

MEĐIMURSKO VELEUČILIŠTE U ČAKOVCU

MENADŽMENT TURIZMA I SPORTA

**VALENTINA KIŠIČEK**

**ANALIZA DUŽNIČKIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA NA TRŽIŠTU  
KAPITALA U HRVATSKOJ**

ZAVRŠNI RAD

ČAKOVEC, 2015.

MEĐIMURSKO VELEUČILIŠTE U ČAKOVCU

MENADŽMENT TURIZMA I SPORTA

**VALENTINA KIŠIČEK**

**ANALIZA DUŽNIČKIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA NA TRŽIŠTU  
KAPITALA U HRVATSKOJ**

**ANALYSIS OF DEBT SECURITIES ON CAPITAL MARKET IN  
CROATIA**

ZAVRŠNI RAD

Mentor:

**Ivana Bujan, univ.spec.philol.angl.**

ČAKOVEC, 2015.

## SAŽETAK

*Cilj ovog završnog rada je utvrditi vrste dužničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na tržištu kapitala u Hrvatskoj – Zagrebačka burza d.d., te njihovu važnost za razvoj tržišta kapitala. Isto tako obuhvatit će se i vlasnički vrijednosni papiri u smislu usporedbe s dužničkim vrijednosnim papirima. Nakon definiranja i analize specifičnosti vrijednosnih papira detektirati će se tipični izdavatelji, te će se utvrditi da li poduzeća odabiru dužničke vrijednosne papire i u koje svrhe se obično izdaju. Što se tiče tržišta kapitala, nastoji se definirati podjela samog, specifičnosti njegova razvoja i zakonski okviri. Specifični ciljevi odnose se na vrednovanje dužničkih vrijednosnih papira. Kod analize obveznica, objašnjava se važnost i načini određivanja cijena te kako na njih utječe ponuda i potražnja na tržištu kapitala. Kao primjer, spominje se i način trgovanja obveznicama na burzi. Navest će se i analiza ostalih dužničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na Zagrebačkoj burzi d.d.; komercijalni zapisi te strukturirani vrijednosni papiri. Analizom se dolazi do zaključka da je na Zagrebačkoj burzi d.d. tek neznatan promet strukturiranim vrijednosnim papirima u odnosu na ostale vrijednosne papire, dok se prometi dužničkim vrijednosnim papirima obavljaju tek u manjoj mjeri u odnosu na vlasničke vrijednosne papire, tj. dionice. Zaključno, dužnički vrijednosni papiri su pogodan način za ulaganje iz razloga što imaju niski rizik ulaganja te se lakše plasiraju na tržište kapitala. Iako se uvijek javljaju nove emisije na Zagrebačkoj burzi d.d., dužnički vrijednosni papiri još uvijek u Hrvatskoj nemaju važnost koju bi trebali imati. Poduzeća koja se ne odlučuju na financiranje putem emisija vrijednosnih papira i dalje se okreću bankarskim kreditima kao nepovoljnom načinu prikupljanja financijskih sredstava za podmirenje obveza te nesmetano obavljanje svoje djelatosti. Izdavanje obveznica i dalje se prepušta državnim institucijama.*

*KLJUČNE RIJEČI: cijena, dužnički vrijednosni papiri, obveznice, tržište kapitala, Zagrebačka burza d.d.*

## SADRŽAJ:

1. UVOD.....	4
2. VRSTE VRIJEDNOSNIH PAPIRA .....	6
2.1. Vlasnički vrijednosni papiri.....	7
2.1.1. Dionice .....	7
2.1.2. Vrijednost dionica .....	9
2.1.3. Izješće o trgovanju dionicama na Zagrebačkoj burzi d.d.....	10
2.2. Dužnički vrijednosni papiri .....	11
2.2.1. Obveznice.....	12
2.2.2. Komercijalni zapisi .....	18
2.2.3. Blagajnički zapisi .....	19
2.2.4. Trezorski zapisi .....	20
2.3. Usporedba dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira.....	20
2.4. Financijske izvedenice .....	20
3. TRŽIŠTE KAPITALA KAO MJESTO TRGOVINE       DUŽNIČKIM VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA .....	23
3.1. Podjela tržišta kapitala .....	24
3.2. Specifičnosti razvoja hrvatskog tržišta kapitala.....	25
3.3. Zakonski okviri tržišta kapitala u Hrvatskoj.....	26
4. ANALIZA OBVEZNICA .....	30
4.1. Trgovina i analiza obveznica na Zagrebačkoj burzi d.d. ....	33
4.2. Trgovina i analiza komercijalnih zapisa na Zagrebačkoj burzi d.d. ....	37
4.3. Trgovina i analiza strukturiranih proizvoda na Zagrebačkoj burzi d.d.....	38
5. ZAKLJUČAK.....	41
6. LITERATURA .....	42
PRILOZI.....	44

## 1. UVOD

*“Dužnički vrijednosni papiri prenosivi su financijski instrumenti koji dokazuju postojanje dužničke obveze izdavatelja prema ulagateljima te ulagateljima nose prinos u obliku kamata ili diskonta. Dužničkim vrijednosnim papirima smatraju se obveznice, trezorski i blagajnički zapisi, komercijalni zapisi, certifikati o depozitu, potvrde o deponiranim dužničkim vrijednosnim papirima, povlaštene dionice bez prava glasa i sl.”* (Vujčić, 2013, 1) Pojednostavljeno rečeno, kod dužničkih vrijednosnih papira radi se o posuđivanju novčanih sredstava koja se vraćaju u cijelosti imatelju, uvećana za određenu kamatu. Dužničke vrijednosne papire u Hrvatskoj izdaju prvenstveno državne institucije kao što su Hrvatska narodna banka, Ministarstvo financija Republike Hrvatske, Državna agencija za osiguranje štednih uloga. Novac dobiven emisijom državnih vrijednosnih papira koristi se za namirenje obveza nekog državnog, već postojećeg duga ili mogućeg državnog troška. Dužničke vrijednosne papire izdaju i dionička društva, a važna su je na taj način dolaze do financijskih sredstava potrebnih za poslovanje, a da pritom ne mijenjaju svoju vlasničku strukturu.

U prvom dijelu ovog preglednog rada objašnjava se pojam vrijednosnih papira gdje je fokus stavljen na vlasničke i dužničke vrijednosne papire. Kao vlasnički vrijednosni papir spominje se i objašnjava dionica. Obveznice su najrasprostranjenija vrsta dužničkih vrijednosnih papira na koje se i bazira nastavak rada. Spominje se podjela obveznica te njihove karakteristike. Osim obveznica navedeni su i blagajnički, trezorski te komercijalni zapisi. Na kraju ovog dijela uspoređuju se dužnički i vlasnički vrijednosni papiri.

Drugi dio rada obuhvaća pojam tržišta kapitala i njegovu podjelu. Najveću važnost u ovom dijelu pridaje se počecima te samom razvoju tržišta kapitala u Hrvatskoj. Tržište kapitala ne bi moglo postojati bez zakonske regulative te se u nastavku spominju i najznačajnije institucije; Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga te Središnje klirinško depozitarno društvo d.d..

Treći dio rada obuhvaća analizu dužničkih vrijednosnih papira, prvenstveno obveznica. U analizi se objašnjavaju cijene obveznica koje najviše ovise o ponudi i potražnji na tržištu kapitala. Nadalje u radu analiziraju se ostali dužnički vrijednosni

papiri kojima se trguje na Zagrebačkoj burzi d.d.; komercijalni zapisi te strukturirani proizvodi. Naveden je i primjer trgovanja obveznicama na burzi te podaci o trgovanju obveznicama, komercijalnim zapisima i strukturiranim proizvodima iz izvješća Zagrebačke burze d.d. Navedenim se zaključuje rad uz navođenje najbitnijih zaključaka.

## 2. VRSTE VRIJEDNOSNIH PAPIRA

„Vrijednosni papir je pisana isprava ili elektronički zapis kojom se njezin izdavatelj obvezuje ispuniti zakonitom imatelju obvezu upisanu u toj ispravi.“ (Cingula, Klačmer, 2003, 87) Uz pomoć vrijednosnog papira vlasnik ostvaruje određena imovinska prava koja proizlaze iz tog papira. Vrijednosni papiri najčešće se mogu prenijeti na treću osobu pa se njihovim prometom povećava ukupna suma novca u optjecaju. Istovremeno su instrumenti financiranja dugoročnih aktivnosti poslovnih subjekata. Mogu ih izdavati poduzeća, banke, financijske institucije, organizacije za osiguranje, državna uprava i lokalne zajednice te ostale pravne osobe. Najčešća podjela vrijednosnih papira je na dionice i obveznice. To su dugoročni vrijednosni papiri za koje se kaže da su likvidni, za razliku od nekih drugih oblika ulaganja, a to znači da posjeduju mogućnost brze prodaje. Upravo je mobilnost jedna od najvažnijih karakteristika vrijednosnog papira jer je to za imatelja relativno jednostavan oblik prikupljanja financijskih sredstava na razvijenom sekundarnom tržištu. U grupaciju vrijednosnih papira, uz navedene oblike, ubrajaju se i ostale pisane isprave i dokumenti koji imaju vrijednost i kojima se može trgovati, poput blagajničkih zapisa, opcija i robnih ugovora. Vrijednosni papiri mogu se podijeliti i po nekim značajnim kriterijima. Prema mogućnosti konverzije vrijednosni papiri dijele se na konvertibilne i nekonvertibilne; prema vremenu trajanja financijskog odnosa dijele se na kratkoročne i dugoročne; prema karakteru naknade dijele se na vrijednosne papire s fiksnom i varijabilnom naknadom, prema karakteru financijskog odnosa dijele se na zajmovne i korporacijske te prema naznaci vlasnika dijele se na ime, na donositelja i po naredbi. Iz podjela se mogu izdvojiti vrijednosni papiri na donositelja. Imatelj prava u vrijednosnom papiru na donositelja nije posebno naznačen iz čega se izvodi zaključak da svakom tko donese određeni vrijednosni papir mora se isplatiti iznos naveden na tom

papiru. Takvi vrijednosni papiri prenose se predajom. Najznačajniji vrijednosni papiri na donositelja su ček<sup>I</sup>, mjenica<sup>II</sup>, dionica i obveznica (Cingula, Klačmer, 2003).

## 2.1. Vlasnički vrijednosni papiri

*“Vlasnički vrijednosni papiri prenosivi su financijski instrumenti koji svojim vlasnicima daju pravo na udio u raspoređenoj dobiti iz poslovanja i preostaloj vrijednosti dioničkog društva u slučaju njegove likvidacije. Vlasničkim vrijednosnim papirima smatraju se dionice ili drugi vrijednosni papiri istog značaja koji čine udio u kapitalu ili članskim pravima društva, povlaštene dionice s pravom glasa, potvrde o deponiranim dionicama i sl.”* (Vujčić, 2013, 2). Vlasnički vrijednosni papiri daju imatelju određena vlasnička prava. Izdavatelju takvi vrijednosni papiri služe za prikupljanje novčanih sredstava koja čine dio temeljne glavnice te se isplaćuju samo u slučaju likvidacije pravne osobe. U bilanci izdavatelja obveze prema vlasnicima prikazuju se kao vlastita imovina osnivača (Cingula, Klačmer, 2003). U nastavku rada objašnjava se pojam dionica, podjela dionica na obične i preferencijalne, te njihove razlike.

### 2.1.1. Dionice

Osnovni oblik vlasničkih vrijednosnih papira je dionica. Dionica je vrijednosni papir koji vlasniku daje pravo sudjelovanja u upravljanju dioničkim društvom, pravo na udio u ostvarenoj dobiti te pravo na ostatak likvidacijske, odnosno stečajne mase. Određene vrste dionica (povlaštene dionice) mogu osim navedenih vlasnicima davati i određena druga prava (npr. pravo na zajamčenu dividendu, prednost pri isplati dobiti i sl.). Vlasnik dionice, osim u određenim slučajevima, nema pravo tražiti izdavatelja dionice iskup

---

<sup>I</sup> Ček (engl. *cheque*, njem. *Scheck*) je vrsta obligacijskog vrijednosnog papira kojim izdatnik (trasant) nalaže trasatu plaćanje svote naznačene u čeku iz svoga (trasantovog) pokrića kod trasata pri čemu u hrvatskom pravu trasat može biti samo banka. Dok je sa stajališta svoje funkcije mjenica kreditni papir, ček je prvenstveno platežno sredstvo jer njime trasat disponira svojim novcem koji ima kod drugoga npr. banke (<http://www.limun.hr>).

