

# TRŽIŠTA VRIJEDNOSNIH PAPIRA

---

**Palinić, Franka**

**Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni**

**2019**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Polytechnic of Šibenik / Veleučilište u Šibeniku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:143:627525>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-09-01**

*Repository / Repozitorij:*

[VUS REPOSITORY - Repozitorij završnih radova  
Veleučilišta u Šibeniku](#)



**VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU**

**ODJEL MENADŽAMENT**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ**

**MENADŽMENT**

**Franka Palinić**

**TRŽIŠTA VRIJEDNOSNIH PAPIRA**

**Diplomski rad**

**Šibenik, 2019**



**VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU**

**ODJEL MENADŽAMENT**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ**

**MENADŽMENT**

**TRŽIŠTA VRIJEDNOSNIH PAPIRA**

**Diplomski rad**

**Kolegij:** Financijske institucije i tržišta

**Mentor:** Anita Grubišić, mag.oec.,v.pred.

**Student/ica:** Franka Palinić

**Matični broj studenta:** 1219043440

**Šibenik, rujan 2019**

# Sadržaj

1. Uvod.....	1
2. Tržišta vrijednosnih papira.....	2
2.1. Tržišta novca.....	2
2.1.1. Vrijednosni papiri na tržištu novca.....	3
2.2. Tržišta obveznica.....	7
2.2.1. Trezorske srednjoročne i dugoročne obveznice.....	8
2.2.2. Municipalne obveznice.....	9
2.2.3. Korporativne obveznice.....	10
2.3. Hipotekarna tržišta.....	13
2.3.1. Primarno hipotekarno tržište.....	13
2.3.2. Sekundarna hipotekarna tržišta.....	15
2.4. Tržišta dionica.....	18
2.5. Devizna tržišta.....	22
2.5.1. devizni tečajevi i transakcije.....	22
2.5.2. Uloga financijskih institucija u deviznim transakcijama.....	23
2.5.3. Dobit i rizik deviznih transakcija.....	24
2.6. tržišta derivativnih instrumenata.....	25
2.6.1. Forward i futures ugovori.....	25
2.6.2. Opcije.....	27
2.6.3. Swap.....	28
2.7. IPO-inicijalna javna ponuda.....	29
3. Inicijalne javne ponude na tržištu kapitala u RH.....	32
3.1. INA d.d.....	34
3.2. HT-Hrvatske komunikacije d.d.....	37
4. Osvrt autorice.....	41
5. Zaključak.....	44
Literatura.....	45

Veleučilište u Šibeniku

Diplomski rad

Odjel menadžmenta

Specijalistički diplomski stručni studij Menadžment

## TRŽIŠTA VRIJEDNOSNIH PAPIRA

FRANKA PALINIĆ

Bana Ivana Mžuranića 14, 22 000 Šibenik, franka.palinic@gmail.com

Vrijednosni papiri (engl. securities, njem. Wertpapiere, Effekten), odnosno vrijednosnice su isprave kojima se njihov izdavatelj obvezuje da će ispuniti obvezu upisanu na tim ispravama njihovom zakonitom imaoću. Potraživanje iz vrijednosnih papira vezano je uz sam papir. Vrijednosnice predstavljaju investiciju, odnosno predmet od financijske vrijednosti, (npr. dionice i obveznice), kojima se trguje na burzi vrijednosnih papira. Izdaju se na temelju uloženi novčanih sredstava. Na burzi se ne trguje svim vrijednosnim papirima već samo onima koji udovoljavaju zakonskim propisima i propisima burze. Tržište (ili burza) vrijednosnih papira je vrsta tržišta koje brokerima i trgovcima dionicama, obveznicama i ostalim vrijednosnim papirima omogućuje trgovanje. Dijeli se na tržište novca, tržište obveznica, hipotekarna tržišta, tržišta dionica, devizna tržišta i tržišta derivativnih instrumenata. Inicijalna javna ponuda dionica (eng. initial public offering) označava prvu javnu emisiju dionica, a najčešće se označava skraćenicom IPO. To prva javna ponuda dionica nekog privatno/državnog društva prema investicijskoj javnosti. Predstavlja postupak prvog izlaska dionica na primarno tržište kapitala. U situaciji kada se poduzeće odluči provesti ovu metodu prikupljanja kapitala, potrebno je provesti niz detaljnih analiza kako bi se utvrdile informacije bitne za proces IPO-a.

(48 stranica/10 slika/1 tablica/30 literaturnih navoda/jezik izvornika: hrvatski)

Rad je pohranjen u: Knjižnici Veleučilišta u Šibeniku

*Ključne riječi:* vrijednosni papiri, tržište vrijednosnih papira, tržište novca, tržište obveznica, hipotekarna tržišta, tržišta dionica, devizna tržišta, tržišta derivativnih instrumenata

*Mentor:* Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.

*Polytechnic of Šibenik.*

*Final paper*

*Department od Management*

*Professional Graduate Studies of Management*

## **SECURITIES MARKET**

*FRANKA PALINIĆ*

*Bana Ivana Mžuranića 14, 22 000 Šibenik, franka.palinic@gmail.com*

*Securities, Wertpapiere, Effekten), securities, written documents which are required by the issuer to fulfill the obligation entered in those documents by their legitimate shareholder. Securities are linked to paper. They represent an investment, that is, a subject of financial value, (such as shares and bonds), traded on a stock exchange. They are issued based on invested funds. Not every stock is a subject of a stock exchange transaction, but only one that complies with legal regulations and stock exchange regulations. Securities market (or stock exchange) is a kind of market that enables trading to brokers and stock market traders, bonds traders and other securities traders. It consists of the money market, bond market, mortgage markets, stock markets, foreign exchange markets and derivative instruments markets. Initial public offering is the first public issue of shares, and is most often referred to as an IPO shortlist. This is the first public offer of shares of a private / state company to the investment public. It represents the first exit procedure for the primary capital market. In the situation when the company decides to implement this method of collecting capital, a number of detailed analysis need to be carried out to determine the information relevant for the IPO process.*

*(48 pages/10 figures/1 table/30 references/original in Croatian language)*

*Paper deposited in: Library of Politechnic of Šibenik*

*Key words: securities, securities market, money market, bond market, mortgage markets, stock markets, foreign exchange markets, derivative instruments markets, initial public offering*

*Supervisor: Anita Grubišić mag. oec., v. pred*

## 1. Uvod

Tema ovog rada su tržišta vrijednosnih papira i IPO na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj. Kao primjere uzela sam dvije kompanije INA d.d. i HT d.d. budući da su među prvim kompanijama koje su se odlučile na inicijalnu javnu ponudu (IPO) na tržištu kapitala Republike Hrvatske. Uz to, njihovi IPO-i skrenuli su pozornost javnosti ka tržištu kapitala te izazvali interes inozemnih investitora za tržište kapitala u Republici Hrvatskoj.

Cilj rada je detaljno opisati sve sastavnice tržišta vrijednosnih papira u koje spadaju tržišta novca, tržišta obveznica, hipotekarna tržišta, tržišta dionica, devizna tržišta i tržišta derivativnih instrumenata. Također, cilj rada je predstaviti značenje IPO-a (prve javne ponude) za poduzeće i za tržište općenito, te zaključiti da li je IPO vrijedan rizika.

Rad je podjeljen na pet dijelova. Prvi dio sastoji se od uvoda gdje je objašnjena osnovna tematika rada. Drugi dio sadrži teoretsko objašnjenje tržišta vrijednosnih papira te njegovu raščlambu na manja tržišta i opis IPO procesa. U trećem dijelu prikazani su podaci IPO-a na tržištu kapitala Republike Hrvatske te su analizirani podaci dviju velikih kompanija koje su među prvima plasirale svoje dionice na javno tržište. Četvrti dio sadrži moje osobno mišljenje o IPO-u INA d.d. i HT d.d. te komentar o uspješnosti i korisnosti takvog načina financiranja. Peti dio odnosi se na zaključak.

U radu su korištene: metoda analize, metoda komparacije, metoda dedukcije i metoda mjerenja.



