrste investicija privlačne pojedincima odnosno „malim“ ulagačima?	<i>„Mislim da u blizjoj budućnosti ovakvi fondovi neće biti privlačni „malim“ ulagačima, posebice uzimajući u obzir razvoj ostalih oblika ulaganja na globalnoj razini kroz „user friendly“ aplikacije (CFD, kripto itd.).“</i>
5. Tržište nekretninskih fondova – buduća perspektiva	Što smatrate „ključem“ mogućeg uspjeha u budućnosti nekretninskih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj što se tiče samog tržišta (npr. poticaj države, bolji zakonski okvir, blaži nadzor HANFA-e,...)?	<i>„Uloga države ne bi trebala biti davanje novčanih sredstava kao poticaj, nego stvarno osiguravanje pravno-infrastrukturnih temelja za ulaganja i privlačenje investicija općenito.“</i>
	Mislite li, da su promjene na tržištu Republike Hrvatske potrebne pa čak i nužne, kako bi se potaknuo razvoj nekretninskih investicijskih fondova?	<i>„Promjene na tržištu RH neće doći same, promjene u zakonskoj regulativi su nužne.“</i>
	Kakvu ulogu u razvojnom procesu fondovske industrije ima Europska unija, može li	<i>„Nužno ne, moramo si sami pomoći i razvijati. Europska unija nam može pomoći u tzv. prepisivanju već napravljenih</i>

	ona u značajnijoj mjeri pomoći Republici Hrvatskoj?	<i>zakonskih regulativa i prakse koja se može primijeniti kod nas.</i> “
--	---	--

Izvor: kvalitativno istraživanje, autorska izrada

#### **5.4. Rasprava o postignutim rezultatima**

Nakon provedenog kvalitativnog istraživanja odnosno nakon provedenih deset intervjua, dobiveni su relevantni zaključci. Za početak, valja naglasiti kako Republika Hrvatska uistinu ima zavidan geografsko-politički položaj koji ju čini privlačnom kako domaćim tako i stranim investitorima. Zbog sve urbaniziranije svakodnevnice i zbog brojnih konflikata, ratova, političkih i državnih nesuglasica koje se javljaju diljem svijeta, Republika Hrvatska kao jedna mala država koja nije značajnije upletena u sve navedeno, postaje veoma tražena i cijenjena. Osim navedenog, Republika Hrvatska bogata je prirodnim ljepotama poput brojnih nacionalnih parkova, parkova prirode, ima prostranu Jadransku obalu, bistro more i brojne otoke, a u kontinentalnom dijelu također obiluje prostranim livadama, šumama i općenito prekrasnim objektima. Dakle, sagledavši situaciju iz perspektive ulaganja u same nekretnine, Republika Hrvatska prednjači brojnim drugim zemljama koje su slične veličine i koje imaju slične značajke općenito. Cijene nekretnina iz godine u godinu rastu, što ukazuje na njihovu veliku vrijednost. Iako to državi daje na važnosti odnosno na cijeni, navedena, moglo bi se reći precijenjenost nekretnina dovodi i do brojnih problema. Za buduće generacije Hrvata porast cijena postati će (a već i je) glavna prepreka u početku stvaranja vlastitog doma i vlastite obitelji. Nadalje, sama fondovska industrija Republike Hrvatske bilježi nešto drugačije rezultate. Usporedivši domaće investicijske fondove sa onima u susjednim zemljama (Srbija, Bosna i Hercegovina, Slovenija,...) oni su prilično dobrostojeći, kako kvalitetom odnosno raznolikošću tako i kvantitetom odnosno brojnošću fondova. No, usporedivši hrvatske investicijske fondove sa onima iz „velikih“ zemalja poput Njemačke, Švicarske i Ujedinjenog Kraljevstva, oni postaju prilično nezanimljivi jer nude premalu mogućnost izbora. Drugim riječima, domaća fondovska industrija ima još značajan prostor za napredak koji bi, ako bi se on pravilno iskoristio, mogao popraviti cjelokupnu gospodarsku sliku Republike Hrvatske. Što se tiče konkretno nekretninskih fondova, oni, sudeći po provedenim intervjuima, imaju znatno pesimističniju buduću perspektivu. Osim neefikasnog pravnog sustava odnosno neadekvatne zakonske regulative koja uređuje poslovanje nekretninskih fondova, problem njihovog slabijeg poslovanja leži i unutar samih pojedinaca. Dakle, u Republici Hrvatskoj vlada sveopća nerazvijenost tržišta kapitala, koja se ponajviše tiče investicijskih fondova najrizičnijeg profila poput dioničkih fondova. Nekretninski fondovi spadaju u još rizičnije investicijske fondove pa zbog toga i ne postoje na ovim područjima. Nadalje, demografska slika Republike Hrvatske