<sup>II</sup> Mjenica (engl. *bill of exchange*, njem. *Wechsel*) je vrijednosni papir po naredbi na temelju zakona; vrsta obligacijskog vrijednosnog papira čija je gospodarska funkcija u dužnikovu davanju osiguranja plaćanja vjerovniku uz dužnikovo preuzimanje apstraktne novčane obveze prema vjerovniku, čije ispunjenje dopijeva prema naznaci na samoj mjenici (<http://www.limun.hr>).



dionice. Dionica se može prodati po tržišnoj cijeni. Dobitak proizašao iz vlasništva dionice može biti dividenda (dio isplaćene dobiti izdavatelja) te kapitalna dobit koja proizlazi iz razlike između kupovne i prodajne cijene dionice. Ulaganjem u dionice vlasnik dionice može ostvariti i gubitak koji proizlazi iz razlike između kupovne i prodajne cijene dionice (<http://www.rba.hr>). Jedno od prava koje imaju dioničari su dividende. Dividende označavaju dio dobiti koji se isplaćuje dioničarima i on je njihov tekući dohodak od ulaganja. U svijetu razvijenog dioničarstva, dividende se uobičajeno distribuiraju kvartalno. Kod nas još uvijek prevladava godišnja distribucija dividendi iako treba očekivati postupan prijelaz na kvartalne isplate (Orsag, Dedi, 2014).

Prema sadržaju prava, dionice se mogu podijeliti na obične (redovne) ili prioritetne (povlaštene) dionice. Osnovna karakteristika običnih dionica proizlazi iz ostvarenja prava njihovih vlasnika. Prava su obično utvrđena na temelju statuta poduzeća, odnosno određena su ugovorom kojim se definira emisija dionica. Vlasnici običnih dionica ostvaruju rezidualna prava, odnosno pravo potraživanja na osnovu ostvarenog poslovnog rezultata, te pravo potraživanja prema imovini poduzeća. Međutim, bitna razlika obične dionice u odnosu na preferencijalnu dionicu je ostvarivanje prava upravljanja poduzećem dioničara koji u vlasništvu ima običnu dionicu. U redovnim uvjetima poslovanja obični dioničari imaju pravo na jedan glas po dionici koju imaju u vlasništvu. Pravo upravljanja dioničari ostvaruju glasovanjem na skupštini dioničara. Vlasnik obične dionice ostvaruje pravo prvokupnje dionica pri svakoj novoj emisiji dionica. Razlog definiranja takvog prava je utjecaj na smanjenje potencijalnog rizika od gubitka kontrole nad poslovanjem poduzeća, jer svaka nova emisija može dovesti do promjene strukture vlasnika. Preferencijalne dionice su tipičan oblik hibridnog vrijednosnog papira koji kombinira karakteristike obične dionice i obveznice. Upravo je i to razlog što one predstavljaju alternativu ulaganja potencijalnog investitora. Ulaganjem u taj oblik vrijednosnog papira rizik ulaganja i prinos od dionica raspoređen je između obične dionice i obveznice. Posjedovanjem preferencijalnih dionica njihovi imatelji ostvaruju određena povlaštena prava u odnosu na imatelje običnih dionica. Osnovna prava imatelja preferencijalnih dionica ostvaruju se kroz prioritet isplate preferencijalnih dividendi, te prioritet pri raspodjeli likvidacijske mase dioničkog društva u stečaju. Jedno od spornih prava u

raspolaganju dionicama jest i pravo prvokupa, tj. mogućnost da postojeći dioničari imaju prednost kod kupnje dionica iz nove emisije u odnosu na sve ostale potencijalne investitore. Pravo prvokupa smatra se spornim zato jer ograničava slobodnu trgovinu dionicama stavljajući postojeće vlasnike u povlašten položaj. Moderne burze ne dopuštaju pravo prvokupa izdavateljima čije su dionice uvrštene u službene kotacije (Cingula, Klačmer, 2003).

### **Izdavanje dionica**

Emisijom vrijednosnih papira poduzeće izlazi u javnost i javnosti se predstavlja kao transparentan način. Koncept “*going public*” je opće prihvaćen koncept financiranja u suvremenim poslovnim sustavima, a predstavlja proces ponude vlastitih vrijednosnih papira javnosti. Ono što je važno za naglasiti jest činjenica da je takva odluka financiranja strategijska odluka i od nje će ovisiti buduća egzistencija poduzeća. Ponudom vlastitih vrijednosnih papira javnosti, poduzeću se otvaraju nove mogućnosti pribavljanja potrebnog kapitala za poslovanje i ekspanziju poslovanja. Pretpostavka je da u poduzeća koja se tek otvaraju javnosti, koja su još atraktivna i perspektivna vrlo zanimljiva potencijalnim investitorima iz razloga što pružaju mogućnosti za ostvarivanje značajnih zarada. Međutim, kod takvih oblika financiranja prisutan je efekt rizika za mogućeg investitora (Cingula, Klačmer, 2003).

#### **2.1.2. Vrijednost dionica**

Dionice nisu čista financijska imovina kao što su to obveznice. One ne ovise isključivo o obećanim novčanim iznosima i razini tržišnih kamatnih stopa, već i o poslovnim rezultatima dioničkog društva koje ih je izdalo. Ipak, češće se dionice promatraju kao čista financijska imovina. Jedan takav pristup jest da se dionica promatra kao obveznica s rastućim novčanim tokovima. Naime, uz očekivane iznose dividendi u bliskoj budućnosti, u određivanju vrijednosti dionice pretpostavlja se njihov rast. Vrijednost dionica kao višestruka vrijednost zarada približava nas tretmanu dionice kao udjela u vlasništvu dioničkog društva koje ih je izdalo. Držanje dionice kao udjela u vlasništvu, omogućuje vlasniku status malog dioničara, partnera s drugim dioničarima. Vrijednost dionice kao financijske imovine ovisi o razini kamatnih stopa i situaciji na tržištu

vrijednosnih papira. Kad tržište raste, raste i najveći broj dionica. Neke od njih rastu jako brzo, naprosto zato što su u takvim prilikama najpopularnije. Takav rast može, ali i ne mora imati veze s poslovanjem dioničkog društva. Vrijednost dionice kao udjela u vlasništvu nad poslovima dioničkog društva ovisi o samim odlikama dioničkog društva i sposobnosti uprave, tj. ukupnog mehanizma upravljanja da stvara vrijednost za svoje dioničare. Za investitora ovaj ugao gledanja dionice traži analizu profitne i financijske snage dioničkog društva (Orsag, Dedi, 2014).

### **2.1.3. Izvješće o trgovanju dionicama na Zagrebačkoj burzi d.d.**

Kako bi se na burzi moglo trgovati dionicama, potrebno je znati kako se određuju cijene dionica te kada prodati, tj. kupiti određenu dionicu. Tržišna vrijednost je ona vrijednost dionice po kojoj se može kupiti ili prodati dionica (na burzi ili OTC-u). Tržišna vrijednost određena je samim tržištem, prema zakonu ponude i potražnje, i spremnosti kupca ili prodavatelja da sudjeluju u određenoj transakciji. Ukoliko prodavatelji dionica na tržištu kapitala, za svoje dionice traže takve cijene koje su prema mišljenju kupaca previsoke, nitko od kupaca neće biti spreman kupiti dionice po toj cijeni. Prodavatelji će biti primorani sniziti cijene do one granice na kojoj će se javiti neki kupac spreman na kupnju. S druge strane, ako kupci nude preniske cijene za dionice, niti jedan prodavatelj neće biti spreman prodati dionice. Kupci će biti primorani povećati svoju ponudenu cijenu. Druga opcija im je da čekaju dok neki prodavatelj ne odluči sniziti cijenu. Isto vrijedi i obrnuto. Prodavatelji mogu, ako se niti jedan kupac ne javlja čekati dok se ne pojavi netko tko će biti spreman na kupnju po cijeni koju prodavatelji traže. To je alternativa odluci da snize cijenu koju traže za svoje dionice. Na ove alternativne odluke o čekanju uglavnom utječe vrijeme, odnosno to, koliko se kupcu ili prodavatelju žuri da obavi transakciju. U situacijama kada su na tržištu cijene ponude i potražnje različite, najviše profitira onaj tko može čekati. Onaj kome se žuri uvijek će prodati ili kupiti pod uvjetima nepovoljnim za sebe. Cijena dionica nastaje u onoj točki u kojoj dolazi do susretanja ponude i potražnje. Tržište je na ovom principu razvilo mehanizam automatskog određivanja vrijednosti dionica (<http://www.burza.com.hr>).

Prema izvješću Zagrebačke burze d.d., u prvoj polovici 2015. godine na službeno i redovito tržište Zagrebačke burze d.d. uvršteno je ukupno 157 dionica. Prema

trgovinskim podacima i statistikama Zagrebačke burze d.d. u srpnju 2015. godine uvršteno je 199 dionica. U istom mjesecu promet dionicama iznosio je 247,31 milijuna kuna. Nadalje u tablici 1. prikazane su najveće redovne transakcije dionicama na Zagrebačkoj burzi d.d. u prvoj polovici 2015. godine.

Tablica 1: Najveće redovne transakcije dionicama

	Datum	Oznaka	Izdavatelj	Promet (kn)	Cijena (kn)	Količina
1	1.6.2015	ADRS-R-A	Adris grupa d.d.	5.000.000	500,00	10.000
2	31.3.2015	OPEK-R-A	Opeka d.d.	4.576.000	260,00	17.600
3	12.1.2015	JDBA-R-A	Jadranska banka d.d.	2.708.550	650,00	4.167
4	9.2.2015	JMNC-R-A	Jamnica d.d.	2.640.000	88.000,00	30
5	19.5.2015	HT-R-A	HT d.d.	2.429.120	160,00	15.182
6	29.5.2015	INA-R-A	Ina d.d.	2.428.800	3.450,00	704
7	9.4.2015	HT-R-A	HT d.d.	2.380.950	165,00	14.430
8	18.2.2015	PODR-R-A	Podravka d.d.	1.999.840	290,00	6.896
9	4.2.2015	HT-R-A	HT d.d.	1.999.620	161,00	12.420
10	27.2.2015	ADRS-R-A	Adris grupa d.d.	1.960.000	392,00	5.000

Izvor: <http://www.zse.hr>

Iz tablice se može zaključiti da je najveći promet u kunama iznosio 5.000.000 a vezan je uz trgovanje Adris grupe d.d. Ukupan promet iznosio je 28.122.880 kuna.

## 2.2. Dužnički vrijednosni papiri

*“Dužnički vrijednosni papiri prenosivi su financijski instrumenti koji dokazuju postojanje dužničke obveze izdavatelja prema ulagateljima te ulagateljima nose prinos u obliku kamata ili diskonta. Dužničkim vrijednosnim papirima smatraju se obveznice, trezorski i blagajnički zapisi, komercijalni zapisi, certifikati o depozitu, potvrde o deponiranim dužničkim vrijednosnim papirima, povlaštene dionice bez prava glasa i sl.”* (Vujčić, 2013, 1). Osnovni oblik dužničkih vrijednosnih papira jesu obveznice. Obveznice su vrijednosni papiri koje prvenstveno u Hrvatskoj emitiraju države, poduzeća, općine ili gradovi radi prikupljanja financijskih sredstava za tekuće plaćanje obveza ili razvojnih potreba. Obveznice mogu izdavati i poduzeća koja tako prikupljaju potreban kapital za poslovanje i razvoj. Za razliku od dionica, vlasnici obveznica nisu suvlasnici poduzeća, što znači da obveznica nosi samo pravo na kamatu i povrat nominalnog iznosa

na kraju razdoblja. Ukoliko poduzeće izdaje dionice i obveznice, vlasnici obveznica prije će naplatiti svoje kamate, pa su stoga obveznice manje rizične od dionica (Bujan, 2014).

### 2.2.1. Obveznice

Osnovni oblik dužničkih vrijednosnih papira su obveznice. Osim obveznica, u dužničke vrijednosne papire ubrajaju se i komercijalni, blagajnički i trezorski zapisi. Obveznice (engl. *bonds, obligation*) su financijski instrumenti s razvijenim sekundarnim tržištem<sup>III</sup>, a definiraju se kao pisane isprave kojima se izdavatelj obveznice obvezuje da će primatelju obveznice o roku dospijeća isplatiti pozajmljeni iznos s unaprijed ugovorenom kamatom (Cingula, Klačmer, 2003). Mogu biti s jednokratnim ili višekratnim (serijskim ili anuitetnim) dospjećem. Jednokratno isplative obveznice (obveznice bez kupona) obvezuju izdavatelja da isplati pozajmljenu svotu novca vlasniku na jedan budući datum, na dan dospijeća. Višekratno isplative obveznice (obveznice s kuponima), koje dominiraju na svjetskim tržištima kapitala, obvezuju izdavatelja da vlasniku isplaćuje periodično (višekratno) kamate do dana dospijeća, a nominalnu vrijednost<sup>IV</sup> obveznica na dan dospijeća (Orsag, 1997). Kad investitor kupi obveznicu on ju ne mora držati kod sebe sve do vremena njezinog dospijeća, već je može prodati po njezinoj tržišnoj cijeni, a to znači po unaprijed poznatoj cijeni na dan dospijeća, umanjenoj za kamatu do toga dana (Cingula, Klačmer, 2003).