## **2. TRŽIŠTA VRIJEDNOSNIH PAPIRA**

Vrijednosnim papirima smatraju se dokumenti kojima se dogazuje vlasništvo odnosno određeno pravo u gospodarskom odnosu. Na burzovnom tržištu obavlja se prodaja i kupnja vrijednosnih papira. Burze odnosno tržišta vrijednosnih papira i državne ustanove provjeravaju vrijednost i valjanost vrijednosnih papira kako bi očuvale svoj poslovni ugled i osigurale sigurnost kupaca. Zarada putem vrijednosnih papira se dobiva na temelju dividende i kamate ili prodajom vrijednosnih papira.

### **2.1. Tržišta novca**

"Tržišta novca postoje radi prijenosa sredstava pojedinaca, korporacije i jedinica vlasti s kratkoročnim viškom sredstava (dobavljači sredstava) ekonomskim subjektima s kratkoročnom potrebom za sredstvima (korisnici sredstava). Na tržištima novca, kratkoročne dužničke instrumente (oni s izvornim dospijecem od godinu ili manje) izdaju ekonomske jedinice koje trebaju kratkoročna sredstva, a kupuju ih ekonomske jedinice s viškom kratkoročnih sredstava. Kad su jednom izdani, instrumentima tržišta novca trguje se na aktivnim sekundarnim tržištima. Tržišta kapitala imaju sličnu funkciju za sudionike tržišta s viškom sredstava koja ta sredstva žele uložiti na razdoblja duža od godinu dana i/ili uzeti kredit na razdoblje duže od godinu dana. Sudionici tržišta koji svoja ulaganja koncentriraju u instrumente tržišta kapitala skloni su i ulaganju u neke vrijednosne papire na tržištu novca da bi zadovoljili svoje kratkoročne potrebe za likvidnošću." <sup>1</sup>

Tržišta novca su se pojavila zbog toga što se potreba za novcem pojedinaca, korporacija i vlasti u praksi ne poklapaju uvijek s njihovim novčanim prihodom. Kao primjer mogu navesti federalnu vladu koja prikuplja poreze na tromjesečnoj bazi; dok operativne i drugi troškove čini svakodnevno. Također, dnevni novčani primitci korporacije ne moraju se poklapati s dnevnim izdacima (npr. plaće i ostala davanja). Držanje gotovinskog salda uzrokuje trošak koji se pojavljuje kao tzv. oportunitetni trošak. Iz tog razloga ekonomske jedinice s viškom gotovine ovakav slado drže u minimalnim mogućim vrijednostima koje su neophodne za pokriće transakcijskih obveza na dnevnoj bazi. Kako bi izbjegli prevelik oportunitetni trošak vlasnici gotovine preljev novčanih sredstava ulažu u financijske vrijednosne papire čija je karakteristika brzog i u većini slučajeva bez troškovnog pretvaranja natrag u gotovinu. Rizik gubitka vrijednosti tijekom investicijskog razdoblja je malen. Tržišta novca djelotvorna su u

---

<sup>1</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), Financijska tržišta i institucije; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str. 216

obavljanju tih usluga omogućavajući brzi prijenos velikih iznosa od dobavljača sredstava do korisnika sredstava u kratkim razdobljima uz mali trošak za oba sudionika transakcije.

Sva tržišta novca i svi vrijednosni papiri na tržištima novca odnosno instrumenti imaju tri zajedničke karakteristike. Prodaja instrumenata tržišta novca uobičajeno se obavlja velikim denominacijama (često jedinicama od 1 milijun do 10 milijuna dolara). Većina kupaca na tržištu novca potražuje velike količine gotovine, pa su transakcijski troškovi zanemarivi u odnosu na kamatu. Početne transakcije većini individualnih investitora ne omogućava direktno ulaganje u vrijednosne papire tržišta novca. Umjesto toga, investitori neizravno ulažu u vrijednosne papire na tržištu novca, koristeći financijske institucije kao što su uzajamni investicijski fondovi tržišta novca.

Vrijednosne papire na tržištu novca karakterizira malen rizik od neplaćanja, kašnjenja ili izostanka uplate gledavnice. S obzirom da plasirana gotovina na tržištima novca mora biti na raspolaganju za brzi povrat zajmodavcu, instrumenti tržišta novca obično se mogu izdati jedino visokokvalitetnim zajmoprimcima s malim rizikom od neplaćanja.

Instrumenti na tržištu novca imaju rok dospijeca godinu dana ili kraće. Produžavanjem roka dospijeca dužničkog vrijednosnog papira povećava se rizik promjene kamatne stope i nužna stopa povrata. Negativna kretanja cijena koja nastaju kao rezultat promjena kamatnih stopa su znatno smanjena kod kratkoročnih vrijednosnih papira. Kratkoročno dospijeca instrumenata na tržištu novca pomaže smanjenju rizika od značajnog utjecaja promjena kamatnih stopa na tržišnu cijenu i vrijednost vrijednosnih papira.

### **2.1.1. Vrijednosni papiri na tržištu novca**

"Trezorski zapisi su kratkoročne obveze američke vlade izdane za pokriće manjka (deficita) u tekućem vladinom proračunu i za financiranje dospjelog vladinog duga. Trezorski zapisi prodaju se na dražbama. Izvorna dospijeca su 13 do 26 tjedana, izdaju se u denominacijama višekratnika od 1.000 dolara. Minimalna dopuštena denominacija za nadmetanje za trezorski zapis iznosi 1.000 dolara. Tipična kupnja na novoizvedenom tržištu trezorskih zapisa je oko 5 milijuna dolara."<sup>2</sup> Na aktivnom sekundarnom tržištu uz posredstvo dilera vladinih vrijednosnih papira koji trezorske zapise kupuju od američke vlade i ponovno ih prodaju ulagačima, trguje se već izdanim trezorskim zapisima. Trezorski zapisi uobičajeno nemaju

---

<sup>2</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 124-128

rizik od neplaćanja budući da ih pokriva američka vlada. U SAD-u trezorski zapisi se obično tretiraju kao imovina bez rizika. Nadalje, možemo zaključiti kako trezorski zapisi imaju mali rizik likvidnosti kada promatramo njihovu kratkoročnu prirodu i aktivno sekundarno tržište.

"Trezorski zapisi prodaju se na diskontnoj bazi. Umjesto izravnog plaćanja kamata na trezorske zapise (kuponska stopa je nula), vlada izdaje trezorske zapise s popustom na njihovu nominalnu vrijednost. Dobit nastaje zbog razlike između kupovne cijene plaćene za trezorski zapis i nominalne vrijednosti koja se prima kod dospijeca."<sup>3</sup>

"Pod federalnim sredstvima podrazumijevamo kratkoročna sredstva prenesena između financijskih institucija. Ova sredstva se prenose najčešće na razdoblje od jedan dan. Institucija koja uzima federalna sredstva stvara pasivu na svojoj bilanci, "kupljena federalna sredstva", dok institucija koja daje federalna sredstva bilježi aktivu, "prodana federalna sredstva". Prekonoćna odnosno jednodnevna kamatna stopa za posudbu federalnih sredstava zove se stopa federalnih sredstava. Federalna sredstva su jednokratni krediti - kamatna stopa se plaća samo po dospijecu. Transakcije federalnih sredstava imaju oblik kratkoročnih (obično preko noći) neosiguranih kredita.

Tržište federalnih sredstava je visokolikvidno tržište i fleksibilan izvor financiranja za komercijalne banke i štedionice. Komercijalne banke, osobito velike komercijalne banke, vode velik dio transakcija na tržištu federalnih sredstava. Transakcije federalnih sredstava nastaju kada banke uzimaju i daju višak rezervi koje drže kod Banke federalnih rezervi putem elektroničkog sustava Federalnih rezervi. Banke s viškom rezervi plasiraju federalna sredstva, dok banke s manjkom rezervi pozajmljuju federalna sredstva."<sup>4</sup>

"Sporazum o reotkupu (RP) sporazum je koji obuhvaća prodaju vrijednosnih papira jedne strane drugoj uz obećanje ponovne kupnje vrijednosnih papira po odeđenoj cijeni i na određeni datum u budućnosti. Tako je sporazum o reotkupu u biti kredit federalnih sredstava uz zalog, s tim da je zalog u obliku vrijednosnih papira. Vrijednosni papiri koji se najčešće koriste u sporazumima o reotkupu su trezorski vrijednosni papiri SAD-a (npr. trezorski zapisi) i vrijednosni papiri vladine agencije (npr. Fannie Mae). Obrnuti sporazum o reotkupu sporazum

---

<sup>3</sup> Dolenc P. (2003.), Razvoj sekundarnog tržišta državnim dužničkim vrijednosnim papirima u zemljama u tranziciji. *Financijska teorija i praksa*;27(2):223-33.