ukazuje na veliki udio starije, a time i (najvećim dijelom) konzervativnije populacije. Taj dugogodišnji trend državi ne daje dovoljno prostora za napredak i stvaranje novih inovacija na financijskom tržištu. Većina domaćeg stanovništva ima konzervativni stav o nekretninskim fondovima, bilo zbog njihove neslavne propasti u prošlosti, bilo zbog općeg nepovjerenja u moderne financije. Zbog toga nekretninski fondovi u Republici Hrvatskoj u samome početku nailaze na niz prepreka za njihovo stvaranje. Kada se uzme u obzir prethodno spomenuto iznimno dobro stanje na tržištu nekretnina u Republici Hrvatskoj te pripadajuće veliko povjerenje koje hrvatsko stanovništvo pridaje direktnom ulaganju u njih, navedena pesimistična perspektiva nekretninskih fondova zbilja je vrlo neobična. Gotovo svaki pojedinac koji živi na području Republike Hrvatske ima u vlasništvu barem jednu nekretninu, a kao jednu od glavnih investicijskih opcija gleda na ulaganje u barem još jednu dodatnu nekretninu. Upravo zbog navedenog, nepostojanje ikakvog nekretninskog fonda koji bi mogao dalje potaknuti i još više unaprijediti ulaganje u nekretnine, predstavlja svojevrsan fenomen odnosno veliku nepoznanicu. Nevjerojatna je činjenica da gotovo deset godina na ovim područjima ne postoji niti jedan nekretninski fond.

## 6. ZAKLJUČAK

Nakon višemjesečnog proučavanja postojeće literature, čitanja raznih zakona, publikacija, časopisa, knjiga i udžbenika, nakon analiziranja brojnih statističkih podataka i izrade raznovrsnih grafikona, zaključak o budućoj perspektivi razvoja nekretninskih investicijskih fondova bio je prilično pesimističan, dijelom zbog manjka literature, a dijelom zbog prevelikog fokusa na propalim fondovima izavnog razdoblja 2004.-2013. godine. Naravno, osobno nisam bila zadovoljna sa postignutim rezultatima te sam stoga veliku nadu ulagala u provođenje kvalitativnog istraživanja. U razgovoru sa stručnjacima iz ovog područja, dotadašnji zaključci poprimili su potpuno drugačiji oblik. Iako, mora se reći, nitko od ispitanika nije sa 100%-tnom sigurnošću rekao „Da! Nekretninski fondovi u Republici Hrvatskoj imaju sjajnu perspektivu u narednim godinama“, mnogo njih je imalo izrazito pozitivne odgovore na postavljena pitanja. Prilikom provođenja intervjua shvatila sam da izuzetno veliku prepreku u razvoju ovih fondova predstavljaju pojedinci i njihovo duboko ukorijenjeno konzervativno razmišljanje općenito. Drugim riječima, veoma je izgledno da nekretninski fondovi u početku neće biti prihvaćeni čak niti od strane domaćih investitora, a time bi se stvoreno nepovjerenje vrlo vjerojatno prelilo i u inozemni sektor. Kao jedan od početnih koraka u rješavanju navedenog problema su edukacije. Republika Hrvatska mora u svoj sustav uvesti edukacije koje bi išle u smjeru mijenjanja sveopćeg *mindset-a* Hrvata. Kada bi se počelo od samih pojedinaca i kada bi se oni usmjerili ka tržišno orijentiranom razmišljanju umjesto dosadašnjem bankovno orijentiranom, pozitivne promjene bi počele „dolaziti“ same od sebe. Nadalje, u kojoj mjeri Republika Hrvatska može mijenjati svoje zakonodavstvo i postojeći regulatorni okvir propisan za poslovanje nekretninskih fondova, ovisi isključivo o vlasti i o stručnjacima zaduženim za to. Ulazak u Europsku uniju možda se ne smatra krucijalnom karikom u stvaranju zdravih temelja za razvoj nekretninskih fondova, ali prepisivanjem njezinog zakonodavnog okvira, svakako bismo bili korak bliže ka svjetlijoj budućnosti ovih fondova. To znači, da bi se navedeni zakonski nedostaci u bliskoj budućnosti mogli izmijeniti i ispraviti te bi se konačno mogle otvoriti nove mogućnosti fondovskoj industriji općenito. Vjerujem da budućnost razvoja nekretninskih investicijskih fondova na području Republike Hrvatske leži u rukama svih nas, odnosno u rukama svakog pojedinca koji ovdje živi.