Obveznica se sastoji od dva dijela (Cingula, Klačmer, 2003):

- a) Plašt obveznice – na plaštu su navedene sve karakteristike koje proizlaze iz dužničko – kreditnog odnosa između izdavatelja i primatelja obveznice. Iz tog razloga, obveznica mora sadržavati sve bitne elemente utvrđene zakonom.
- b) Talon – sastoji se ili od anuitetskih kupona ili od kamatnih kupona zavisno od oblika obveznice koja se emitira. Ukoliko se obveznica amortizira višekratno, radi se o anuitetskom kuponu, dok će se kamatni kuponi nalaziti u talonu obveznice

---

<sup>III</sup> Sekundarno tržište označava tržište na kojem se aktivno trguje obveznicama prije roka njihova dospijeća (Cingula, Klačmer, 2003)

<sup>IV</sup> Nominalna vrijednost obveznice je iznos koji emitent mora platiti po dospjećem (Vidučić, 2006).

koja se amortizira jednokratno. Također, obveznica ne mora imati talon. U tom slučaju riječ je o obveznici s jednokratnim dospijećem kod koje se isplata kamata vrši odjednom nakon vremena isteka roka do dospijeća.

Emitiranje<sup>V</sup> obveznica karakteristično je prvenstveno za velika dioničarska poduzeća. Obveznice su vrlo sigurni vrijednosni papiri, svojim vlasnicima jamče nadređeni položaj u hijerarhiji raspodjele poslovnog rezultata i likvidacijske mase poduzeća. Obveznice su pogodne za investitore s visokom averzijom prema riziku i za smanjenje rizika u portfolio selekciji vrijednosnih papira. Rizik neplaćanja novčanih sredstava ovisi o ekonomskoj održivosti izdavatelja: njegovoj financijskoj snazi, profitabilnosti poslovanja, tržišnim izgledima za proizvode, usluge i dr. Rizik neplaćanja kreće se od nula za državne vrijednosnice, koje imaju najmanji rizik neplaćanja, do visokih rizika za obveznice koje izdaju tvrtke u financijskim poteškoćama, tj. obveznica s visokim povratima poznatim kao „*junk bonds*“ (Vidučić, 2006).

### Vrste obveznica

Obveznice se mogu klasificirati s obzirom na različite karakteristike koje pojedine vrste obveznica nose u sebi. Međutim, najčešća podjela obveznica je (Cingula, Klačmer, 2003):

- a) s obzirom na izdavatelje obveznice,
- b) po karakteru kamate na obveznicu,
- c) po načinu amortizacije obveznica.

Uz navedene pokazatelje postoje i druga obilježja obveznica na temelju kojih se vrši klasifikacija, ali ona već zadiru u strukturu složenih karakteristika obveznice kao dužničkog vrijednosnog papira. Prema izdavatelju razlikuju se sljedeće vrste obveznica (Cingula, Klačmer, 2003):

- državne obveznice (engl. *government bonds*) – to su dužnički vrijednosni papiri, a

---

<sup>V</sup> Emisija vrijednosnica je proces izdavanja vrijednosnih papira poduzeća (dionice), države (državne obveznice) ili bankarskih institucija (note, blagajnički zapisi, certifikati o depozitu i sl.), kojim se na taj način žele prikupiti dodatna novčana sredstva ili povećati osnivački kapital (Prohaska, 1994).

spadaju u grupaciju najsigurnijih financijskih instrumenata. Za vraćanje duga prema investitorima vlada svake države garantira cjelokupnom svojom imovinom. Razlog visokog boniteta takvih obveznica leži u činjenici da svaka država ima mogućnost prikupljanja novčanih sredstava pomoću poreza ili emisijom novih novčanica, te gotovo da i ne postoji mogućnost da kamate i glavnica ne bi isplatile u roku do dospeljeća. Upravo zbog niskog stupnja rizika koji nose, investitor kupnjom državnih obveznica ostvaruje relativno mali prinos.

- obveznice organa državne, regionalne ili lokalne uprave (engl. *municipal bonds*) – izdaju se radi prikupljanja novčanih sredstava za financiranje projekata od javnog interesa (izgradnje škola, bolnica, autocesta). Spadaju u grupaciju visoko bonitetnih obveznica, a njima se postižu redoviti i predvidljivi dohoci, visok stupanj sigurnosti i likvidnosti.

- korporativne obveznice (engl. *corporate bonds*) – njih emitiraju privatna ili javna poduzeća zbog financiranja tekućih projekata i planova poduzeća (kupnja opreme, uređenje i proširenje poslovnog prostora). U sebi nose veću kamatnu stopu, a tome je razlog veći rizik investitora koji “posuđuje” novac poduzeću.

- hipotekarne obveznice (engl. *mortgage and asset backed bonds*) – investitor ih može kupiti na sekundarnom tržištu ili odmah u trenutku njihova emitiranja. Spadaju u grupaciju osiguranih obveznica. Garancija da će se izvršiti isplata potraživanja je hipoteka koja je stavljena na postojeću imovinu izdavatelja obveznice (osigurava se visoka sigurnost povrata uloženi sredstava).

- obveznice stranih država (engl. *foreign government bonds*).

Prema karakteru kamatne stope, obveznice mogu biti (Cingula, Klačmer, 2003):

- obveznice s fiksnom kamatnom stopom - osnovni oblik obveznica, naročito u situaciji kada obveznice predstavljaju instrument formiranja dugoročnog duga poduzeća. Prednost takvih dionica je da izdavatelj tijekom cijelog vremena trajanja obveznice zna ukupan trošak kapitala, što mu i daje prednost pri poslovnom planiranju.

- obveznice s varijabilnom kamatnom stopom – veličina isplaćenih kamata može ovisiti o ostvarenom poslovnom rezultatu poduzeća kroz vrijeme do dospeljeća obveznice na naplatu, ali i o volji i suglasnosti uprave da ih uopće izglasa.

- obveznice bez kamatne stope- javljaju se kroz oblik obveznica bez kupona, a prodaju

se uz diskont za iznos kamata prema tržišnoj kamatnoj stopi.

Prema sistemu amortizacije razlikuje se nekoliko oblika obveznica (Cingula, Klačmer, 2003):

- obveznice s jednokratnim dospijecem – amortiziraju se jednokratno na kraju vremenskog razdoblja na koje glase. Kamate se isplaćuju periodički, a najčešće u razmacima od 6 mjeseci.

- obveznice s višekratnim dospijecem – amortiziraju se periodički, odnosno periodično isplaćenim jednakim anuitetima. Anuiteti se sastoje od kamate i otplatne kvote kojom se vrši amortizacija glavnice duga.

- obveznice s kombiniranim dospijecem – spoj najboljih karakteristika prije navedenih oblika obveznica. Izdavatelj uplaćuje veće iznose u onom vremenskom razdoblju u kojem ostvaruje bolje poslovne rezultate, a manje iznose u situacijama lošijeg poslovanja.

### **Karakteristike obveznica**

*“Obveznica predstavlja specifičan vrijednosni papir koji se sastoji od različitih opcija. Opcije omogućavaju obveznici da promijeni svoje karakteristike kada to imatelj želi, odnosno kada je to u njegovom interesu”* (Cingula, Klačmer, 2003, 98). Osnovno obilježje svake obveznice jest njezina konvertibilnost i mogućnost opoziva u trenutku kada imatelju, odnosno izdavatelju obveznice to najbolje odgovara. Jedna od osnovnih karakteristika obveznice jest mogućnost njezine konverzije u drugi oblik vrijednosnog papira, a u većini slučajeva u obične dionice koje je izdao isti izdavatelj. Takve obveznice nazivaju se konvertibilne obveznice. Konvertibilna obveznica je složen oblik vrijednosnog papira koji predstavlja svojevrsnu kombinaciju dva oblika vrijednosnih papira, ali pod uvjetom da su emitirani od istog poduzeća. Ta dva oblika su nekonvertibilna obveznica i netržišni varant, odnosno pravo koje stoji uz obveznicu ili preferencijalnu dionicu, a omogućava kupnju običnih dionica istog izdavatelja. Konvertibilne dionice u najvećem broju slučajeva izdaju se od strane manjih poduzeća, te su u većini slučajeva kao takve neosigurane. Izdavatelj takvih obveznica nije u mogućnosti procijeniti sa sigurnošću stvarni rizik kredita ili ih izdaje u onim situacijama kada dolazi do razilaženja u mišljenjima između menadžera i vlasnika. Poduzeće nastoji privući investitore sa velikom kamatom, uz mogućnost konverzije i udjela u vlasništvu.



Obveznica može sadržavati pravo opoziva, odnosno prilikom emisije obveznica izdavatelj može u obveznice ugraditi pravo opoziva i otkupa tih opozvanih obveznica. Opozvane obveznice moraju se otkupiti po cijeni koja je navedena na samoj obveznici (cijena opoziva), s time da je cijena opoziva veća od nominalne vrijednosti obveznica (Cingula, Klačmer, 2003).

Na samom plaštu obveznice, utvrđene su nazivne ili nominalne karakteristike, a objavljene su u vrijeme raspisa emisije. One određuju veličinu obveza emitenta prema kupcima obveznica, kao i način njihova izvršenja. To su (Orsag, Dedi, 2014):

- nominalna vrijednost - nazivna vrijednost ili vrijednost na koju glasi obveznica. To je svota novca koju se njen izdavač obvezao isplatiti držatelju obveznice do njenog dospijeća, tj. svota novca s kojom će se suočiti držatelj obveznice do njenog dospijeća. Nominalna vrijednost obveznice uobičajeno glasi na zaokruženi novčani iznos, izražen u domicilnoj valuti tržišta kapitala na kojem su izdane. Međutim, obveznice se mogu izdavati i denominirane u nekoj drugoj valuti, najčešće radi povećanja stupnja povjerenja u takvu obveznicu na visoko dolariziranim, odnosno euroiziranim financijskim tržištima.

- nominalna (kuponska) kamatna stopa - na dugove se obično plaćaju kamate. Kamate na obveznice plaćaju se prema na njoj navedenoj kamatnoj stopi. To je nominalna kamatna stopa koja je u pravilu fiksna. Kako se kamate isplaćuju temeljem kupona, ova se stopa naziva i kuponskom kamatnom stopom.

- dospijeće obveznica - njihovo je temeljno obilježje i označava vremenski rok u kojem se mora likvidirati tražbina po obveznici. Dospijeće obveznice je dugoročno. Ta se likvidacija naziva amortizacija obveznica, a vrši se isplatom glavnice i kamata. Dva su osnovna sistema amortizacije obveznica: jednokratni i višekratni. Ova dva sistema amortizacije obveznica mogu se kombinirati uvođenjem određenog fonda za otkup emitiranih obveznica. Obveznice s jednokratnim dospijećem amortiziraju se odjednom, isplatom glavnice po dospijeću. Kamate se plaćaju periodično u istim iznosima, najčešće polugodišnje. Obveznice s višekratnim dospijećem amortiziraju se periodičnim isplatama jednakih anuiteta (najčešće polugodišnje) koji se sastoje od kamata i otplatne kvote kojom se djelomično amortizira dug po obveznicama pa se ovaj sistem još naziva i anuitetski.

- tržišna cijena obveznice ne označava se u apsolutnom iznosu vrijednosti, već u

relativnom iznosu prema nominalnoj vrijednosti. Tržišna cijena obveznice uobičajeno se izražava u formi tečaja, odnosno u postotku od nominalne vrijednosti. U tom smislu obveznica se prodaje po nominalnoj vrijednosti kad joj je tečaj 100,00. Kada joj je tečaj viši od sto, obveznica se prodaje uz premiju, a uz diskont kada joj je tečaj niži od sto.

### **Izdavanje obveznica**

Kako bi neko poduzeće moglo stabilno djelovati, potrebno je pronaći izvore financijskih sredstava, tj. novac za financiranje vlastitih aktivnosti. Financiranje je moguće na različite načine, pa tako i emisijom vrijednosnih papira. Tako su korporativne obveznice vrlo atraktivni financijski instrumenti uz pomoć kojih se nastoji financirati gospodarski rast i razvitak poduzeća. Ukoliko se poduzeće odluči na njihovo izdavanje, investicijska banka s kojom poduzeće posluje priprema svu potrebnu dokumentaciju kako bi se provela temeljna unutarnja kontrola poslovanja poduzeća. Također, sva prikupljena dokumentacija šalje se Komisiji za vrijednosne papire koja u maksimalno dozvoljenom roku od 30 dana, ukoliko su zadovoljeni svi propisani uvjeti, mora poduzeti potrebne korake za odobravanje izdanja. Zatim slijedi prezentacija poduzeća koja je usmjerena prema potencijalnim investitorima i medijima, a u kojoj se objavljuje upis i prodaja korporativnih obveznica. Kada je prodaja izvršena, obveznice je potrebno uvrstiti u kotacije domaćih tržišta kapitala. Izdavanje korporativnih obveznica, kao oblika dužničkih vrijednosnih papira ima niz prednosti nasuprot klasičnog bankarskog kredita. Najveće prednosti su njihov relativno lagani plasman ukoliko se tržište kapitala nalazi na tom stupnju razvijenosti, manji troškovi izdavanja od izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira (dionica), a ujedno su i jeftiniji izvor financiranja od bankarskih kredita (Cingula, Klačmer, 2003).

Osim korporativnih obveznica, izdaju je i državne obveznice, te gradske obveznice i obveznice lokalnih uprava. Izdavanjem državnih obveznica državna riznica (odjel Ministarstva financija) traži potencijalne ulagatelje koji bi kupnjom obveznica financirali akumulirani javni dug. Takvim pristupom, odnosno emisijom državnih obveznica država posuđuje novac od stanovništva, tj. pojedinaca, banaka i drugih financijskih institucija i posrednika na tržištu kapitala. Novac dobiven emisijom državnih obveznica koristi se za namirenje obveza nekog državnog, već postojećeg duga ili mogućeg državnog troška.