<sup>4</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), *Financijska tržišta i institucije*, Masmedia, Zagreb, str. 130-131

je koji obuhvaća kupnju vrijednosnih papira jedne strane od druge uz obećanje da će ih natrag prodati na određeni datum u budućnosti."<sup>5</sup>

Sporazumi o reotkupu obično imaju kratkoročno dospijeće koje može biti od 1 do 14 dana. Sporazumi koji imaju dospijeće kraće od jednog tjedna obično se izdaju u denominacijama od 25 milijuna dolara ili više. Tržište za dugoročne sporazume je trenutno u razvoju. Dugoročni sporazumi mogu imati dospijeće od 1 do 3 mjeseca. Sporazumi s dugoročnim dospijećem često su u denominacijama od 10 milijuna dolara.

"Mnoge komercijalne tvrtke, s mrtvim kapitalom na svojim depozitnim računima u bankama, koriste sporazume o reotkupu kao način zarade malih dobiti sve dok se ne pojavi potreba za tim sredstvima. U tom slučaju tvrtka koristi svoj mrtvi kapital za kupnju trezorskih zapisa od svoje banke. Banka pristaje ponovno kupiti trezorske zapise u budućnosti po višoj cijeni. Međutim, većina sporazuma o reotkupu zalogom su osigurane transakcije federalnih sredstava koje su unijele banke."<sup>6</sup>

Sporazumi o reotkupu ugovaraju se posredstvom brokera odnosno dilera, a mogu ih dogovoriti i dvije strane izravno. Vrijednosni se papiri se kod sporazuma o reotkupu prepisuju na kupca do roka dospijeća. Za razliku od federalnih sredstava bez zaloga, sporazumi o reotkupu imaju niže kamatne stope i mali kreditni rizik te imaju manju likvidnost s obzirom da je njihovo izvršenje moguće napraviti tek nakon što je dogovoreni tip zaloga poslan. Primjerice sporazume je nemoguće dogovoriti nakon zatvaranja banaka, dok se federalna sredstva mogu dogovoriti u kratkom roku.

Korporacija izdaje komercijalni papir radi dobivanja kratkoročne gotovine, iz koje se financira radni kapital. To je neosigurani kratkoročni instrument. Komercijalni papir je najveći instrument tržišta novca. 2001. godine zabilježeni su 1.440,9 milijardi dolara u optjecaju u obliku komercijalnih papira. Komercijalni papiri koji su u optjecaju su najčešće u velikim iznosima iz razloga što tvrtke s jakim kreditnim rejtingom obično mogu izdavanjem komercijalnog papira posuditi novac po nižoj kamatnoj stopi od one koja se primjenjuje pozajmljivanjem putem kredita banaka.

"Komercijalni papir općenito se prodaje u denominacijama od 100.000 dolara, 250.000, 500.000 i 1 milijun dolara. Dospijeće se kreće od 1 do 270 dana - najčešće između 20 i 45 dana. Komercijalni papir mogu prodavati izdavatelji izravno kupcu, kao što je uzajamni investicijski

---

<sup>5</sup> Sumpor M., (2002.), "TRŽIŠTE DRŽAVNIH VRIJEDNOSNICA", *Ekonomski pregled*, vol.53, br. 3-4, str. 319-342, [Online]. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/28016>. [Citirano: 26.09.2019.]

<sup>6</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), *Financijska tržišta i institucije*; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str. 219

fond (izravni plasman) ili ga mogu prodati dileri neizravnim putem na tržištima komercijalnim papirima. Komercijalni papir od dana izdavanja do dospelja drže investitori. Stoga nema aktivnog sekundarnog tržišta za komercijalne papire."<sup>7</sup> Utrživost emisije komercijalnog papira uvelike ovisi o kreditnom rejtingu tvrtke izdavatelja papira budući da se njime ne trguje aktivno i on je jedan od oblika neosiguranog duga. Potencijalni investitori putem kreditnog rejtinga dobivaju informacije o sposobnosti tvrtke izdavatelja da vrati posuđena sredstva, kako je obećano, te se pomoću njih vrši usporedba emisija komercijalnih papira različitih tvrtki.

Komercijalni papir može se prodati izravno investorima od strane izdavatelja, a može se prodati i neizravno posredstvom brokera i dilera

"Prenosivi certifikat o depozitu (CD) je oročeni depozit koji je izdala banka koji specificira kamatnu stopu i datum dospelja i prenosiv je (tj. može se prodati) na sekundarnom tržištu. Prenosivi certifikat o depozitu je instrument na donosioca - tko god imao certifikat o depozitu u vrijeme dospelja, prima glavnice i kamatu. S prenosivim certifikatima može se trgovati puno puta na sekundarnim tržištima; stoga izvorni kupac nije nužno i vlasnik u trenutku dospelja. Prenosivi certifikati od depozitu imaju denominacije u rasponu od 100.000 do 10 milijuna dolara; 1 milijun dolara je najčešća denominacija. Dospelje prenosivih certifikata o depozitu kreće se od dva tjedna do jedne godine, a većina ima dospelje od jedan do četiri mjeseca."<sup>8</sup>

Banke na dnevnoj bazi postavljaju nekoliko stopa za svoje prenosive certifikate o depozitu, najčešće na 1,2,3,6 i 12 mjeseci. Kako bi osigurala sredstva za rad, banka prodaje certifikate o depozitu investorima koji će u većini slučajeva certifikate čuvati, bez da ih prodaju na sekundarnom tržištu. Investitori umjesto novih emisija na sekundarnom tržištu za prenosive certifikate kupuju već postojeće certifikate. Na sekundarnom tržištu za prenosive certifikate o depozitu postoje povezane mreže koje se najčešće sastoje od 15 brokera i dilera koji trgovanje obavljaju telefonskim putem.

Banka i kupac dogovaraju visinu kamatne stope prenosivih certifikata o depozitu. Poznate banke nude prenosive certifikate o depozitu po sniženim kamatnim stopama za razliku od manje poznatih banaka. "Kamatne stope na prenosive certifikate o depozitu općenito su izražene na temelju donošenja kamata s godinom od 360 dana. Prenosivi certifikati s dospeljem dužim od godine dana obično kamatu plaćaju polugodišnje."<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 134-137

<sup>8</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 138-139

<sup>9</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), Financijska tržišta i institucije; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str. 227-228

Bankovne mjenice su mjenice na rok koje se isplaćuju prodavatelju, a isplatu jamči banka. Mjenicom se nalaže banci da donositelju mjenice isplati točno određen iznos na točno određen datum. Većina mjenica koje izdaje banka (bankovnih mjenica) nastaje putem međunarodnih trgovinskih transakcija i osnovnih kreditnih zapisa. Mjenica se prihvaća na rok i uz nju se prilaže garancija.

Kod stranik izvoznika bankovna mjenica ostaje do isteka garancije. Izvoznici mogu prodati mjenicu i prije isteka garancije (npr. svojoj banci) ako im novac bude ranije potreban te mogu ostvariti popust na vrijednost mjenice. Banka može čuvati bankovnu mjenicu do roka dospijea ili je može prodati na sekundarnom tržištu. Na datum dospijea isplatu bankovne mjenice prima onaj koji je trenutni nositelj mjenice.

"S obzirom da se bankovne mjenice isplaćuju donositelju na datum dospijea, njima se može trgovati i trguje se na sekundarnim tržištima. Dospijea bankovnih mjenica kojima se trguje na sekundarnim tržištima kreću se od 30 do 270 dana. Denominacije bankovnih mjenica određene su veličinom izvorne transakcije (između domaćeg uvoznika i stranog izvoznika). Međutim, kad se jednom nađu na sekundarnom tržištu, bankovne mjenice često se stavljaju u pakete i njima se trguje u blokovima, uglavnom od 100.000 i 500.000 dolara."<sup>10</sup>

## **2.2. Tržišta obveznica**

"Vlasnički udjeli (dionice) i dužnički instrumenti (srednjoročne obveznice, obveznice i hipotekarni instrumenti) instrumenti su s dospijecom dužim od jedne godine kojima se trguje na tržištima kapitala. Obveznice su dugoročne obveze koje izdaju korporacije i vladine jedinice. Priljev od izdavanja obveznica koristi se za prikupljanje sredstava za potporu dugoročnim operacijama izdavatelja (npr. za projekte kapitalnih izdataka). U zamjenu za sredstva ulagača, izdavatelj obveznice obećava platiti određeni iznos u budućnosti po dospijecu obveznice (nominalna vrijednost) plus kuponsku kamatu na pozajmljena sredstva (kuponska stopa puta nominalna vrijednost obveznice). Ako izdavatelj obveznice ne ispuni

---

<sup>10</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 139-140

uvjete plaćanja, vlasnik obveznice (ulagač) ima pravo potraživanja aktive izdavatelja obveznica.