## POPIS LITERATURE

1. Babić, I (2001.), *Investicijski fondovi s posebnim osvrtom na novčane fondove*, Osiguranje: hrvatski časopis za teoriju i praksu osiguranja.
2. Block R. (2006.), *Investing in REITs: Real Estate Investment Trust, 3rd Edition*, New York: Bloomberg Press.
3. Block R. (2011.), *Investing in REITs: Real Estate Investment Trust, 4th Edition*, New York: Bloomberg Press.
4. Božić, O. (1999.), *Investicijski i fiskalni aspekti tržišta nekretnina u Hrvatskoj*, Financijska praksa.
5. Bryman, A. (2003.), *Business research methods*. Dostupno na: [https://openlibrary.org/books/OL3325276M/Business\\_research\\_methods](https://openlibrary.org/books/OL3325276M/Business_research_methods)
6. Burza nekretnina. Dostupno na: <https://www.burza-nekretnina.com/>
7. Čulinović-Herc, E. (2007.), *Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema Zakonu o investicijskim fondovima*, znanstveni članak, Pravni fakultet u Rijeci, Rijeka.
8. Davis, E.P. i Steil, E. (2004.), *Institutional Investors*, MIT press.
9. European Fund and Asset Management Association. EFAMA. Dostupno na: <https://www.efama.org/>
10. Europska komisija. EC. Dostupno na: [https://ec.europa.eu/info/index\\_hr](https://ec.europa.eu/info/index_hr)
11. European Public Real Estate Association. EPRA. Dostupno na: <http://www.epra.com>
12. Flick, U. (2006.), *An Introduction to Qualitative Research*, Dostupno na: [https://archive.org/details/introductiontoqu0000flic\\_v8m9/page/14/mode/2up?view=theater](https://archive.org/details/introductiontoqu0000flic_v8m9/page/14/mode/2up?view=theater)
13. Foley, B. J. (1998.), *Tržišta kapitala*, Zagreb: Mate.
14. Garrigan, R. T. i Parsons, J. F. C. (1998.), *Real estate investment trusts: structure, analysis and strategy*, McGraw-Hill. Dostupno na: [https://openlibrary.org/books/OL678849M/Real\\_estate\\_investment\\_trusts](https://openlibrary.org/books/OL678849M/Real_estate_investment_trusts)
15. Gašparović, A. (2001.), *Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj*, Zagreb: Sinergija
16. Gorman, G. E., Clayton, P., Shep, S. J. i Clayton, A. (2005.), *Qualitative Research For The Information Professional: A Practical Handbook*, Dostupno na:

[https://openlibrary.org/books/OL8994819M/Qualitative\\_Research\\_For\\_The\\_Information\\_Professional](https://openlibrary.org/books/OL8994819M/Qualitative_Research_For_The_Information_Professional)