Izdavanje gradskih obveznica i obveznica lokalnih uprava jedan je od provjerenih načina financiranja javnih potreba u SAD-u. Gradske obveznice u SAD-u su izuzete od plaćanja poreza na dohodak što je učinjeno kako bi se olakšalo financiranje lokalnih jedinica državne uprave. Gradske uprave u Hrvatskoj odlučuju se na emisiju obveznica iz razloga što u većini slučajeva troškovi financiranja municipalnih obveznica su povoljniji od bankarskog kredita. Takav pristup donosi odmak od klasičnih bankarskih kredita i povoljnije financiranje komunalnih projekata od općeg interesa. Municipalne obveznice zbog višeg prinosa od oročene štednje su atraktivni izvor zarade, kako građanima tako i poduzećima. Izdavanjem gradskih obveznica, grad i vodeća gradska struktura, stječu značajni kreditni i financijski rejting koji će im omogućiti daljnji bolji položaj unutar gospodarskog i političkog sustava (Cingula, Klačmer, 2003).

### 2.2.2. Komercijalni zapisi

*„Komercijalni zapis je prenosivi, kratkoročni dužnički financijski instrument (dospijeca do 364 dana), izdan na ime, u nematerijaliziranom obliku. Omogućuje podmirenje kratkoročnih potreba izdavatelja, tako da izdavatelj, ovisno o situaciji na tržištu, izdaje tranše zapisa koje su unutar limita uspostavljenog programa. Komercijalni je zapis najčešće neosigurani financijski instrument“* (<http://www.pbz.hr>). Izdati ga može svaka pravna osoba koja donosi odluku o izdavanju komercijalnog zapisa a koja sadrži ukupnu svotu na koju se izdaje zapis serije, naznaku namjene za koju se izdaje, rok otplate i visinu kamatne stope ako je predviđeno plaćanje kamata. Komercijalni zapis je i kratkoročna zadužnica poduzeća što znači da je instrument novčanog tržišta čijom prodajom poduzeće prikuplja likvidna sredstva. Kako ga izdaju poduzeća, manje je siguran instrument nego je to blagajnički zapis banaka, države ili državnih agencija (<http://www.fima-vrijednosnice.hr>).

Rizici za izdavatelje financijskih instrumenata najvažnije su okolnosti na koje treba obratiti pozornost prilikom donošenja odluke o financiranju izdavanjem komercijalnih zapisa. Najznačajniji rizici su (Privredna banka Zagreb, 2015):

- tečajni rizik – rizik porasta ili pada vrijednosti obveza na temelju izdanog financijskog instrumenta u stranoj valuti izraženog u domaćoj valuti

- rizik promjene kamatnih stopa – rizik porasta ili pada tržišnih prinosa/kamatnih stopa u odnosu na prinos/kamatnu stopu koju izdavatelj plaća na izdane financijske instrumente (tzv. trošak financiranja)

- reputacijski rizik – rizik nepovoljnog utjecaja pojedinog događaja ili aktivnosti poduzeća na ugled poduzeća (primjerice, neuspjeha novog izdavanja financijskog instrumenta, nemogućnosti isplate kamate i/ili glavnice financijskog instrumenta).

Neke od prednosti financiranja putem izdavanja komercijalnih zapisa za izdavatelja su (Privredna banka Zagreb, 2015):

- financiranje po tržišno konkurentnoj stopi te smanjivanje troškova financiranja (povijesno gledajući, poduzeća koja su izdavala komercijalne zapise imala su nešto niži trošak financiranja nego što je bila kamatna stopa na kratkoročne kredite poduzećima)

- prilagodba veličine i valute izdanja, ročnosti i dinamike financiranja potrebama izdavatelja i zahtjevima ulagatelja

- izgrađivanje tržišne reputacije izdavatelja, omogućavanje buduće jednostavnije i efikasnije provedbe izdanja svih financijskih instrumenata izdavatelja s dužim ili neograničenim rokom dospijeca

- smanjivanje kreditne izloženosti prema poslovnim bankama - niti jedno poduzeće u budućnosti neće moći svoje cjelokupno poslovanje vezati uz jednu banku - strani vlasnici domaćih banaka velik naglasak daju na diverzifikaciju kreditnog portfelja i smanjenje izloženosti prema pojedinačnim poduzećima

- omogućuje oslobađanje imovine od hipoteke - komercijalni zapis je najčešće neosigurani financijski instrument

- brz izvor financiranja bez nepotrebne papirologije

- diverzifikacija izvora financiranja

- nakon uspostave programa mogućnost pribavljanja sredstava u roku pet radnih dana.

### **2.2.3. Blagajnički zapisi**

*„Blagajnički zapisi su kratkoročni utrživi vrijednosni papiri s rokom dospijeca do jedne godine. Izdaju ga ministarstva financija, državne agencije ili centralne banke“* (<http://www.pbzinvest.hr>). U Hrvatskoj blagajničke zapise emitira Hrvatska narodna banka. Smatraju se nerizičnim instrumentom, a sigurnost i niži prinos glavne su mu

karakteristike. Prodaju se uz diskont na 91, 182 i 364 dana (<http://www.pbzinvest.hr>). Blagajnički zapisi banaka najčešće su manje atraktivni od državnih. To su diskontni vrijednosni papiri s rokom dospelja unutar godine dana. Uz blagajničke zapise, banke izdaju i potvrde o depozitima i eventualne druge oblike kratkoročnih zapisa, nastojeći povećati mobilnost depozita u sve intenzivnijoj konkurenciji s drugim dijelovima financijske industrije (Orsag, Dedi, 2014).

#### **2.2.4. Trezorski zapisi**

Trezorske zapise izdaje država, tj. Ministarstvo financija. *“Trezorski zapisi predstavljaju kratkoročni vrijednosni papir s najrazvijenijim sekundarnim tržištem, tako da predstavljaju sigurne i izrazito likvidne financijske instrumente. U pravilu su to diskontni vrijednosni papiri i emitiraju se s uobičajenim standardnim dospeljima unutar godine dana”* (Orsag, Dedi, 2014, 60).

#### **2.3. Usporedba dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira**

Osnovna vrsta dugoročnih vrijednosnih papira su dužnički i vlasnički vrijednosni papiri. Vlasnički papiri daju imatelju određena vlasnička prava. Izdavatelju takvi vrijednosni papiri služe za prikupljanje novčanih sredstava koja čine dio temeljne glavnice te se isplaćuju samo u slučaju pravne osobe. U bilanci izdavatelja obveze prema vlasnicima prikazuju se kao vlastita imovina osnivača (Cingula, Klačmer, 2003). Dužnički vrijednosni papir je vrijednosni papir koji imatelju daje pravo na isplatu posuđenog iznosa sredstava (glavnice) te isplatu određene kamate na glavicu (kupon) te predstavlja obvezu izdavatelja da isplati glavicu i kamate. Izdavatelji vrijednosnih papira mogu biti države, općine, gradovi, financijske institucije i poduzeća. Izdavatelj je obvezan isplatiti glavicu jednokratno na točno određen dan ili u dogovorenim ratama prema unaprijed definiranim danima (<http://www.rba.hr>).

#### **2.4. Financijske izvedenice**

Financijske izvedenice ili kako se još nazivaju financijski derivati posebna je grupacija vrijednosnih papira izvedenih iz drugih klasičnih oblika vrijednosnih papira. Klasični oblici vrijednosnih papira su dionice i obveznice, a kombinacijom njihovih karakteristika

nastaju hibridni vrijednosni papiri. Tipični hibridni vrijednosni papiri jesu preferencijalne dionice, participativne obveznice i izvedenice u koje ubrajamo prava, opcije, varante i futurese. Osnovna karakteristika svih izvedenica je da njihovim imateljima omogućavaju određene aktivnosti u vezi s vlasništvom nad osnovnim papirima, odnosno dionicama i obveznicama. Participativnim obveznicama se ostvaruje pravo njezinog pretvaranja u dionicu ili prvokupa dionice što proizlazi iz odluke o emisiji dionica. „*Opcije su fleksibilni izvedeni vrijednosni papiri u obliku pisanog ugovora kojim vlasnik opcije ostvaruje određeno pravo na kupnju, odnosno prodaju vrijednosnog papira u unaprijed određenom periodu i po unaprijed definiranoj cijeni.*“ (Cingula, Klačmer, 2003, 99) Opcijom se ostvaruje pravo, ali nikako obveza u obnavljanju kupoprodajne transakcije. U gospodarskim okvirima opcijom se označava pravo izbora te samim time investitoru daje mogućnost upravljanja vlastitim portfolijem vrijednosnih papira. „*Prava su izvedeni vrijednosni papiri kojima se trguje na sekundarnim tržištima kapitala.*“ (Cingula, Klačmer, 2003, 100) U Hrvatskoj prava je izdalo Ministarstvo graditeljstva i obnove, a razlog za njihovo izdavanje je pokrivanje obveza Ministarstva prema izvođačima radova u obnovi ratom uništene infrastrukture. Na dražbama koje se organiziraju od strane Hrvatskog fonda za privatizaciju, takva prava se mogu zamijeniti za određene dionice. Vlasnici prava ostvaruju mogućnost prvokupnje novoemitiranih dionica nekog poduzeća isključivo uz privilegiranu cijenu, a njihova vrijednost određena je razlikom između tržišne cijene dionica određenog poduzeća i privilegirane upisne cijene. „*Varanti su izvedeni vrijednosni papiri ili dugoročne opcije za kupovinu dionica.*“ (Cingula, Klačmer, 2003, 101) Oni sadrže svojevrstne pogodnosti koje se nude uz emisiju vrijednosnih papira kako bi se njima utjecalo na povećanje prihoda, odnosno smanjenje troškova prilikom prikupljanja kapitala. „*Ročnice (futures) su terminski ugovori koji se sklapaju između dviju strana, odnosno kupca i prodavatelja, a vezano uz prodaju, odnosno kupnju nečega u budućnosti po cijeni koja se unaprijed odredi.*“ (Cingula, Klačmer, 2003, 103). Za razliku od opcija, jednom potpisan terminski ugovor je obveza.

### **Strukturirani vrijednosni papiri**

Strukturirani proizvodi su izvedeni financijski instrumenti koje izdaju financijske institucije (banke), a čija cijena ovisi o cijeni temeljnog instrumenta za koji su vezani.

Nazivaju se dužničkim vrijednosnim papirima izvedenim iz drugih dugova, tj. potraživanja, a u bilanci poduzeća imaju ulogu duga/obveze. Pri dospijeću strukturiranih proizvoda ili u određenim vremenskim intervalima, što ovisi o vrsti, kupci strukturiranih proizvoda imaju pravo na isplatu u novcu ili na isporuku temeljnog instrumenta (najčešće dionica), sukladno uvjetima navedenim od strane izdavatelja prilikom izdavanja financijskog instrumenta. Postoje više vrsta strukturiranih vrijednosnih papira, a u ovom radu spominju se dvije vrste s obzirom da se njima trguje na Zagrebačkoj burzi d.d. To su (Rast, 2014):

- **indeksni certifikati** - predstavljaju najjednostavniji i za male ulagatelje najprivlačniji oblik strukturiranog vrijednosnog papira. Nazivaju se još i *trackersi*. Kao temeljni instrument najčešće se pojavljuju burzovni indeksi, ali također mogu biti i cijene energenata, roba i dr. Cijena indeksnog certifikata prati cijenu temeljnog instrumenta u omjeru 1:1, tj. ako cijena temeljne imovine poraste za 5%, cijena indeksnog certifikata također će porasti za 5%. Zbog te karakteristike, ulagatelji kupuju indeksni certifikat kada očekuju porast temeljnog instrumenta. Ipak na tržištu se pojavljuje i oblik indeksnog certifikata čija cijena raste pri padu cijene temeljnog certifikata (short indeksni certifikati). Mali ulagatelji najčešće su usmjereni na trgovanje indeksnim certifikatima, jer je za njih pogodno što se isti izdaju u određenom omjeru u odnosu na temeljni instrument.

- **turbo certifikati** - to su strukturirani vrijednosni papiri koji, zbog financijske poluge, omogućuju zaradu za ulagatelje prilikom povećanja ili smanjenja cijene temeljnog instrumenta. Tako se zarada zbog povećanja događa kod turbo – long certifikata, a zarada zbog smanjenja cijene kod turbo – short certifikata. Smanjivanjem razlike između izvršne cijene i cijene temeljnog instrumenta povećava se efekt financijske poluge. Bitno obilježje turbo certifikata je granična cijena (eng. *barrier*), pa se ta granična cijena promatra u odnosu na cijenu temeljnog instrumenta. Ukoliko cijena temeljnog instrumenta bude jednaka/manja od granične cijene (kod turbo – long certifikata) ili ako je jednaka/veća od granične cijene (turbo – short certifikati), certifikat dospijeva prije i ulagatelj može izgubiti cijeli ulog, ovisno o uvjetima isplate koje je definirao izdavatelj.