Tržišta obveznica su tržišta na kojima se obveznice izdaju i njima se trguje. Koriste se kao pomoć u transferu sredstava od pojedinaca, korporacija i vladinih jedinica s viškom sredstava do korporacija i vladinih jedinica kojima treba dugoročno financiranje dugom. Tradicionalna klasifikacija tržišta obveznica obuhvaća tri tipa: trezorske srednjoročne i dugoročne obveznice; municipalne obveznice; i korporativne obveznice."<sup>11</sup>

### **2.2.3. Trezorske srednjoročne i dugoročne obveznice**

Trezorske srednjoročne i dugoročne obveznice izdaje trezor SAD-a, a njima se pokrivaju dugovi i ostali izdaci. Poput trezorskih zapisa, i trezorske (srednjoročne i dugoročne) nemaju rizik od neplaćanja. Od trezorskih srednjoročnih i dugoročnih obveznica ulagači dobivaju isplate niskih kamatnih stopa do dospijea. No, trezorske srednjoročne i dugoročne obveznice sa sobom ipak nose rizik. Postoji rizik kamatne stope budući da je dospijeće trezorskih obveznica točno definirano, pa imaju velike promjene cijene. Često su ranije izdane srednjoročne i dugoročne obveznice (tzv. "of the run" emisije) postale manje likvidne od tek izdanih (tzv. "on the run"). U tom slučaju primjenjuju se dodatne premije za rizik likvidnosti. "Za razliku od trezorskih zapisa, koji se prodaju po diskontnoj vrijednosti, srednjoročne i dugoročne trezorske obveznice isplaćuju kuponsku kamatu (polugodišnje). Srednjoročne trezorske obveznice imaju izvorno dospijeće od 1 do 10 godina, dok dugoročne trezorske obveznice imaju izvorno dospijeće od više od 10 godina. Trezorske obveznice izdaju se u minimalnim denominacijama od 1.000 dolara ili u višekratnicima od 1.000 dolara. Riznica izdaje dva tipa srednjoročnih i dugoročnih obveznica: s fiksnom glavnicom i indeksirane inflacijom. Premda oba tipa plaćaju kamatu dvaput godišnje, vrijednost glavnice koja se koristi za određivanje postotne kamatne isplate (kupon) na obveznice indeksirane inflacijom prilagođena je tako da odražava inflaciju.

Riznica SAD-a prodaje srednjoročne i dugoročne trezorske obveznice putem konkurentnih i nekonkurentnih trezorskih dražbi. Riznica daje izjavu za tisak oko tjedan dana prije svake dražbe, uključujući datum dražbe, iznos za prodaju i druge detalje o vrijednosnim papirima koji će se izdati. Ponude mogu podnijeti vladini dileri vrijednosnim papirima, poslovni subjekti i pojedinci putem Banke federalnih rezervi do podneva prema istočnom vremenu, za

---

<sup>11</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 151-152

nekonkurentne ponude i 13.00 sati prema istočnom vremenu, za konkurentne ponude na dan dražbe."<sup>12</sup>

### **2.2.3. Municipalne obveznice**

Municipalne obveznice su vrijednosni papiri izdane od strane države i lokalnih vlasti. Pomoću municipalnih obveznica financira se privremena neravnoteža između operativnih troškova i primanja ili za financiranje dugoročnih kapitalnih osnova za aktivnosti kao što su izgradnja škole, izgradnja komunalne strukture ili sustava prijevoza. Porezi i prihodi proizašli iz tih aktivnosti izvor su isplate municipalnih (komunalnih) obveznica. Municipalne obveznice su povoljne za pojedince iz razloga što se njihova isplaćena kamata ne tereti federalnim i većinom ostalih poreza. Iz tog razloga, ulagač će prihvatiti nižu kamatnu stopu na municipalne obveznice nego na neke druge obveznice na koje se plaća porez. Samim time je snižen trošak kamata za državnu ili lokalnu vlast.

Postoje dvije vrste municipalnih obveznica: opće osigurane obveznice i obveznice osigurane prihodom. Kod općih osiguranih obveznica (GO) država ili lokalna vlast se obvezuje da će isplatiti obveznicu. Prodajom obveznica osiguranih prihodom financiraju se određeni projekti. Ove obveznice su pokrivena novčanim tokom samog projekta.

"Municipalne obveznice izdaju se u minimalnim denominacijama od 5.000 dolara. Premda je trgovanje tim obveznicama manje aktivno od trgovanja trezorskim obveznicama, sekundarno tržište za municipalne obveznice postoji. Municipalne obveznice nisu bez rizika o neplaćanju. Za razliku od trezorskih vrijednosnih papira, za koje federalna vlada (u najgorem slučaju) može prikupiti poreze ili tiskati novac da bi mogla izvršiti obećane isplate, državne i lokalne vlasti ograničene su na lokalne poreze i osnovu prihoda kao izvore financiranja za isplatu municipalnih obveznica."<sup>13</sup>

Municipalne obveznice nude se na primarnom tržištu, a mogu se nuditi na dva načina. Prvi način je da investicijska banka kao izdavatelj obveznica objavi javnu ponudu. Drugi način je privatni plasman za male skupine investitora. Kod javne ponude investicijska banka preuzima rizik izdavanja. Banka kupuje cijelu emiciju obveznica od municipalnog izdavatelja i time garantira cijenu. Zatim, prodaje obveznice investitorima po višoj cijeni od kupovne. Municipalne obveznice mogu se ponuditi i po postignutoj cijeni. Tada, fiksna cijena nije definirana već preuzimatelj plasira obveznice i tu uslugu naplaćuje. Preuzimatelj nema rizika za loše određenu cijenu obveznice ako uspije postići najbolju cijenu ponude. Kad govorimo o

---

<sup>12</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), *Financijska tržišta i institucije*, Masmedia, Zagreb, str. 152-162

<sup>13</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), *Financijska tržišta i institucije*, Masmedia, Zagreb, str. 164 -169



privatnom plasmanu municipalnih obveznica, jedinica lokalne samouprave posredstvom banke, prodaje cijelu emisiju jednom ili više kupaca. Zakon o vrijednosnim papirima i razmjenu iz 1934. zahtijeva upis vrijednosnih papira kojima se javno trguje kod Komisije za vrijednosne papire i razmjenu (SEC) čime štiti pojedinačne ulagače od nedovoljnog objavljivanja obveznica. Jedan od najnelikvidnijih vrijednosnih papira na tržištu obveznica su privatno plasirane obveznice (ili dionice). Privatno plasirane obveznice ili dionice su sposobne i voljne držati (u nedostatku aktivnog sekundarnog tržišta) i kupovati samo najveće financijske institucije i veliki ulagači.

### 2.2.3. Korporativne obveznice

Korporativne obveznice su dugoročni vrijednosni papiri izdani od strane korporacija. Kod javno trženih korporativnih obveznica minimalna denominacija je 1.000 dolara. Korporativne obveznice često isplaćuju kamatne stope polugodišnje. Izdavatelj korporativne obveznice i vlasnik obveznice potpisuju obveznički ugovor čime određuju prava i obveze obje strane. U obvezničkom ugovoru navode se limitacije vezane za izdavanje korporativnih obveznica. Izdavatelj ima pravo opziva izdavanja obveznice, a ugovor ga sprječava u povećavanju dividende. Obvezničkim ugovorom smanjuje se rizik izdavanja i kamatnog troška.