17. Greenlaw, D., Hatzius, J., Kashyap, A., Song Shin, H. (2008.), *Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Meltdown*, paper presented at the U.S. Monetary Policy Forum, New York
18. Horvat, D. (2010.), *Strategije hrvatskih investicijskih fondova za ulaganje u nekretnine*, Zagreb
19. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. HANFA. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/>
20. Hrvatska gospodarska komora. HGK. Dostupno na: <https://www.hgk.hr/>
21. Investment company institute. ICI. Dostupno na: <https://www.ici.org/>
22. Jagodić, D. (2010.), *Nekretninski investicijski fondovi - čimbenik razvoja investiranja u nekretnine u Republici Hrvatskoj*, Rijeka.
23. Jagodić, D., Dobrojević, G. i Suljić S. (2011.), *REIT Regimes in EU Countries – Institutional Environment versus Attractiveness of Real Estate Investment Vehicles*.
24. Jurić, D. (2008), *Položaj depozitne banke u odnosu na društvo za upravljanje i investicijski fond*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/40706>
25. Kancelir D. (2009.), *Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj*, Pravo i porezi
26. Keilbach, J. (2021.), *Erfahrungen mit offenen Immobilienfonds auf einen Blick*, Preuzeto s <https://juergen-keilbach.de/erfahrungen-mit-offenen-immobilienfonds-auf-einen-blick/>
27. Klačmer Čalopa, M i Cingula M. (2009.), *Financijske institucije i tržište kapitala*, Tiva: FOI.
28. Leko, V., Jurčević, B i Ivanišević HERNAS A. (2013.), *Improving consumer protection on bank market*, Dubrovnik: Sveučilište u Dubrovniku.
29. Leko, V. (2012.), *Relativno značenje financijskih institucija*, Zagreb: Grafit-Gabrijel d.o.o.
30. Leko, V. i Stojanović, A. (2018.), *Financijske institucije i tržišta*, Zagreb, Ekonomski fakultet – Zagreb

31. Madlem, P. i Sykes, T. (2000.), *The International Encyclopedia of Mutual Funds, Closed-end Funds and Real Estate Investment Trusts*, London: Taylor & Francis
32. Madura, J. (2015.) *Financial Markets and Institutions*, 11th Edition, Cengage Learning.
33. Malkiel, B.G. (2003.), *A random walk down Wall Street*, W.W. Norton & Company
34. Matić, K. (2021.), *Prednosti i nedostaci ulaganja u nekretnine te osvrt na tržište nekretnina u Hrvatskoj*, Hrvatski časopis za osiguranje. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/260218>
35. Mazurczak, A. (2011.), *Development of Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes in Europe*, Dostupno na: <https://www.jois.eu/files/MazurczakV4N1.pdf>
36. Mishkin, F. S. i Eakins S. G. (2005.), *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb: Mate d.o.o.
37. Mishkin, F.S. (2002.), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Addison Wesley
38. Moloney, N. (2014.), *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Dostupno na: <https://archive.org/details/eusecuritiesfina0000molo/page/n15/mode/2up?view=theater>
39. Morić Milanović, B i Galetić, F. (2005.), *Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj*, Zagreb: Financijska teorija i praksa.
40. National Association of Real Estate Investment Trusts. NAREIT: Dostupno na: <https://www.reit.com/>
41. Pfnür, A. (2004.), *Modernes Immobilienmanagement*, Heidelberg: Springer-Verlag GmbH
42. Pravilnik kojim se uređuju ulaganja zatvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom u nekretnine, Narodne novine, br. 131/06
43. Richardson, L. (2007.), *Investiranje: Nekretnine, dionice, zlato...ili poduzetništvo?*, 2. izdanje, Zagreb: LMN d.o.o
44. Samodol, A. (1995.), *Investicijski fondovi*, Zagreb: Infoinvest.
45. Samodol, A. (1999.), *Financijska tehnologija & investicijski fondovi*, Zagreb: Progres.
46. S&P, Industry Surveys Real Estate Investment Trusts, Dostupno na: <https://www.spglobal.com/en/>