### 3. TRŽIŠTE KAPITALA KAO MJESTO TRGOVINE DUŽNIČKIM VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Tržišta kapitala su tržišta koja trguju vlasničkim (dionicama) i dužničkim instrumentima (obveznicama) s dospijecom dužim od godine dana. Glavni korisnici vrijednosnih papira na tržištu kapitala su korporacije i vlade. Kućanstva su glavni dobavljači sredstava za te vrijednosne papire. S obzirom na njihov dug rok dospijeca, ti instrumenti imaju širu fluktuaciju cijena na sekundarnim tržištima na kojima trguju nego instrumenti na tržištima novca. Primjerice, zbog svojeg dužeg roka dospijeca ti su instrumenti podložniji i većem kreditnom riziku i većem riziku promjene kamatne stope nego instrumenti s kratkoročnim dospijecom (Saunders, Millon Cornett, 2006). Tržište kapitala je tržište na kojem se pribavljaju sredstva za financiranje dugoročnih ulaganja (poduzeća, financijskih institucija, države i lokalnih organa uprave). Tržište kapitala u užem smislu je tržište za transakcije srednjoročnim i dugoročnim kreditnim i vlasničkim vrijednosnicama javno emitiranim ili privatno plasiranim. Doda li se ovom tržištu i tržište srednjoročnih i dugoročnih bankarskih kredita, dobiva se tržište kapitala u širem smislu (Vidučić, 2006). Motivi tvrtki koje izdaju vrijednosnice tržišta kapitala i ulagača koji ih kupuju vrlo se razlikuju od motiva aktera na tržištima novca. Tvrtke i pojedinci primarno koriste tržišta novca da bi skladištili sredstva tijekom kratkih vremenskih razdoblja sve dok se ne pojavi važnija potreba ili produktivniji način upotrebe tih sredstava. Suprotno tome, tvrtke i pojedinci koriste tržišta kapitala za dugoročna ulaganja. Tržišta kapitala su alternativa ulaganjima u imovinu kao što je nekretnina ili zlato (Mishkin, Eakins, 2005). Temeljni sudionici tržišta kapitala jesu emitenti, izdavači vrijednosnih papira, i njihovi kupci koji se u žargonu tržišta kapitala najčešće nazivaju investitorima, tj. ulagačima u vrijednosne papire. Uz nuditelje i potražitelje, na tržištu kapitala sudjeluju i financijski posrednici. Iako se u žargonu tržišta kapitala, po uzoru na žargon Wall Streeta, sve osobe koje kupuju i prodaju vrijednosne papire, a nisu emitenti, nazivaju investitorima, svi njihovi motivi bivanja na tržištu ne odgovaraju onima koji pokreću investicijsku aktivnost (Orsag, Dedi, 2014).



### 3.1. Podjela tržišta kapitala

U tržišta kapitala uključujemo bankarsko tržište i tržište vrijednosnica. Bankarsko tržište, koje ima veliku ulogu u financiranju kompanija u Njemačkoj gdje postoje industrijske banke, Italiji i Japanu (gdje banke čine financijske centre industrijsko financijskih skupina), kao i tranzicijskih gospodarstava i zemalja u razvoju te tržište vrijednosnica, tržišta za emisiju i kasnije obično višestruke kupnje i prodaje financijskih instrumenata. Tržište kapitala kao i tržište novca možemo promatrati kao skup sub tržišta koja su se razvila za emisiju i trgovinu vrijednosnicama različitih izdatnika. Tako na razvijenim tržištima kapitala možemo razlikovati (Vidučić, 2006):

- tržište državnih nota i obveznica, na kojima država pribavlja sredstva za odobravanje zajmova drugima (izvoznici, malim poduzećima, poljoprivrednicima, studentima i sl.) preko svojih agencija banaka,
- hipotekarno tržište, tržište isprava o zajmu odobrenom na temelju pokrića poslovnih i stambenih nekretnina),
- tržište korporacijskih dionica (burze i OTC tržišta),
- tržište korporacijskih nota i obveznica (OTC tržište) i
- tržište municipalnih obveznica (obveznica koje emitiraju lokalni organi uprave).

Prema obliku u kojem su sredstva pribavljena postoje (Vidučić, 2006):

- tržišta vlastitog kapitala i
- zajmovna (kreditna) tržišta.

Na tržištima vlastitog kapitala poduzeća i financijske institucije s korporativnom organizacijom pribavljaju/povećavaju vlastiti kapital emisijom dionica. Ova tržišta omogućuju emitentu podjelu rizika. Naime, investitori u dionice su rezidualni vlasnici kompanije koji ne očekuju povrat uloženi sredstava u tvrtku od emitenta već povrat u obliku dividende, koji nije fiksna ni zakonska obveza, te kapital dobitak. U slučaju likvidacije emitenta vlasnici sudjeluju u stečajnoj masi tek nakon isplate potraživanja zaposlenika, vjerovnika i države. Pribavljanje financijskih sredstava emisijom dionica nosi sa sobom određene nedostatke. Emisija dionica se može tumačiti kao signal da menadžment tvrtke procjenjuje da je cijena dionice tvrtke precijenjena pa treba iskoristiti povoljan trenutak za takav oblik financiranja. Još jedan nedostatak je taj da u

uvjetima disperziranog vlasništva dionica vlasnici tvrtke su manjinski dioničari koji nemaju efektivnu kontrolu nad aktivnostima menadžmenta. U uvjetima pretežitog financiranja vlastitim kapitalom menadžment ima na raspolaganju značajan slobodni tijek novca koji mu omogućuje veliku slobodu u odlučivanju, te može djelovati primarno u osobnom interesu. Ovi razlozi su intenzivan val preuzimanja tijekom 80-ih, smatraju se osnovnim razlozima relativno malog pribavljanja kapitala u razvijenim industrijskim zemljama emisijom dionica. Zajmovna tržišta uključuju tržišta za kratkoročno, te srednjeročno i dugoročno zaduživanje. Pod tržištem dugoročnog zaduživanja u razvijenim zemljama se podrazumijeva zaduživanje emisijom obveznica tj. tržište obveznica. Međutim, obzirom da u industrijskim zemljama s financijskim sustavom orijentiranim bankama, industrijske banke imaju važnu ulogu u dugoročnom kreditiranju poduzeća, kao i u većini tranzicijskih gospodarstava i zemalja u razvoju, ovdje treba ubrojiti i bankarsko tržište dugoročnih kredita. Specifičnost tržišta bankarskih kredita sastoji se u tome što se ovdje ne radi o razmjeni jedne vrste robe za drugom, već o razmjeni novca za obećanje plaćanja u budućnosti, te u činjenici da su zajmovni ugovori po svojoj prirodi heterogeni. Zaduzivanje emisijom vrijednosnica ima određene sličnosti s tržištem za vlastiti kapital, s jedne strane, te određene sličnosti s tržištem bankarskih kredita. Holderi vrijednosnica imaju pristup samo javno raspoloživim informacijama o emitentu i ne mogu povući sredstva od emitenta. Zaduzivanje na tržištu vrijednosnica kao kod bankarskih kredita nameće obvezu plaćanja fiksnih naknada što smanjuje slobodu odlučivanja menadžmenta. Banka je međutim u boljem položaju od investitora u kreditne vrijednosnice. Interesi investitora na ovom tržištu nisu u potpunosti zaštićeni, dok banka može otkazati kredit, a ima i dobar uvid u poslovanje zajmoprimca, odnosno ima informacije koje nisu dostupne široj javnosti (Vidučić, 2006).

### **3.2. Specifičnosti razvoja hrvatskog tržišta kapitala**

Povijest organiziranog trgovanja vrijednosnim papirima na tlu Hrvatske datira od 15. lipnja 1907. godine kada je utemeljena Sekcija za robu i vrednote u okviru trgovačkog suda gdje je započela trgovina dionicama domaćih društava koja nisu listana na tržištima Beča i Budimpešte. Zagrebačka burza za robu i vrednote otvorena je poslije Prvog svjetskog rata, 4. lipnja 1919. godine. Arhitektonski je poznata po zgradi otvorenoj 18.

srpnja 1927. u kojoj je danas smještena Hrvatska narodna banka. Burza je prestala s radom 1945. godine jer, kao špekulantska ustanova, nije imala mjesta u socijalističkom društvu. Službeno, obnova burze u Hrvatskoj uslijedila je tek 1991. godine kad je 25 banaka i 2 osiguravajuća društva utemeljilo Zagrebačku burzu d.d. kao centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Godine 1993. utemeljeno je Varaždinsko tržište vrijednosnica, kasnije Varaždinska burza, koja je danas pripojena Zagrebačkoj burzi d.d. U tim je ranim godinama osnovano i Osječko tržište, ali se zbog nedostatka transakcija nije održalo. Pripajanjem Varaždinske burze Zagrebačkoj, oformljeno je jedinstveno tržište kapitala (Orsag, Dedi, 2014).

Zagrebačka burza d.d. je centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Od početnih dvadeset pet članova (brokerskih kuća), rastom i razvojem trgovanja broj se povećao na četrdesetak aktivnih trgovaca: banaka i privatnih brokerskih kuća. U samim počecima trgovalo se na velikim dražbama koje su organizirane u tadašnjem sjedištu burze na Ksaveru i na kojima su svi brokeri bili fizički prisutni. Godine 1994. uveden je elektronički trgovinski sustav koji omogućuje da brokeri, članovi burze, budu telekomunikacijski povezani i trguju na burzi, ne napuštajući pritom svoje urede diljem Hrvatske. Koliko se brzo razvijalo dioničarstvo i burzovna trgovina u nas, najbolje je vidljivo iz podatka da je u prvih pet godina nakon uvođenja elektroničkog sustava trgovanja, dakle, od 1995. pa do 2000. godine, vrijednost tržišta Zagrebačke burze d.d. narasla gotovo 10 puta (982.6%). (Orsag, Dedi, 2014)

### **3.3. Zakonski okviri tržišta kapitala u Hrvatskoj**

Institucionalni okvir tržišta kapitala čine sami organizirani oblici trgovanja s vrijednosnim papirima i drugim utrživim investicijama kao što su burze i tržišta preko šaltera, te regulatori tržišta i institucije koje pomažu pri trgovanju među kojima se ističe klirinška kuća.

U nastavku slika 1. prikazuje podjelu institucionalnog okvira tržišta kapitala.

Slika 1: Podjela institucionalnog okvira tržišta kapitala



Izvor: Orsag, Dedi, 2014.

Na slici 1. prikazana je podjela na burze i tržišta preko šaltera, regulatore tržišta te klirinške kuće. Posebna pažnja posvetit će se domaćem institucionalnom okviru za koji su najznačajnije institucije Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga - “HANFA” i Središnje klirinško deponitarno društvo - “SKDD”.

Osjetljivost financijskih tržišta i transakcija koje se na njima odvijaju svakako zahtijeva određenu regulativu. Pritom nije zadovoljavajuća regulativa koja se temelji isključivo na zakonima, bez mogućnosti izravne supervizije. U Republici Hrvatskoj je najprije postojao decentralizirani sustav financijske supervizije. Povijesno gledano, kao prvi supervizor javlja se nadzorna funkcija centralne banke. Pod tom je institucijom supervizija bankovnog sustava u koji su uključene i štedionice. Dio deponitarnih institucija, koje bi se trebale temeljiti na načelu uzajamnosti radi osiguranja, pod nadzorom je Ministarstva financija Republike Hrvatske. To su štedno-kreditne zadruge. Uz to postoji i DAB – Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka pod kojom je bio čak i nadzor banaka u sanaciji. Cilj sustava osiguranja depozita je zaštita depozita fizičkih osoba, malih poduzetnika i neprofitnih institucija u slučaju njihove nedostupnosti tj. otvaranja stečajnog postupka nad kreditnom institucijom. Nakon provedene reforme supervizije u Republici Hrvatskoj, ona se obavlja preko dvije supervizijske institucije. Jedna je Hrvatska narodna banka pod čijom su ingerencijom banke i štedionice, odnosno šire, deponitarne financijske institucije. Drugi dijelovi supervizije objedinjeni su u jednu instituciju pod nazivom Hrvatska agencija za nadzor

financijskih usluga – HANFA. To znači da je ova nadzorna institucija preuzela poslove supervizije Komisije za vrijednosne papire Republike Hrvatske, HAGENA-e i Direkcije za nadzor društva za osiguranje. Objedinjavanje poslova financijske supervizije trebalo bi po logici ekonomije razmjera i smanjivanja broja izravnih i neizravnih kontrola unaprijediti regulaciju financijskih tržišta (Orsag, Dedi, 2014).