"Primarna prodaja emisija korporativnih obveznica odvija se tijekom javne prodaje (emisija) ili privatnog plasmana donekle identično načinu za municipalne obveznice. Postoje dva tipa sekundarnih tržišta za korporativne obveznice: burza (npr. NYSE) i OTC tržište. Glavna burza za obveznice je Tržište dužničkih vrijednosnih papira Njujorške burze. Većina trgovine na NYSE tržištu obveznica odvija se putem automatiziranog sustava obveznica (ABS), potpuno automatiziranog sustava trgovine i informacija kojima se prijavljenim tvrtkama omogućava izdavanje i izvršenje naredbi za obveznice putem terminala u njihovim uredima. Veliki dileri kao Salomon Smith Barney i UBS Paine Webber većinu obveznica razmjenjuju putem OTC tržišta. Izravno OTC trgovanje, međudilersko tržište potpuno dominira trgovanjem korporativnim obveznicama."<sup>14</sup>

Postoji nekoliko različitih varijacija korporativnih obveznica, pa se po njima razlikuju i emisije:

- **Obveznice na donositelja i obveznice na ime:** Postoje korporativne obveznice na donositelja odnosno registrirane obveznice. Imatelju obveznice na donositelja isplaćuje se kupon, ali da bi primio isplatu mora predložiti obveznicu izdavatelju. Izdavatelj obveznice

---

<sup>14</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 169 -175

na ime u svojoj bazi podataka već ima podatke imatelja obveznice, pa se isplate kupona vrše poštom ili na bankovni račun imatelja.

- **Ročne obveznice i serijske obveznice:** Ročne obveznice se najčešći oblik korporativnih obveznica, pa tako cijele emisije obveznica dospijevaju na isti datum. U opticaju su i serijske obveznice. Emisija serijskih obveznica ima nekoliko različitih datuma dospelja, te se svakim datumom isplaćuje samo dio svake obveznice. Izdavatelji biraju ovaj način ako korporacija nema stabilnu zaradu jer to znači da ne moraju u isto vrijeme isplatiti veliki iznos glavnice..
- **Hipotekarne obveznice:** Pomoću hipotekarnih obveznica korporacije financiraju određene projekte koji postaju osiguranje za emisiju obveznica. Hipotekarne obveznice su zapravo osigurane zadužnice. U slučaju kada izdavatelj nije izvršio isplatu hipotekarne obveznice, vlasnici mogu biti isplaćeni zakonskim prenošenjem naslova na zalog. U odnosu na neosigurane obveznice, hipotekarne obveznice nose manji rizik ulaganja jer se pokrivaju iz potraživanja na aktivu izdavatelja korporativnih obveznica. Zbog toga, hipotekarne obveznice svojim vlasnicima isplaćuju manje iznose od neosiguranih.
- **Zadužnice i podređene zadužnice:** Zaduznice su vrijednosni papiri koji mogu biti osigurani samo kreditnom vrijednošću korporacije. Izdavatelj zaduznica isplaćuje vlasnike zaduznica tek onda kada isplati vlasnike osiguranih zaduznica. Podređene zaduznice su neosigurani vrijednosni papiri koji su podređeni odnosno sa sobom nose prava i ograničenja kao i hipotekarne zaduznice. Tek nakon isplate svih nepodređenih zaduznica, vlasnici podređenih zaduznica dobivaju isplatu.
- **Konvertibilne obveznice:** Konvertibilne obveznice su vrijednosni papiri koje vlasnici, ako to žele mogu mijenjati za druge vrijednosne papire korporacije koja ih je izdala. Vlasnik obveznice može zaraditi tako što će vratiti obveznicu izdavatelju u zamjenu za nove vrijednosne papire, ako vrijednosni papiri koje je dobio zamjenom na tržištu vrijede više od same obveznice. Vlasnik konvertibilnih obveznica ima opciju ulaganja, za razliku od vlasnika nekonvertibilnih obveznica. Iz toga je razloga isplata konvertibilnih obveznica manja od isplata nekonvertibilnih obveznica.
- **Dioničke potvrde:** Postoje obveznice koje se izdaju s dioničkim potvrdama. Vlasnik obveznice s dioničkom potvrdom može odvojiti potvrdu i kupiti običnu dionicu ili više njih prema njihovoj cijeni do postavljenog datuma. No, ukoliko se vlasnik obveznice odluči kupiti dionicu nije obavezan izdavatelju obveznice vratiti osnovnu obveznicu. Vlasnik obveznice može zadržati obveznicu, a za dionicu plaća unaprijed određenu cijenu.

- **Opozive obveznice:** Kada se izdaje emisija korporativnih obveznica, tada se najčešće izdaje i odredba opozivu. Temeljem te odredbe, izdavatelj obveznice može tražiti od vlasnika obveznice da mu ponovno proda obveznicu po opozivnoj cijeni. Opozivna cijena se najčešće odredi iznad nominalne vrijednosti obveznice. Premija opoziva je iznos razlike opozivne cijene i nominalne vrijednosti obveznice. U većini slučajeva postoji odgođena odredba te se opoziv odgađa na nekoliko godina nakon izdanja obveznice. Razlozi opoziva obveznice mogu biti zbog opadanja kamatnih stopa i porasta vrijednosti dionica. Obveznice se obično opozivaju kod pada kamatnih stopa (i rasta cijene obveznica).

## **2.3. Hipotekarna tržišta**

"Hipotekarni krediti su krediti pojedincima ili poslovnim subjektima radi kupnje kuće, zemljišta ili neke druge nekretnine. Stambeni hipotekarni krediti najveća su kategorija kredita, a slijede komercijalne hipotekarne obveznice (koje se koriste za financiranje specifičnih projekata kojis u zalog emisiji obveznica), višeobiteljsko stanovanje i seoska domaćinstva. Mnogi hipotekarni krediti, osobito stambeni hipotekarni krediti, naknadno sekuritiziraju vlasnici hipotekarnog kredita - oni se stavljaju u pakete i prodaju kao aktiva koja osigurava dužnički instrument koji se javno prodaje ili je u privatnom vlasništvu. Sekuritizacijom prtfelji aktive financijskih institucija postaju likvidniji, smanjuje se rizik kamatne stope i kreditni rizik, a financijska institucija dobiva izvor nekamatnog prihoda te pomaže smanjenju učinka regulatornih ograničenja kao što su obvezni kapital, obvezne rezerve i depozit premija osiguranja na profit financijske institucije."<sup>15</sup>

Tržište hipotekarnih kredita moramo gledati zasebno od tržišta dionica i obveznica. Hipotekarni krediti se razlikuju od dionica i obveznica jer se oni osiguravaju osigurane pojedinim nekretninama. Ukoliko dođe do toga da hipotekarni kredit nije isplaćen, banka može na sebe prepisati imovinu vlasnika nekretnine. Hipotekatne obveznice su jedine obveznice koje zajmodavcu daju prvo uzimanja vlasništva dužnika kada dođe do neplaćanja. Kod ostalih korporativnih obveznica i dionica vlasnik ima prvo na potraživanje aktive dužnika. Umjesto postojanja određenih količina ili denominacija, visina određenog hipotekanog kredita varira, ovisno o potrebama i financijskim sposobnostima dužnika. U većini slučajeva postoji samo jedan investitor, a to su obično banke ili hipotekarne firme. Budući da su posuđivači primarnih hipotekarnih kredita obično pojedinci, informacije o tim posuđivačima su manje opsežne i nerevidirane.