47. Schulte, K. W., Lee, A. i Paul, E. (2011.), *Wörterbuch Immobilienwirtschaft*, Immobilien Zeitung GmbH
48. Seidman, I. (1991.), *Interviewing as Qualitative Research: A Guide for Researchers in Education an the Social Sciences*, Dostupno na: [https://openlibrary.org/books/OL690008M/Interviewing\\_as\\_qualitative\\_research](https://openlibrary.org/books/OL690008M/Interviewing_as_qualitative_research)
49. Stanić, Z. (2004.), *Investicijski fondovi*, Suvremeno poduzetništvo.
50. Stojanović, A. i Krišto, J. (2016.), *Učinkovitost financijske strukture i razvoj unije tržišta kapitala*, Zagreb. Ekonomski fakultet - Zagreb
51. Stojanović, A., Pavković, A. i Krišto, J. (2014.), *Upravljanje institucionalnim investitorima*, Zagreb. Ekonomski fakultet - Zagreb.
52. Strauss, A. L. (1990.), *Basics of Qualitative Research: Grounded Theory Procedures and Techniques*, Dostupno na: [https://openlibrary.org/books/OL1879207M/Basics\\_of\\_qualitative\\_research](https://openlibrary.org/books/OL1879207M/Basics_of_qualitative_research)
53. Thomsett, M. C. (1988.), *Real estate dictionary*, McFarland. Dostupno na: [https://openlibrary.org/books/OL18364027M/Real\\_estate\\_dictionary](https://openlibrary.org/books/OL18364027M/Real_estate_dictionary)
54. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 21/18, 126/19, 110/21
55. Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 150/5, 159/05
56. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, 126/19 i 110/21
57. Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09
58. Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 88/08

## **POPIS TABLICA**

<i>Tablica 1: Vrste investicijskih fondova koji ulažu kapital u vrijednosne papire .....</i>	<i>10</i>
<i>Tablica 2: Broj fondova po vrstama fonda u SAD-u.....</i>	<i>16</i>
<i>Tablica 3: Neto imovina po vrstama fondova u SAD-u u milijunima dolara .....</i>	<i>17</i>
<i>Tablica 4: Neto imovina nekretninskih fondova u Republici Hrvatskoj na kraju razdoblja (u tisućama kuna) .....</i>	<i>51</i>
<i>Tablica 5: Popis nedostataka i pripadajućih solucija za razvoj nekretninskih fondova u Republici Hrvatskoj.....</i>	<i>54</i>
<i>Tablica 6: Rezultati kvalitativnog istraživanja provedenog putem intervjua .....</i>	<i>66</i>