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) je nadzorno tijelo u čiji se djelokrug i nadležnost ubraja nadzor financijskih tržišta, financijskih usluga te pravnih i fizičkih osoba koje te usluge pružaju. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga osnovana 2005. godine spajanjem triju postojećih nadzornih institucija: Komisije za vrijednosne papire, Agencije za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja te Direkcije za nadzor društava za osiguranje. Agencija provodi nadzor nad poslovanjem burzi i uređenih javnih tržišta, društava ovlaštenih za pružanje investicijske usluge i obavljanje investicijske aktivnosti, 116 investicijskih društava i izdavatelja vrijednosnih papira, brokera i investicijskih savjetnika, vezanih zastupnika, središnjeg klirinškog depozitarnog društva, društava za osiguranje i reosiguranje, zastupnika i posrednika u osiguranju i reosiguranju, društava za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, mirovinskih osiguravajućih društava, investicijskih i mirovinskih fondova, Središnjeg registra osiguranika, Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji, Umirovljeničkog fonda i pravnih osoba koje se bave poslovima leasinga i faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti. Agencija je samostalna pravna osoba s javnim ovlastima u okviru svog djelokruga i nadležnosti propisanih Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i drugim zakonima. Odgovorna je Hrvatskom saboru. Agencijom upravlja Upravno vijeće, koje se sastoji od pet članova, od kojih je jedan predsjednik. Predsjednika i članove Upravnog vijeća Agencije imenuje i razrješava Hrvatski sabor na prijedlog Vlade Republike Hrvatske. Agenciju zastupa glavni tajnik Agencije, koji organizira te vodi rad i poslovanje Agencije (Orsag, Dedi, 2014).

Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. (SKDD) je osnovano 18. travnja 1997. godine na temelju članka 84. Zakona o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima (NN 107/95) i članka 177. Zakona o trgovačkim društvima (NN 111/93) kao dioničko društvo

s nazivom tvrtke Središnja depozitarna agencija d.d. (SDA). Promjena naziva tvrtke u Središnje klirinško depozitarno društvo provedena je 13. ožujka 2009. godine. U skladu s odredbama Zakona o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08) te Pravila i Upute SKDD-a, SKDD:

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

Zakon o tržištu kapitala stupio je na snagu 1. siječnja 2009. godine. Na temelju članka 593. istog Zakona, Središnje klirinško depozitarno društvo, koje ima dozvolu za obavljanje poslova depozitorija nematerijaliziranih vrijednosnih papira te poslova prijetoja i namire, sklopljenih pravnih poslova s tim papirima u skladu sa ZTVP-om, nastavlja poslovanje kao središnje klirinško depozitarno društvo u skladu s odredbama ovog Zakona, koje je dobilo odobrenje za obavljanje djelatnosti iz članka 506. 120 stavka 1. točke 1., 2. i 3. ovog Zakona s vrijednosnim papirima i trezorskim, blagajničkim i komercijalnim zapisima. Isti članak, stavak 2. navodi da sustav za obavljanje poslova prijetoja i namire, sklopljenih pravnih poslova s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima kojima upravlja Središnje klirinško depozitarno društvo, nastavlja djelovati kao sustav poravnanja i namire za vrijednosne papire iz članka 501. ovog Zakona (Orsag, Dedi, 2014).

#### 4. ANALIZA OBVEZNICA

U analizu obveznica može se uvrstiti određivanje cijene obveznice. Cijena obveznice se iskazuje u postotku nominalnog iznosa na koji obveznica glasi. Prvenstveno ovisi o sposobnosti izdavatelja da podmiruje svoju obvezu po kamati i glavnici, te o ponudi i potražnji na tržištu obveznica. Kada se obveznicama trguje po cijeni manjoj od 100 posto tada se obveznica prodaje uz diskont, a ako se trguje po cijeni većoj od 100 posto tada se obveznicama trguje uz premiju. Čista cijena obveznice je sadašnja vrijednost svih njenih novčanih tijekova. Stoga, kad se određuje cijena obveznice mora se računati sadašnja vrijednost svih kuponskih plaćanja i sadašnja vrijednost otkupne vrijednosti te sve zbrojiti. Kamatna stopa koja se koristi da diskontira novčani tijek obveznice predstavlja zahtijevanu stopu od strane vlasnika obveznice, odnosno prinos obveznice. Prinos na obveznicu koji zahtijevaju investitori za kupnju obveznica određuje se na tržištu i naziva se povrat obveznice. Osim kamatnih stopa koje utječu na cijenu obveznica, važan čimbenik je i razlika između tržišnog tečaja EUR/HRK i srednjeg tečaja HNB-a na dan trgovanja (Gjenero, 2007).

Kako obveznice kotiraju na burzama, njihova se cijena utvrđuje na osnovi ponude i potražnje. Međutim, da bi se odredila cijena obveznica prvo se moraju sagledati čimbenici o kojima ovisi ponuda i potražnja za obveznicama. Ponuda obveznica je funkcija zahtjeva za financiranjem emitenta dok potražnja za obveznicama ovisi o brojnim čimbenicima (Foley, 1998):

1. promjeni kreditne sposobnosti dužnika,
2. blizini roka dospijeca odnosno iskupa obveznice,
3. očekivanja investitora u pogledu stope amortizacije,
4. promjene kamatnih stopa i
5. kretanju deviznih tečajeva.

Cijene obveznica koje su navedene na financijskim stranicama nisu cijene koje ulagači plaćaju za obveznice jer ne uključuju kamate stečene između datuma isplate kupona, te prikazuju neto sadašnju vrijednost novčanih tijekova. Ove cijene nazivaju se čiste cijene (engl. *clean price*). Kako obveznice svakodnevno stječu kamate čak i ako se drže samo jedan dan, njihov vlasnik zaradit će kamatu. Naime, ako je obveznica kupljena između

kuponskih isplata, kupac mora platiti prodavatelju i stečene kamate za razdoblje od zadnje isplate kamate po dospjelom kuponu pa sve do pretpostavljenog dana namire, ne uključujući pretpostavljeni dan namire. Čista cijena obveznice zajedno sa stečenom kamatom tvori ukupnu cijenu (engl. *dirty price*). Iako je prodavatelj držao obveznicu dio perioda od zadnje kuponske isplate, dodavanjem kamate nadoknađuje mu se odricanje od svih sljedećih kuponskih isplata (Choudhry, 2001).

Ulagači koji žele kupiti obveznicu neće dobiti ugovorenu stopu prinosa već moraju izračunati stopu prinosa koju nude pojedine obveznice kako bi ih mogao ocjenjivati i uspoređivati. Stoga kod ulaganja u obveznice treba razlikovati dva oblika stope prinosa (Mishkin, Eakins, 2005):

- tekući prinos (engl. *current yield*); predstavlja godišnju profitabilnost kamata prema tržišnoj vrijednosti obveznice (formula 1)

$$y_b = \frac{I_t}{B_o}$$

Formula 1

- prinos do dospijea ili interna stopa povrata (engl. *yield to maturity*); predstavlja profitabilnost kamata i nominalne vrijednosti prema tržišnoj vrijednosti obveznice u vremenu do dospijea (formula 2). To je još i interna stopa profitabilnosti ulaganja u obveznicu, diskontna stopa koja izjednačava sadašnju vrijednost svih gotovinskih primitaka od obveznice s njezinom cijenom. To je kamatna stopa koju će ostvariti investitor ako kupljenu obveznicu drži do roka dospijea. Ukoliko se obveznica prodaje po nominalnoj vrijednosti, prinos do dospijea biti će jednak kamatnom prihodu.

$$y = \frac{I_t + \frac{N - B_o}{T}}{0,6B_o + 0,4N}$$

Formula 2

$I_t$  = periodične kamate na obveznice

$N$  = nominalna vrijednost obveznice

$B_o$  = tekuća cijena obveznice

$t$  = dospijee obveznice



Tekuća stopa prinosa obveznice računa se iz odnosa tržišne cijene i kuponskih plaćanja, prikazuje samo novčani dohodak obveznice kao postotak od cijene obveznice i zanemaruje bilo kakvu potencijalnu kapitalnu dobit. Dakle, ona ne odražava ukupan prinos koji se ostvaruje kod ulaganja u obveznice i stoga ne može poslužiti za uspoređivanje stope prinosa i izbora obveznice u koje treba ulagati. Cijena i prinos obveznice obrnuto su proporcionalne veličine što znači da tekući prinos raste ako tržišna cijena pada odnosno tekući prinos pada kad raste tržišna cijena (Mishkin, Eakins, 2005).

Kamatna stopa kod emisije obveznica predstavlja cijenu koju izdavatelj obveznica mora platiti za novčana sredstva koja je dobio od investitora. Kamatna stopa za izdavatelja predstavlja trošak, dok za investitora predstavlja prihod. Visina kamatne stope, odnosno prihod bit će jedan od razloga kupovine obveznica od strane investitora. Više je različitih faktora koji utječu na formiranje visine kamatnih stopa kod dužničkih vrijednosnih papira s fiksnim prihodom. Inflacija je najznačajniji faktor koji utječe na određivanje visine kamatnih stopa, a ujedno i predstavlja jedan od najznačajnijih problema gospodarskih sustava. Inflacija se definira kao porast razine cijena svih dobara u jednoj nacionalnoj privredi. Empirijske analize pokazale su da postoji korelacija između inflacije i visine kamatnih stopa. Formirana kamatna stopa u sebi sadrži i očekivanu inflaciju što se može prikazati relacijom: nominalna kamatna stopa = realna kamatna stopa + očekivana stopa inflacije. Nominalna kamatna stopa je ona stopa koja se nalazi upisana na izdani vrijednosni papir, a realna kamatna stopa je stvarna kamatna stopa po kojoj se vrši povrat posuđenih novčanih sredstava investitoru. Rizik nepodmirenja obveze je svojevrsna opasnost i ograničenje od strane dužnika da li će on po dospeljeću duga biti u stanju taj dug i vratiti. Ukoliko je rizik na tržištu kapitala veći, potencijalni investitor za uložena sredstva dobit će veću naknadu koja se prezentira u obliku više kamatne stope. Oporezivanje utječe na određivanje visine kamatnih stopa, jer se porezno opterećenje može odraziti na ukupan prihod. Na određivanje visine kamatne stope utječe i fungibilnost što predstavlja mogućnost mobilnosti i prodaje dužničkih vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu. Mogućnost prijevremenog povlačenja emitenta obveznica također je jedan od faktora. Takva mogućnost odgovara emitentu jer mu ostavlja mogućnost da kada su na tržištu kapitala niže kamatne stope novčana sredstva pribavi

povoljnije, što će naravno biti suprotno očekivanjima investitora koji će u tom slučaju ostvariti nižu stopu prihoda. Troškovi posredovanja mogu također biti jedan od faktora utjecanja na kamatnu stopu. Zavisno od oblika obveznice posrednička provizija se mijenja te ukoliko je ona veća, kamatna stopa također mora biti veća kako bi privukla investitore. Analizom ovih faktora investitor može donijeti realnu odluku o precijenjenosti ili podcijenjenosti obveznice te njihovom kupnjom, odnosno prodajom ostvariti zadovoljavajući prihod (Cingula, Klačmer, 2003).

#### **4.1. Trgovina i analiza obveznica na Zagrebačkoj burzi d.d.**

Trgovina vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi d.d. odvija se putem elektroničkog trgovinskog sustava. Brokerske kuće, članice burze, povezane su posebnim telekomunikacijskim vezama sa sjedištem burze i unose naloge za kupnju ili prodaju izravno iz svojih ureda te zaključuju transakcije s ostalim brokerima. Dakle, ne postoji jedno fizičko mjesto (tradicionalni parket) gdje se odvija trgovina vrijednosnim papirima, nego ona teče putem elektronički povezanih trgovaca. Svi brokeri članovi imaju pristup trgovinskom sustavu u realnom vremenu (bez vremenskog kašnjenja/pomaka) kako bi bili u jednakom položaju glede istodobnog primanja informacija o trenutačnoj ponudi vrijednosnih papira. Trgovina je otvorena svakim radnim danom od 10:00 do 16:00 sati, osim praznicima koji su navedeni na internetskim stranicama burze, a rezultati trgovine i dnevne cijene dionica dostupni su svim zainteresiranima putem dnevnog tiska, specijaliziranih kuća za distribuciju financijskih informacija kao i na internetskim stranicama burze, te s pomoću specijaliziranog sustava za distribuciju burzovnih informacija ZSE Monitor (Orsag, Dedi, 2014).

Trgovanje na Zagrebačkoj burzi podijeljeno je na tri segmenta (Orsag, Dedi, 2014):

1. Uređeno tržište
2. Multilateralna trgovinska platforma
3. OTC – transakcije.

Uređeno tržište podijeljeno je na tri segmenta: vodeće tržište, službeno tržište i redovito tržište. Redovito tržište obvezuje izdavatelja na dostavu samo minimalnih informacija propisanih Zakonom o tržištu kapitala, dok za službeno i vodeće tržište postoje dodatne obveze propisane pravilima burze. Multilateralna trgovinska platforma

(MTP) podijeljena je na domaći MTP i inozemni MTP. Sukladno odredbama Zakona o tržištu kapitala, nema isti status kao uređeno tržište. MTP ima niže zahtjeve koji se postavljaju pred izdavatelje instrumenata. OTC transakcije predstavljaju transakcije izvršene izvan uređenog tržište ili MTP-a, a koje se prijavljuju burzi u svrhu javne objave transakcije. Sudionici transakcije samostalno dogovaraju transakciju i provode namiru (Orsag, Dedi, 2014).