### **2.3.1. Primarno hipotekarno tržište**

"Hipotekarni krediti su jedinstveni instrument tržišta kapitala zato što sse karakteristike svakog hipotekarnog kredita mogu razlikovati (veličina, naknade, kamatna stopa) ovisno o financijskoj instituciji koja ju drži. Hipotekarni ugovor između financijske institucije i posuđivača mora točno odrediti sve karakteristike hipotekarnog sporazuma. Kad financijska institucija primi zahtjev za hipotekarnim kreditom, prvo mora odrediti da li kandidat zadovoljava uvjete za dobivanje kredita. S obzirom da većina financijskih institucija svoje kredite prodaje ili sekuritizira na sekundarnim hipotekarnim tržištima, smjernice kupaca na

---

<sup>15</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), Financijska tržišta i institucije; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str. 291-293

sekundarnom tržištu kojima se određuje prihvatljivost, kao i smjernice financijskih institucija, koriste se u određivanju prihvatljivosti kandidata za hipotekarni kredit." <sup>16</sup> Nadalje, karakteristike hipotekarnog kredita za sekuritizaciju obično će biti više standardizirane od hipotekarnih kredita koji se ne sekuritiziraju. Te karakteristike su:

- **Zalog:** Potpisivanje ugovora o hipotekarnom kreditu, banka ima pravo zapljene imovine dužnika koja ostaje u vlasništvu banke dok dužnik ne završi s otplatom kredita. Pravo na zapljenu je javni zapis te temeljem njega banka ima pravo prodati zapljenjenu imovinu ako dužnik prestane plaćati hipotekarni kredit. Hipotekarni kredit je osiguran zapljenom odnosno nitko nema pravo na kupnju imovine dok se kredit ne otplati.
- **Polog:** Prilikom potpisivanja ugovora o hipotekarnom kreditu, dužnik mora isplatiti financijskoj instituciji polog u visini djelomične vrijednosti kupovne cijene imovine. Saldo kupovne cijene je nominalna vrijednost hipotekarnog kredita (ili nastavka kredita). Pologom se financijska institucija osigurava da će posuđivač platiti.
- **Osigurani i konvencionalne hipotekarne kredite:** "Hipotekarni krediti se nazivaju još i konvencionalni odnosno federalno osigurani krediti. Federalna stambena administracija (FHA) i Stambena administracija ratnih veterana (VA) garantiraju povrat plaćanja kod federalno osiguranih hipotekarnih kredita.. Konvencionalni hipotekarni krediti su krediti koje drže financijske institucije i nisu federalno osigurani (obično se traži privatno osiguranje ako je posuđivačev polog manji od 20% vrijednosti imovine). Kupci hipotekarnih kredita na sekundarnom tržištu obično neće kupiti konvencionalne hipotekarne kredite koji nisu privatno osigurani i nemaju omjer kredita i vrijednosti veći od 80%." <sup>17</sup>
- **Dospijeće hipotekarnih kredita:** Dospijeće hipotekarnog kredita je od 15 ili 30 godina. U prošlosti, financijske institucije su najviše izdavale 30-godišnji hipotekarni kredit. U zadnje vrijeme, najčešće korišten hipotekarni kredit je onaj od 15 godina. Razlog tome je što se može uštediti na sveukupnim kamatama. Kako se hipotekarni kredit otplaćuje u dvaput kraćem razdoblju, dužnici mjesečno isplaćuju više kod 15-godišnjeg nego kod 30-godišnjeg hipotekarnog kredita.
- **Kamatne stope:** Odluka o tome u kojoj će instituciji netko dignuti hipotekarni kredit uvelike ovisi o tome kolike su hipotekarne stope. S druge strane, financijske institucije svoje hipotekarne stope izračunavaju na temelju različitih parametara. Financijske

---

<sup>16</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), Financijska tržišta i institucije; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str.299-303

<sup>17</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 187 -188

institucije izračunavaju po kojoj tržišnoj stopi dobivaju sredstva. Primjenjuju tržišnu stopu po kojoj dobivaju sredstva (stopa federalnih sredstava ili stopa certifikata o depozitu). Tržišna stopa na raspoloživa sredstva temeljna je stopa za određivanje hipotekarnih stopa. Stopa na određeni hipotekarni kredit također je prprilagođava se ostalim činiteljima. Fiksna hipotekarna stopa fiksira korisnikovu kamatnu stopu i stoga zahtijeva mjesečne isplate tijekom trajanja hipotekarnog kredita, bez obzira na promjene tržišnih stopa. Promjenjiva hipotekarna stopa povezana je s nekim tržišnim kamatnim stopama ili indeksom kamatne stope, pa se obvezna mjesečna plaćanja mogu mijenjati tijekom trajanja hipotekarnog kredita.

- **Diskontni poeni:** Diskontni poeni su isplate koje se isplaćuju po izdanju kredita na hipotekarni kredit. Jedan diskontni poen plaćen unaprijed jednak je 1% vrijednosti glavnice hipotekarnog kredita. Financijska institucija smanjuje kamatnu stopu za određivanje mjesečnih rata na hipotekarni kredit zaračunavajuću plaćene diskontne poene.
- **Ostale naknade:** Izadateljevi početni troškovi obrade prijave korisnika za hipotekarni kredit i izrade kreditnog izvješća pokriveni su prijavnom naknadom. Upisom vlasništva potvrđuje se vlasništvo da je dužnik vlasnik imovine pod hipotekarnim kreditom i osigurava njegovo vlasništvo od mogućih potraživanja. Osiguranje prava vlasništva štiti financijsku instituciju od pogreške u traženju vlasništva. Troškove neovisnog ocjenjivanja vrijednosti imovine koja je pod hipotekarnim kreditom pokriveni su naknadom za ocjenjivanje. Naknada za izdavanje kredita pokriva sve ostale troškove izdavatelja kredita. Naknada za zaključenje i reviziju služi za pokrivanje troškova agenta za zaključenje koji zaključuje hipotekarni kredit.
- **Refinanciranje hipotekarnog kredita:** Kada korisnik hipotekarnog kredita podigne novi hipotekarni kredit može ga iskoristiti za plaćanje prvog hipotekarnog kredita. Hipotekarni krediti se najčešće refinanciraju kad trenutni hipotekarni kredit ima kamatnu stopu koja je viša od trenutne tržišne kamatne stope.

### 2.3.2. Sekundarna hipotekarna tržišta

Financijske institucije prodaju hipotekarne kredite na sekundarnom hipotekarnom tržištu nakon njihovog izdavanja. Prodaja na sekundarnom tržištu naziva se još i sekurizacija. Sekurizacijom hipotekarnih kredita financijske institucije smanjuju rizik likvidnosti, rizik promjene kamatne stope i kreditni rizik "Mnoge financijske institucije više se vole usredotočiti na opsluživanje hipotekarnih kredita nego na njihovo dugoročno financiranje, što se događa ako se vode u bilanci. Izdavatelj kredita više voli djelovati kao uslužitelj,

prikupljati rate od korisnika hipotekarnog kredita i prosljeđivati obvezna plaćanja kamate i glavnice investitoru sekundarnog tržišta. Uslužitelj također vodi formalne bilješke o transakcijama koje se odnose na hipotekarni kredit. Za te usluge, financijska institucija ubire mjesečnu naknadu. Uslužitelji hipotekarnih kredita obično zaračunavaju naknadu od 0,25 do 0,5% hipotekarnog salda."<sup>18</sup>

Financijske institucije često prodaju hipotekarne i druge kredite međusobno. Male banke izdaju kredite su preveliki da bi ih držali su svojim u bilancama pa te kredite prodaju velikim bankama s kojima. Od velikih banaka, male banke kupuju participacije odnosno dijelove kredita velikih banaka.

Prilikom prodaje hipotekarnog kredita financijska institucija može ga prodati s pravom na povrat kupca, a i ne mora. Kod hipotekarnih kredita prodanih bez prava na povrat, financijska institucija nema nikakvu obvezu za slučaj da kredit propadne. U tom slučaju, kreditni rizik u potpunosti snosi kupac. Kada se hipotekarni kredit proda uz pravo na povrat, kupac ima opciju vratiti hipotekarni kredit financijskoj instituciji.

Financijske institucije prodaju hipotekarne kredite radi boljeg upravljanja vlastitim kreditnim rizikom. Prodaja hipotekarnih kredita pomaže u postizanju diverzifikacije aktive. Najveći kupci primarnih hipotekarnih kredita su osiguravajuće tvrtke i mirovinski fondovi, domaće i strane banke, investicijski fondovi zatvorenih bankovnih kredita i nefinancijske korporacije.

Sekuritizacijom se hipotekarni krediti sličnih obilježja grupiraju, zatim se uklanjaju iz bilance te se kamate prodaju na pool hipotekarnih kredita ulagateljima na sekundarnom tržištu. Time nastaju vrijednosni papiri koji su osigurani hipotekarnim kreditom (npr. vrijednosni papiri vladinih agencija). Uklanjanjem hipotekarnih kredita iz bilanci izdavatelja omogućila je kretanje milijarde dolara na sekundarnim hipotekarnim tržištima. Rezultat toga su niže stope i naknade za korisnike.