## POPIS GRAFIKONA

<i>Graf 1: Vrste investicijskih fondova s javnom ponudom u Republici Hrvatskoj .....</i>	<i>8</i>
<i>Graf 2: Vrste investicijskih fondova s privatnom ponudom u Republici Hrvatskoj.....</i>	<i>8</i>
<i>Graf 3: Vrste investicijskih fondova s obzirom na investicijske ciljeve .....</i>	<i>11</i>
<i>Graf 4: Broj investicijskih fondova u svijetu 2021. godine.....</i>	<i>13</i>
<i>Graf 5: Ukupna neto imovina investicijskih fondova na svijetu kroz godine, u bilijunima \$ .....</i>	<i>14</i>
<i>Graf 6: Broj investicijskih fondova u Ujedinjenom Kraljevstvu po kvartalima.....</i>	<i>15</i>
<i>Graf 7: Ukupna neto imovina investicijskih fondova u Ujedinjenom Kraljevstvu po kvartalima u milijunima eura.....</i>	<i>15</i>
<i>Graf 8: Broj investicijskih fondova u Njemačkoj po kvartalima.....</i>	<i>18</i>
<i>Graf 9: Ukupna neto imovina investicijskih fondova u Njemačkoj po kvartalima u milijunima eura. 18</i>	
<i>Graf 10: Vrste nekretninskih investicijskih fondova .....</i>	<i>26</i>
<i>Graf 11: Broj REIT-ova u SAD-u kroz povijest .....</i>	<i>27</i>
<i>Graf 12: Broj nekretninskih fondova kroz kvartale u Ujedinjenom Kraljevstvu .....</i>	<i>29</i>
<i>Graf 13: Neto imovina nekretninskih fondova kroz kvartale u Ujedinjenom Kraljevstvu u milijunima eura .....</i>	<i>30</i>
<i>Graf 14: Neto prodaja nekretninskih fondova kroz kvartale u Ujedinjenom Kraljevstvu u milijunima eura .....</i>	<i>30</i>
<i>Graf 15: Broj nekretninskih fondova u Europskoj uniji.....</i>	<i>35</i>
<i>Graf 16: Neto imovina nekretninskih fondova u Europskoj uniji u milijunima eura.....</i>	<i>35</i>
<i>Graf 17: Neto prodaja nekretninskih fondova u Europskoj uniji .....</i>	<i>36</i>
<i>Graf 18: Broj nekretninskih fondova kroz kvartale u Njemačkoj .....</i>	<i>37</i>
<i>Graf 19: Neto imovina nekretninskih fondova kroz kvartale u Njemačkoj u milijunima eura .....</i>	<i>37</i>
<i>Graf 20: Neto prodaja nekretninskih fondova kroz kvartale u Njemačkoj u milijunima eura.....</i>	<i>38</i>
<i>Graf 21: Broj nekretninskih fondova kroz kvartale u Nizozemskoj .....</i>	<i>38</i>
<i>Graf 22: Neto imovina nekretninskih fondova kroz kvartale u Nizozemskoj u milijunima eura.....</i>	<i>39</i>
<i>Graf 23: Neto prodaja nekretninskih fondova kroz kvartale u Nizozemskoj u milijunima eura.....</i>	<i>39</i>
<i>Graf 24: Broj nekretninskih fondova kroz kvartale u Francuskoj .....</i>	<i>40</i>
<i>Graf 25: Neto imovina nekretninskih fondova kroz kvartale u Francuskoj u milijunima eura .....</i>	<i>40</i>
<i>Graf 26: Neto prodaja AIF fondova kroz kvartale u Francuskoj u milijunima eura.....</i>	<i>41</i>
<i>Graf 27: Prosječni godišnji indeksi cijena stambenih objekata u Republici Hrvatskoj .....</i>	<i>44</i>
<i>Graf 28: Prosječne cijene nekretnina u Republici Hrvatskoj kroz godine, u eurima .....</i>	<i>45</i>
<i>Graf 29: Neto imovina UCITS i AIF fondova u Republici Hrvatskoj kroz godine .....</i>	<i>49</i>
<i>Graf 30: Neto imovina AIF fondova u Republici Hrvatskoj .....</i>	<i>50</i>

<i>Graf 31: Neto imovina AIF fondova s javnom i privatnom ponudom u Republici Hrvatskoj kroz godine.....</i>	<i>50</i>
<i>Graf 32: Broj zatvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine u Republici Hrvatskoj kroz godine.....</i>	<i>53</i>

## **ŽIVOTOPIS STUDENTA**

### **Osobni podaci:**

Ime i prezime: Nika Vuković

Datum rođenja: 04.10.1998.

Mjesto rođenja: Zagreb, Republika Hrvatska

E-mail: [nvukovic@net.efzg.hr](mailto:nvukovic@net.efzg.hr)

Mobilni telefon: +385994900998

### **Obrazovanje:**

2017. – 2022. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, smjer Financije

2013. – 2017. Prva gimnazija u Zagrebu

2009. – 2013. Osnovna škola Julije Klovića u Zagrebu

2009. – 2009. Gimnazija Schule am Ried u Njemačkoj (Frankfurt am Main)

2005. – 2009. Osnovna škola Schule am Hang u Njemačkoj (Frankfurt am Main)

### **Usavršavanje:**

Srpanj 2015. – kolovoz 2015. usavršavanje engleskog jezika u International House Newcastle, England

### **Radno iskustvo:**

2017. – danas instrukcije iz njemačkog i hrvatskog jezika

### **Strani jezici:**

Hrvatski i njemački jezik: materinji jezici (C2)

Engleski jezik (C1)

Španjolski jezik (A2)

### **Računalne vještine:**

MS Office (Word, PowerPoint, Excel, Outlook)

R Studio

Wordpress, Webnode

### **Ostali interesi:**

Vozačka dozvola (B kategorija)

Plivanje

Skijanje