Ulagач ne može izravno kupovati obveznice od izdavatelja; to radi preko brokera, na primarnom ili sekundarnom tržištu. Ako se obveznice izdaju uz banke aranžere, mogu se kupiti u poslovnicama tih banaka, što je primarno tržište. No, ono je gotovo u pravilu rezervirano za velike ulagače, kao što su, primjerice, mirovinski fondovi. Sekundarno su tržište brokeri u brokerskim kućama za obveznice koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi d.d. (<http://www.limun.hr>).

Ukoliko ulagač odluči kupiti neku obveznicu na Zagrebačkoj burzi d.d. a do sada još nije kupovao ni jedan financijski instrument, potrebno je da prvenstveno prati tržište kapitala te prikuplja podatke o poslovanju poduzeća od kojeg bi želio kupiti obveznice. Nakon toga, potrebno je odabrati brokera, to jest brokersku kuću, što je vrlo lako pronaći putem interneta. Prije nego što se počne trgovati obveznicama potrebno je otvoriti račun investitora u Središnjem klirinškom depozitarnom društvu d.d. Zagreb (SKDD), sklopiti ugovor o obavljanju brokerskih usluga (uz to dostaviti vidljive kopije osobne i kartice tekućeg računa) te popuniti upitnik (obrazac) za razvrstavanje klijenta. Nakon otvaranja računa u SKDD-u, ulagač na kućnu adresu dobiva broj SKDD računa sa pripadajućim PIN-om koji je potreban za pristup računu. Kada su prikupljeni svi dokumenti, te je račun investitora u SKDD-u otvoren, ulagač mora uplatiti novčana sredstva na račun brokerske kuće. Sredstva namijenjena za kupovinu obveznica potrebno je uvećati za proviziju brokera. Kada investitor odluči koje obveznice želi kupiti, može dati nalog svom brokeru za kupovinom putem telefona, faksa ili interneta, ovisno o dogovorenom načinu sa brokerom zajedno sa oznakom računa vrijednosnih papira u SKDD-u koji je dobio na kućnu adresu prilikom otvaranja. Broker tada upisuje zahtjev za registraciju vrijednosnih papira u SKDD, te nakon upisa daje ulagaču broj zahtjeva za registraciju a kojeg je odredio SKDD. Taj zahtjev treba potvrditi telefonskim pozivom na pozivni broj SKDD-

a (01/4607-300). Govorni automat tražit će od ulagača broj računa u SKDD-u i PIN, kako bi se utvrdio identitet te broj zahtjeva za registraciju koji želi potvrditi, a koji je prethodno dobio od brokera. Nakon obavljene prodaje, utržak od prodaje umanjen za brokersku proviziju može ostati na računu ulagača u brokerskoj kući ako želi dalje trgovati. Ako ulagač ne želi dalje trgovati tada će mu brokerska kuća isplatiti sredstva na tekući račun (Orsag, Dedi, 2014).

### **Izvjешće o trgovanju obveznicama na Zagrebačkoj burzi d.d.**

Kao što je već bilo spomenuto ranije u radu, cijena obveznice se formira na tržištu kapitala pod utjecajem ponude i potražnje. Osnovni faktor pri određivanju cijene obveznice je njezina sadašnja vrijednost. Ona je jednaka tržišnoj cijeni samo pod pretpostavkom da se na tržištu ne javljaju neizvjesnost i rizik. Ukoliko je tržišna cijena obveznica niža od sadašnje vrijednosti, tada joj je tržište nesklono. U obrnutom slučaju, tržište je sklono obveznici. Ravnotežna cijena obveznice izračunava se inverznom konformnom metodom, tako da se očekivani prihodi po osnovi obveznice diskontiraju na sadašnju vrijednost uzimajući u obzir trenutnu ili očekivanu kamatnu stopu. Najlakše se računa ravnotežna cijena obveznice kod koje se na dan dospijeaća isplaćuje glavnica zajedno sa svim kamatama. U tom slučaju se sadašnja vrijednost računa po formuli  $V=N*(1+i)^{(d/365)}$  gdje je V- sadašnja vrijednost; N-isplata na dan dospijeaća; i-kamatni faktor; d-broj dana do dospijeaća. Ukoliko se otplata obveznice vrši u više anuiteta, obračun je nešto složeniji. Naime, potrebno je svaku od otplata diskontirati na sadašnju vrijednost. Formula tada glasi:  $V=A1(1+i)^{(d1/365)}+A2(1+i)^{(d2/365)}+...+An(1+i)^{(dn/365)}+N(1+i)^{(dn/365)}$  gdje su d1-broj dana do dospijeaća anuiteta i, a A1- anuiteti koji dospijevaju u periodu i. Ukoliko postoji rizik da obveznica ne bude isplaćena, odnosno da bude isplaćena u umanjenom iznosu. tada se rizik obračunava u cijenu obveznice putem faktora R koji iskazuje vjerojatnost da obveznice budu isplaćene, te faktora K koji pokazuje koliko se postotak od nominalne vrijednosti obveznica očekuje da će biti isplaćen. Formula tada glasi:  $V=RK(A1(1+i)^{(d1/365)}+A2(1+i)^{(d2/365)}+...+An(1+i)^{(dn/365)}+N(1+i)^{(dn/365)})$ . Iz prikazanih formula može se vidjeti da cijena obveznice pada pri porastu kamate, te pri produljenju roka dospijeaća. Također, tu cijenu smanjuje nesigurnost naplate. Na cijenu obveznice može utjecati i rizik promjene

kamatne stope. Općenito, cijena obveznica nije toliko podložna oscilacijama kao cijena vlasničkih efekata, te je mogućnost špekulacije daleko manja nego u slučaju dionica. Radi toga obveznicama se trguje daleko manje nego sa dionicama, te se radi toga na njih prvenstveno orijentiraju kupci koji preferiraju kupnju uz provođenje strategije (<http://poslovni.hr>).

Na internetskim stranicama Zagrebačke burze d.d. dnevno je i detaljno prikazano trgovanje obveznicama. Prema izvješću Zagrebačke burze d.d. za prvu polovicu 2015. godine, broj obveznica uvrštenih u službeno i redovito tržište Zagrebačke burze d.d. iznosilo je 40. Nadalje, u tablici 2. prikazano je trgovanje obveznicama na Zagrebačkoj burzi d.d. dana 31.07.2015. godine.

Tablica 2: Trgovanje obveznicama

Sve		Službeno tržište		Redovito tržište						
Simbol	Sektor	Zaključna	Zadnja	Promjena %	Prva	Najviša	Najniža	Prosječna	Količina	Promet
RHMF-O-15CA				OTC	101,30	101,32	101,30	101,31	20.000.000	20.262.000,00
RHMF-O-172A				OTC	103,75	103,78	103,75	103,76	21.000.000	21.790.500,00
RHMF-O-172A				Blok	103,75	103,75	103,75	103,75	16.478.828	17.096.784,05
RHMF-O-17BA				OTC	108,60	108,77	108,60	108,73	98.000.000	106.556.700,00
RHMF-O-187A				OTC	107,20	107,49	107,20	107,32	113.480.000	121.791.030,00
RHMF-O-187A				Blok	107,40	107,40	107,40	107,40	10.044.436	10.787.724,26
RHMF-O-19BA				OTC	111,45	111,45	111,45	111,45	500.000	4.230.108,71
RHMF-O-203A				OTC	115,25	115,25	115,25	115,25	10.000.000	11.525.000,00
RHMF-O-227E				OTC	118,05	118,05	118,05	118,05	55.000	492.867,44
RHMF-O-257A		103,53	103,55	+0,44 % ▲	103,50	103,55	103,50	103,53	8.434.087	8.731.780,04

Izvor: <http://www.zse.hr>

Iz tablice 2. može se zaključiti da se dana 31.07.2015. godine na Zagrebačkoj burzi trgovalo samo obveznicama izdanih od strane Ministarstva financija Republike Hrvatske. U tablici su prikazane cijene za svaku pojedinu obveznicu te je vidljivo da je za obveznicu pod simbolom RHMF-O-257A promjena cijene iznosila +0,44% u odnosu na dan ranije, te je tako zaključna cijena iznosila 103,53. Za svaku obveznicu iskazana je i količina te promet u kunama. Iako se na Zagrebačkoj burzi trguje prvenstveno dionicama, obveznice po količini prometa ne zaostaju daleko. Primjerice, dana 31.07.2015. godine promet

dionicama iznosio je 11.674.660 kn, dok je promet obveznicama iznosio 8.731.780 kn (<http://www.zse.hr>). Nažalost obveznice koje se izdaju većim dijelom su izdana od državnih poduzeća ili Ministarstva financija. Hrvatska još uvijek pripada državama u kojima se poduzeća zadužuju kod banaka umjesto izdavanjem obveznicama. U Europi postotak kreditiranja poduzeća putem kredita iznosi 80%, dok kreditiranja putem obveznica tek 20% (<http://www.poslovni.hr>). Međutim, vidljivi su neki pomaci, te su se polako poduzeća počela okretati nebankarskim izvorima za financiranje poslovanja. S obzirom na mali rizik i jednostavnost izdavanja, poduzeća u Hrvatskoj bi se trebala preusmjeriti na ovakvu vrstu zaduživanja.

#### **4.2. Trgovina i analiza komercijalnih zapisa na Zagrebačkoj burzi d.d.**

Prvi izdavatelj komercijalnih zapisa kao dužničkih vrijednosnih papira u Hrvatskoj bila je Pliva d.d. U 1998. godini Pliva je uspostavila program euro-komercijalnih zapisa u vrijednosti 100 mil. USD da bi u 2003. godini, nakon isteka inicijalnog programa, uspostavila program eurokomercijalnih zapisa u vrijednosti 250 mil. EUR što je najviše doprinijelo rastu ukupnog iznosa uspostavljenih programa u 2003. godini. Uspostava programa izdavanja komercijalnih zapisa predstavlja vrlo dobru podlogu za domaće izdavatelje prije izlaska na tržište dugoročnog duga. Sve tranše komercijalnih zapisa izdane do kraja 2008. godine bile su kunske (izuzev komercijalnih zapisa Plive), što se mijenja tijekom 2009. godine kada su od 54 izdane tranše, čak 32 tranše u ukupnom iznosu od gotovo 1,2 mlrd. kn (81,2%) denominirane u EUR (Privredna banka Zagreb, 2015).

Kretanje prinosa na komercijalne zapise do sada je u pravilu određivalo i smjer kretanja iznosa izdanih komercijalnih zapisa u opticaju. Pri tome je važno naglasiti da ulagatelji kao referentnu vrijednost za određivanje zahtijevanog tj. očekivanog prinosa na komercijalne zapise koriste kamatnu stopu na trezorske zapise Ministarstva financija odgovarajuće ročnosti i denominacije. U situaciji kada su ulagatelji željni prinosa, a banke sklone diverzifikaciji kreditnog portfelja, velika potražnja može drastično sniziti cijenu kapitala, pa ovakav način financiranja nerijetko postaje jeftiniji od bankovnog kredita. To je, primjerice, došlo do izražaja početkom 2007. godine, kada se razlika stope prinosa na komercijalne zapise i referentne stope prinosa svela na svega 50 baznih bodova (0,50%).

Od sredine 2009. godine bilježi se konstantan pad iznosa komercijalnih zapisa u opticaju i trenutno je u opticaju 5% komercijalnih zapisa od iznosa koji je bio u opticaju sredinom 2009. godine kad je zabilježen povijesni maksimum. I dok su dio komercijalnih zapisa tvrtke vratile iz vlastitog novčanog toka, dio je refinanciran bankarskim kreditima i/ili dugoročnim obveznicama, dok je veliki dio nažalost *defaultirao* (277,8 mil kn, tj. 19,1 % od iznosa iz sredine 2009. godine) te se trenutno nalazi u postupku predstečajnih nagodbi ili su više manje uspješno izašli iz istih. Sekundarno tržište komercijalnih zapisa u Hrvatskoj još uvijek je prilično nelikvidno. No, obzirom na kraće rokove dospijeca do godinu dana uobičajeno je da ulagatelji kupuju komercijalne zapise s namjerom da ih drže do dospijeca (Privredna banka Zagreb, 2015).

Prema izvješću Zagrebačke burze d.d., u prvoj polovici 2015. godine na službeno i redovito tržište Zagrebačke burze d.d. uvrštena su 2 komercijalna zapisa i to od Petrokemije i Zagreb-Montaža d.o.o. kao što je i prikazano na tablici 3.

Tablica 3: Uvrštenje komercijalnih zapisa

Sve	Municipalne	Korporativne	Državne	Komercijalni zapisi			
Simbol	Izdavatelj		ISIN	Broj izdanih	Nominala	Datum uvrštenja	
PTKM-M-542A	Petrokemija d.d.		HRPTKMM542A2	5.000.000	1,00 HRK	28.4.2015	
ZGMN-M-548A	Zagreb-montaža d.o.o.		HRZGMNM548A	13.050.000	1,00 HRK	16.12.2014	

Izvor: <http://www.zse.hr>

Iz tablice je jasno vidljivo da je Petrokemija izdala 5.000.000 komada komercijalnih zapisa, dok je Zagreb-Montaža d.o.o. izdala njih 13.050.000. Komercijalni zapisi su tek u manjoj mjeri prisutni na Zagrebačkoj burzi d.d., primjerice u lipnju 2015. godine uopće se njima nije trgovalo. To pokazuje da se poduzeća u Hrvatskoj ne okreću ovakvoj vrsti zaduživanja.