- **Certifikati o udjelu u hipoteci:** Certifikati o udjelu čine skup hipotekarnih kredita i druge aktive koji financijske institucije nude ulagateljima u fond. "Pass-through vrijednosni papir "prolazi" kroz obećane isplate glavnice i kamate na fondove hipotekarnih kredita koje su stvorile financijske institucije do investitora na sekundarnom tržištu (vlasnika obveznica osiguranih hipotekarnim kreditom) koji u tim fondovima imaju udio. Svaki pass-through vrijednosni papir predstavlja dio vlasničkog udjela u hipotekarnom fondu. Za razliku od izdavanja hipotekarnog kredita na primarnom tržištu, pass-through instrumenti izdaju se u

---

<sup>18</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), Financijska tržišta i institucije; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str. 304-308

standardnim denominacijama. Minimalno ulaganje je 25.000 dolara, a ulaganja su u inkrementima od 5.000 dolara ispod minimuma."<sup>19</sup>

- **Hipotekarna obveza osigurana zalogom (collateralized mortgage obligation, CMO):** Često korišten način sekurizacije aktive su CMO. Stvarajući nove pakete novčanog toka CMO postaju sredstvo pomoću kojega financijske institucije dodaju provlačnost vrijednosnim papirima koji su osigurani hipotekarnim kreditom. to rade stvaranjem novih paketa novčenog toka od hipotekarnih kredita i pass-through vrijednosnih papira na drugačiji način. Postoji velik broj tranša odnosno klasa vlasnika obveznica. Svaka klasa CMO posjeduje drugačiji kupon s polugodišnjim plaćanjem. Pomoću CMO investitori bolje kontroliraju dospjeće vrijednosnih papira pod hipotekarnim kreditom koje namjerava kupiti..
- **Obveznica osigurana hipotekarnim kreditom odnosno aktivom (MBB):** MBB je još jedan od načina sekuritizacije aktive. Za razliku od pass-through vrijednosnih papira i CMO pomoću kojih financijske institucije uklanjaju hipotekarne kredite iz bilance, MBB ostaje u bilanci. Drugo, pass-through vrijednosni papiri i CMO izravno povezuju novčeni tok na osnovni hipotekarni kredit i novčane tokove na izdanu obveznicu. MBB služi kako bi financijska institucija prikupila dugoročna sredstva bez velikih troškova. "Vlasnik MBB ima pravo prvog potraživanja na segment hipotekarne aktive financijske institucije. Financijska institucija odvaja skupinu hipotekarne aktive na svojoj bilanci i daje tu skupinu aktive kao zalog za emisiju MBB-a."<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 207

<sup>20</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 187 - 212



## 2.4. Tržišta dionica

"Tržišta dionica omogućavaju dobavljačima sredstava djelotvorno i jeftino nabavljanje dioničkih sredstava za korporacije (korisnici sredstava). U zamjenu, korisnici sredstava (tvrtke) daju dobavljačima sredstava vlasnička prava u tvrtki, kao i novčani tok u obliku dividendi. Stoga te korporativne dionice služe tvrtkama kao izvor financiranja osim financiranja dužničkim instrumentima ili zadržanom dobiti. Dva su tipa korporativnih dionica: obične i povlaštene dionice. Oba tipa dionica nude investitorima dvodijelnu stopu povrata. Prvi dio je kapitalna dobit ako se tijekom vremena cijena dionice poveća. Drugi dio je periodična (obično tromjesečno) isplata dividende dioničaru. Dividende povlaštenih dionica obično su unaprijed određene po fiksnoj stopi, dok dividende običnih dionica variraju tijekom vremena i stoga su nesigurnije."<sup>21</sup>

Obična dionica je temeljno potraživanje vlasništva u korporaciji. Obična dionica razlikuje se od oslatih vrijednosnih papira po nekoliko osobina:

- **Dividenda:** Dioničari nemaju zajamčeno pravo na dividendu, iako mogu primati uplatu dividende u neograničenom broju.. Učestalost isplate i iznos pojedine dividende određuje odbor direktora tvrtke izdavatelja dionice. Korporacija nije učinila grešku ako nije isplatila dividendu običnim dioničarima. Što se investitora tiče, velika je mana oporezivanje, koje se vrši na razini tvrtke i investitorovoga gledišta, je dvostruko oporezivanje - jednom na razini tvrtke i na osobnoj razini.
- **Rezidualno potraživanje:** Rezidualno potraživanje je rezidualno pravo na sudjelovanje u dobiti poduzeća U slučaju stečaja obični dioničari su zadnji na listi prioriteta potraživanja na aktivu korporacije. Njihovo je rezidualno pravo potraživanja. Nakon isplate svih ostalih vjerovnika, obični dioničari imaju pravo na isplatu.
- **Ograničena odgovornost:** "Ograničena odgovornost podrazumijeva da su gubici običnog dioničara ograničeni na iznos izvornog ulaganja u tvrtku, ukoliko vrijednost aktive padne ispod vrijednosti njezinog duga. To jest, osobno bogatstvo običnih dioničara izvan njihovih vlasničkih potraživanja nisu pogođeni stečajem korporacije - čak i ako su gubici tvrtke premašili ukupnu potražnju vlasništva običnih dionica."<sup>22</sup>
- **Glasačka prava:** Obična dionica sa sobom nosi pravo glasa, najčešće je to jedan glas po udjelu dionice.. Postoje i korporacije s dvije klase običnih dionica, a svaka ima drugačije pravo glasa (npr. manje pravo glasa propisano je ograničavanjem broja glasova po dionici

---

<sup>21</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), Financijska tržišta i institucije; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str.267-272

<sup>22</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 219

jedne klase u odnosu na drugu; itd.). Korporacije ovo kompenziraju dodjeljivanjem, imaju većih prava na dividendu dionicama druge klase. Dioničari provode svoja glasačka prava biranjem odbora direktora pomoću odlučujućeg glasa na godišnjem sastanku tvrtke izdavatelja ili poštom putem punomoći.

- **Ovlašteno glasovanje:** Dioničari nisu obvezni pohađati godišnje sastanke. Umjesto toga dobiju od korporacije ovlaštenje koje popune i zatim vraćaju korporaciji. Nakon toga mogu slobodno glasovati u odsutnosti ili ovlastiti predstavnika dioničara za glasovanje.

Povlaštena dionica posjeduje karakteristike i obveznice i obične dionice. Povlaštena dionica ima karakteristike obične dionice jer prikazuje vlasnički udio u korporaciji. S druge strane ima i karakteristike obveznice jer vlasnicima uplaćuje fiksnu dividendu. Povlaštena dionica daje više prava od obične dionice, ali ne daje više prava od obveznice. Korporacija isplaćuje povlaštene dioničare samo kada ostvari profit i kada isplati ostale vlasnike dužničkih vrijednosnih papira. Fiksna dividenda povlaštenih dionica isplaćuje se svaka tri mjeseca i izražava se u dolarima ili kao postotak nominalne vrijednosti povlaštene dionice. Povlaštene dionice u većini slučajeva nemaju pravo glasa u korporaciji. Ali ako izdavatelj ne plati dividendu, može biti izuzetak pravila.

"Povlaštena je dionica neparticipativna i kumulativna. Neparticipativna povlaštena dionica znači da je dividenda povlaštene dionice fiksna bez obzira na povećanje ili smanjenje profita tvrtke izdavatelja. Kumulativna povlaštena dionica znači da svaka propuštena isplata dividende postaje zakašnjela i mora se nadoknaditi prije isplate bilo koje obične dionice. Suprotno tomu, participativna povlaštena dionica znači da stvarne dividende isplaćene u bilo kojoj godinu mogu biti veće od obećanih. U nekim slučajevima, ako tvrtka izdavatelj ima izuzetno profitabilnu godinu, povlaštene dioničari mogu dobiti dio visokog profita u obliku dodatne isplate dividende. Ako je povlaštena dionica nekumulativna, propuštene isplate dividendi ne postaju zakašnjele i nikad se ne isplaćuju. Nekumulativne povlaštene dionice obično nisu privlačne pa obično imaju neku posebnu osobinu (npr. pravo glasa) da bi se nadomjestio taj nedostatak."<sup>23</sup>

Povlaštene dionice imaju i nepogodnosti s gledišta korporacije. Ako korporacija ne isplati dividendu na vrijeme, novi investitor neće uložiti u korporaciju. Tvrtke najčešće moraju

---

<sup>23</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), *Financijska tržišta i institucije*; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str. 272-277

isplatiti sve propuštene dividende za povlaštene dionice kako bi mogle prikupiti novi kapital. Korporacije imaju još jednu obvezu prema povlaštenim dioničarima, a to je isplata stope povrata. Dividende plaćene na povlaštenu dionisu nisu izdatak koji se oduzima od poreza - povlaštene dividende isplaćuju se iz zarade nakon plaćanja poreza.