#### 4.3. Trgovina i analiza strukturiranih proizvoda na Zagrebačkoj burzi d.d.

Uvrštavanje strukturiranih vrijednosnih papira na Zagrebačku burzu d.d. predstavlja značajan iskorak u razvoju hrvatskog tržišta kapitala jer bi trebao pridonijeti jačanju

likvidnosti, a investitorima omogućiti korištenje šireg spektra investicijskih strategija. Općenito se Zagrebačka burza d.d. smatra regionalnim liderom obzirom na usluge na tržištu kapitala, stoga je uključivanje strukturiranih proizvoda dodatno pridonijelo njenom razvoju. Ulagatelji sada imaju alternativu izravnom ulaganju, sada im je omogućeno da ulažu u stagnirajuće, pozitivne, a i negativne trendove na tržištu kapitala, te da dodatno diverzificiraju svoje portfelje. Ovo uvrštavanje posebno je za hrvatsko tržište kapitala, jer se prvi put pojavio strani izdavatelj, prvi vrijednosni papir primljen na inozemni MTP, a i prvi novi instrument od osnutka ZSE 1991. godine. Strukturirani proizvodi su se na Zagrebačkoj burzi d.d. pojavili 2012. godine, točnije, 14. rujna 2012. godine odobren je prijam na Multilateralnu trgovinsku platformu (MTP), a 21. rujna 2012. započelo se sa trgovanjem. Izdavatelj je dakle ERSTE Group Bank AG sa sjedištem u Beču, a vrste strukturiranih proizvoda kojima se započelo trgovati su indeksni certifikati te turbo long i turbo short certifikati (<http://www.zse.hr>).

Strukturirani proizvodi mogu biti uvršteni na uređeno tržište ili primljeni u trgovinu na MTP-Alter (segment Multilateralne trgovinske platforme). U slučaju uvrštenja na uređeno tržište, izdavatelj je dužan izraditi prospekt na hrvatskom jeziku koji mora biti odobren od strane Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga. Na MTP-Alter mogu se primiti u trgovinu strukturirani proizvodi koji su izdani od strane izdavatelja koji imaju sjedište izvan Republike Hrvatske i koji su uvršteni na inozemno uređeno tržište ili na tržište koje ispunjava istovjetne uvjete za uređeno tržište propisane odredbama Zakona o tržištu kapitala. Strukturiranim proizvodima trguje se na Zagrebačkoj burzi d.d. na isti način kao i dionicama, a izdavatelj na sebe preuzima ulogu održavatelja tržišta putem člana burze, što osigurava likvidnost i omogućuje ulagatelju da lakše kupi i proda strukturirane proizvode. Poravnanje i namira vrše se isto kao i za dionice, putem Središnjeg klirinškog depozitarnog društva (<http://www.zse.hr>).

Prema izvješću Zagrebačke burze d.d., u prvoj polovici 2015. godine na redovito tržište Zagrebačke burze d.d. uvršteno je ukupno 3 indeksna certifikata, te 57 turbo certifikata. U nastavku, prikazana je vrijednosnica EGB-S-LGD9. Izdavatelj ove vrijednosnice je Erste Group Bank AG i uvrštena je na redovito tržište Zagrebačke burze d.d. Navedena vrijednosnica je turbo long certifikat, te je temeljni instrument zlato.



Nadalje, prikazana je na tablici 4. vrijednosnica EGB-S-LGD9.

Tablica 4: Podaci o vrijednosnici EGB-S-LGD9

<b>ZSE - podaci o vrijednosnici EGB-S-LGD9</b>										
Datum	Vrsta prometa	Prva	Zadnja	Najviša	Najniža	Prosječna	Promjena	Broj transakcija	Količina	Promet
17.3.2015	N	158,08	158,08	158,08	158,08	158,08	-7,66	1	1	158,08
6.3.2015	N	171,19	171,19	171,19	171,19	171,19	-31,22	1	1	171,19
21.1.2015	N	249,94	248,88	249,94	248,88	249,41	74,04	2	32	7.981,12

Izvor: <http://www.zse.hr>

Na tablici 4 su prikazana ukupno tri prometa u toku prvog polugodišta 2015. godine. Kao što je vidljivo, vrijednosnica je imala početnu cijenu od 249,94 HRK, već slijedeći promet prikazuje smanjenje cijene na 171,19 HRK, a zadnji promet ponovno smanjenje na 158,08 HRK.

Na slijedećoj tablici 5 prikazan je promet vrijednosnim papirima izraženim u milijunima kuna u prvoj polovici 2015. godine.

Tablica 5: Promet vrijednosnim papirima u milijunima kuna

	Dionice		Obveznice i prava		Strukturirani v.p.		Ukupni promet
	Promet	Udjel %	Promet	Udjel %	Promet	Udjel %	
siječanj	207,4	65,5	100,7	31,8	8,3	2,6	316,5
veljača	450,2	94,4	18,1	3,8	8,4	1,8	476,7
ožujak	194,4	77,6	47,0	18,8	9,3	3,7	250,7
travanj	171,3	71,6	61,8	25,8	6,0	2,5	239,2
svibanj	167,5	86,5	21,5	11,1	4,7	2,4	193,8
lipanj	193,2	91,9	11,3	5,4	5,7	2,7	210,2
<b>Ukupno</b>	<b>1.384,1</b>	<b>82,3</b>	<b>260,5</b>	<b>15,2</b>	<b>42,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1.687,1</b>

Izvor: <http://www.zse.hr>

U tablici 5. detaljnije se ulazi u količinu prometa na hrvatskom tržištu kapitala u prvoj polovici 2015. godine. Promatrajući promet strukturiranim proizvodima po mjesecima, u odnosu su se stavile i dionice i obveznice. Tako se vidi da je tijekom svih mjeseci promet strukturiranim proizvodima bio neznatan u odnosu na druge vrijednosne papire. Zaključno, na kraju polugodišta, promet dionicama iznosio je 82,3%, promet obveznicama 15,2%, dok promet strukturiranim proizvodima iznosio je tek 2,5%.

## 5. ZAKLJUČAK

Iz ovog rada može se zaključiti da su dužnički vrijednosni papiri pogodan oblik ulaganja za investitore s niskom sklonošću riziku i za smanjenje rizika u portfolio selekciji vrijednosnih papira. Primjerice, obveznice se lakše plasiraju na primarnom tržištu od dionica, te svojim imaočima garantiraju fiksni prinos, tj. kamatu. Kao važan razlog izdavanja obveznica također se može navesti činjenica da poduzeća izdavatelji ne moraju mijenjati svoju vlasničku strukturu. U Hrvatskoj je tržište dužničkih vrijednosnih papira poprilično nerazvijeno, a temelj predstavljaju obveznice Ministarstva financija. Banke su dugo vremena bili jedini i glavni investitori u državne obveznice. Nakon njih pojavili su se i mirovinski i investicijski fondovi te osiguravajuća društva. Inflacija i opasnost od smanjenja kreditnog rejtinga Hrvatske smanjile su interes investitora za kupnju obveznica na sekundarnom tržištu. Građani Hrvatske nemaju izravan pristup izdanjima državnih obveznica te za kupovinu moraju koristiti usluge društava za trgovanje vrijednosnim papirima. Iako se u Europi bilježi rast dužničkih vrijednosnih papira, u Hrvatskoj su vidljivi tek mali pomaci. U svrhu donošenja odluke i ocjene oportuniti ulaganja u obveznice važno je neprestano vrednovanje i procjenjivanje obveznica. Prepoznavanje kvalitetnih obveznica znači veliku prednost i dovodi do očekivanih prinosa dobro optimiziranog portfelja.

Značajan iskorak u razvoju hrvatskog tržišta kapitala predstavlja uvrštavanje strukturiranih vrijednosnih papira na Zagrebačku burzu d.d.. To bi trebalo pridonijeti jačanju likvidnosti, a investitorima omogućiti korištenje šireg spektra investicijskih strategija. No, prema izvještaju Zagrebačke burze d.d. za prvo polugodište 2015. godine, vidljivo je da se trgovina strukturiranim vrijednosnim papirima odvija u neznatnoj mjeri u odnosu na obveznice ili dionice. Usporede li se obveznice i dionice, dolazi se do zaključka da je primarna trgovina na Zagrebačkoj burzi d.d. trgovina dionicama.

Iako postoji trgovina obveznicama na Zagrebačkoj burzi d.d. (u prvom polugodištu 2015. u vrijednosti 260,5 milijuna kuna), prvenstveno se to radi o obveznicama izdanih od Ministarstva financija Republike Hrvatske ili o državnim tvrtkama. Poduzeća u Hrvatskoj se još uvijek okreću bankarskim kreditima kao načinu zaduživanja. Iako se u Europi vide pomaci u zaduživanju dužničkim vrijednosnim papirima, Hrvatska zaostaje.

## 6. LITERATURA

### Knjige:

1. Bujan, I. (2011), Poslovne financije – skripta, Međimursko veleučilište u Čakovcu, Čakovec
2. Cingula, M., Klačmer, M. (2003), Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin
3. Foley B. (1998), Tržište kapitala, Mate, Zagreb
4. Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2005), Financijska tržišta+institucije, Mate, Zagreb
5. Orsag, S. (1997), Financiranje emisijom vrijednosnih papira, RIFIN, Zagreb
6. Orsag, S., Dedi L. (2014), Tržište kapitala, Alka script d.o.o., Zagreb
7. Prohaska, Z. (1994), Upravljanje vrijednosnim papirima, Infoinvest, Zagreb
8. Saunders, A., Millon Cornett A. (2006), Financijska tržišta i institucije, Masmedia
9. Vidučić, Lj. (2006), Financijski menadžment, RRIF, Zagreb

### Literatura s interneta

10. Burza, RiTelefax d.o.o., <http://burza.com.hr/novac/burza/2000/10/001005-kako-nastaju-trzisne-cijene-dionica/> (23.08.2015.)
11. FIMA vrijednosnice d.o.o., <http://www.fima-vrijednosnice.hr/default.aspx?id=133816> (06.06.2015.)
12. Hrvatska narodna banka, guverner Boris Vujčić, Odluka o prikupljanju podataka za potrebe sastavljanja statistike vrijednosnih papira, Zagreb, 07.06.2015., stupilo na snagu 30.06.2015., <http://www.hnb.hr/propisi/odluke-vrijednosnipapiri/nacrti/h-odluka-vrijednosni-papiri-NN71-2013.pdf> (01.08.2015.)
13. Limun.hr, Leksikon, <http://www.limun.hr> (30.05.2015.)
14. PBZ Invest, Riječnik pojmova, <http://www.pbzinvest.hr/main.aspx?id=79> (06.06.2015.)
15. Privredna banka Zagreb, Investicijsko bankarstvo, [http://www.pbz.hr/Default.aspx?art=3638#.VXMb4M\\_tmko](http://www.pbz.hr/Default.aspx?art=3638#.VXMb4M_tmko) (06.06.2015.)

16. Privredna banka Zagreb, Komercijalni zapisi 2014., <http://www.pbz.hr/lgs.axd?t=16&id=37158> (17.08.2015.)
17. Poslovni dnevnik, <http://www.poslovni.hr/hrvatska/dominacija-banaka-popusta-sve-vise-tvrtki-izdaje-obveznice-296040> (02.08.2015.)
18. Poslovni dnevnik, Cijena obveznice, <http://www.poslovni.hr/leksikon/cijena-obveznice-1092> (23.08.2015.)
19. Podravska banka, Financijski instrumenti, <http://www.poba.hr> (23.08.2015.)
20. Raiffeisen bank, Informacije za ulagatelje u financijske instrumente, <http://www.rba.hr> (30.05.2015.)
21. Rast, investicijsko društvo, Osnovni podaci o strukturiranim vrijednosnim papirima (certifikati), Varaždin, 2014., [www.rast.hr/Content/dokumenti/certifikati-brosura.pdf](http://www.rast.hr/Content/dokumenti/certifikati-brosura.pdf) (17.08.2015.)
22. Zagrebačka burza, Pregled trgovine u prvom polugodištu 2015. godine, Zagreb, srpanj 2015., <http://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-1H2015.pdf>, 01.08.2015.
23. Zagrebačka burza, Trgovinski podaci i statistike, <http://zse.hr/default.aspx?id=26521> (01.08.2015.)
24. Zagrebačka burza, prospekt Strukturirani proizvodi, <http://www.zse.hr/userdocsimages/struktuirirani-papiri/CERTIFIKATI-opca-brosura-bez-guillochea-30-10-2013.pdf> (17.08.2015.)

## **PRILOZI**

Slika 1: Podjela institucionalnog okvira tržišta kapitala

Tablica 1: Najveće redovne transakcije dionicama

Tablica 2: Trgovanje obveznicama

Tablica 3: Uvrštenje komercijalnih zapisa

Tablica 4: Podaci o vrijednosnici EGB-S-LGD9

Tablica 5: Promet vrijednosnim papirima u milijunima kuna

Formula 1: Tekući prinos

Formula 2: Prinos do dospijeca