"Primarna tržišta dionica su tržišta na kojima korporacije prikupljaju sredstva putem novih emisija dionica. Novi dionički vrijednosni papiri prodaju se početnim investitorima (dobavljačima sredstava) u zamjenu za sredstva (novac) koje treba izdavatelj (korisnik sredstava). Poput primarne prodaje obveznica investicijska banka može voditi prodaju dionica na primarnom tržištu uz pomoć čvrstog preuzimatelja emisije (investicijska banka jamči korporaciji cijenu novoizdanih vrijednosnih papira kupnjom cijele emisije po fiksnoj cijeni od korporativnog izdavatelja) ili na temelju prodaje po postignutoj cijeni (preuzimatelj ne jamči cijenu izdavatelju i za naknadu obavlja više funkciju agent za plasman ili distribuciju). Kod čvrstog preuzimanja emisije, investicijska banka kupuje dionice od izdavatelja po zajamčenoj cijeni (tzv. neto utržak) i ponovno ga prodaje investitorima po višoj cijeni (tzv. bruto utržak). Razlika između bruto i neto utrška (tzv. raspon preuzimateljeve marže) naknada je za troškove i rizike koje je investicijska banka imala oko emisije. Često će investicijska banka dovesti nekoliko drugih investicijskih banka da pomognu u prodaji i distribuciji novih emisija (tzv. konzorcij). Kad je emisija dogovorena i uvjeti utvrđeni, svaki član konzorcija dobiva određen broj dionica u emisiji za čiju je prodaju odgovoran."<sup>24</sup>

Na Sekundarnim tržištima dionica trguje se s dionicama koje su već izdane odnosno kupuju ih i prodaju ulagači. Prilikom transakcije na sekundarnom tržištu dionica, razmjenjuju se sredstva, obično uz posredovanje brokera vrijednosnih papira ili tvrtke između kupca i prodavatelja dionica. Izvorni izdavatelj dionica nije uključen u ovaj prijenos dionica ili sredstava. "Tri glavne američke burze su Njujorška burza (NYSE), Američka burza (AMEX) i Sustav kotacija nacionalnog udruženja trgovaca vrijednosnim papirima (NASDAQ). Sve transakcije na NYSE-u odvijaju se na specifičnom mjestu razmjene (TZV: mjesto trgovanja). Svaka dionica ima posebnog stvaratelja tržišta (market maker), tzv. stručnjaka."<sup>25</sup> Onaj koji stvara tržište može urediti tržište za dionicu. Stručnjak se mora pobrinuti za stabilizaciju tijekom narudžbi i cijena za dionicu. S obzirom na veliku količinu kapitala potrebnu za obavljanje funkcije stvaratelja tržišta, stručnjaci se često organiziraju kao tvrtke. Tri su tipa transakcija:

---

<sup>24</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 225

<sup>25</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 218 - 234

brokeri trguju u ime kupaca po "tržišnoj" cijeni (tržišne narudžbe); ograničene narudžbe prepuštene su stručnjaku na izvršenje; i stručnjaci obavljaju transakcije za svoj račun.

## 2.5. Devizna tržišta

"Devizna tržišta su tržišta na kojima trgovci devizama obavljaju transakcije po najnižim troškovima i na najdjelotvorniji način. Rezultat je da devizna tržišta olakšavaju stranu trgovinu, pomažu prikupljanju kapitala na stranim tržištima, olakšavaju prijenos rizika među sudionicima i olakšavaju špekulacije u vezi s vrijednošću valuta. Novčani tok od prodaje proizvoda, usluga ili aktive denominiranih u stranoj valuti, obavlja se transakcijom na deviznim tržištima. Tečaj je cijena po kojoj se jedna valuta (npr. američki dolar) može zamijeniti za drugu valutu (npr. švicarski franak) na deviznom tržištu. Takve transakcije izlažu američke korporacije i investitore deviznom riziku jer se novčani tok pretvara iz američkih dolara i u američke dolare. Stvarno primljen iznos američkih dolara po stranoj transakciji ovisi o tečaju između američkog dolara i strane valute ukoliko se prima nedolarski novčani tok (i razmjenjuje za američke dolare) na neki budući datum. Ako vrijednost strane valute pada (ili se smanjuje) u odnosu na američki dolar tijekom razdoblja od trenutka obavljanja stranog ulaganja do trenutka njegove likvidacije, dolarska vrijednost primljenog novčanog toka će pasti, i obrnuto."<sup>26</sup>

### 2.5.1. Devizni tečajevi i transakcije

Postoje dva tipa deviznih tečajeva i deviznih transakcija: promptne i forward. "Promptne devizne transakcije uključuju promptnu razmjenu valuta po tekućem (ili promptnom) tečaju. Promptne transakcije mogu voditi devizni odjeli komercijalnih banaka ili nebankovni devizni dileri."<sup>27</sup> Porast vrijednosti valute neke zemlje (ili povećanje njezine vrijednosti u odnosu na druge valute) znači da je roba te zemlje skuplja stranim kupcima, a strana roba jeftinija stranim prodavateljima (uz nepromijenjene ostale uvjete). Dakle, kad vrijednost valute neke države naraste, domaću proizvođači teško prodaju svoju robu na stranom tržištu, a stranim je proizvođačima lako prodati robu domaćim kupcima. Suprotno tomu, deprecijacija valute neke države (ili pad vrijednosti u odnosu na druge valute) znači da je roba te zemlje stranim kupcima jeftinija, a strana roba postaje skuplja stranim prodavateljima. "Forward (treminska) devizna transakcija je razmjena valuta po određenom tečaju (ili forward tečaju) na određen

---

<sup>26</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), *Financijska tržišta i institucije*; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str. 311-314

<sup>27</sup> Uran V., (2006.), "TEHNIKA IZVOĐENJA TERMINSKIH UGOVORA UZ PRIMJENU HEDGING METODE", *Journal of Energy*, vol.55, br. 5, str. 578-595, [Online]. Dostupno na: <https://hrcaj.srce.hr/4774>. [Citirano: 27.09.2019.]

datum u budućnosti. Forward ugovori obično se sklapaju na razdoblje od jedan, tri ili šest mjeseci, ali u praksi mogu biti na bilo koje razdoblje."<sup>28</sup>

### **2.5.2. Uloga financijskih institucija u deviznim transakcijama**

Devizne transakcije, poput korporativnih obveznica i transakcija tržišta novca, obavljaju se među dilerima uglavnom putem OTC tržišta uz korištenje telekomunikacija i računalnih mreža. Devizni trgovci obično su smješteni u velikoj prostoriji za trgovanje banci ili nekoj drugoj financijskoj instituciji gdje imaju pristup stranim deviznim podacima i telekomunikacijskoj opremi. Trgovci se obično specijaliziraju za nekoliko valuta. Glavna strukturalna promjena u deviznom trgovanju je sve veći udio elektroničkog trgovanja u međubankovnim tržištima u odnosu na izravno poslovanje. Elektronički brokeri automatski trgovcima nude najbolje raspoložive cijene. Trgovci koji trguju tradicionalnim metodama obično moraju kontaktirati nekoliko voditelja da bi dobili informacije o tržišnim cijenama.

Financijska institucija mora spojiti svoju deviznu aktivnu s pasivom u određenoj valuti te poklopiti prodaje i kupovine u stranoj valuti da bi smanjila izloženost neto deviznom riziku na nulu i tako se u potpunosti zaštitila od promjene tečaja. Neravnotežu u svojoj portfelju aktive i pasive može pokriti suprotnom neravnotežom u kupoprodajnim transakcijama tako da neto izloženost riziku u valuti također iznosi nula. Pozicija financijske institucije na deviznom tržištu obično odražava četiri trgovinske aktivnosti:

1. Kupnju i prodaju deviza da bi klijenti mogli sudjelovati i dovršiti međunarodne transakcije komercijalne trgovine.
2. Kupnju i prodaju stranih valuta da bi klijenti (ili same financijske institucije) mogli zauzeti pozicije u stranim stvarnim i financijskim investicijama.
3. Kupnju i prodaju valuta u svrhu osiguranja klijenta (ili financijske institucije) od rizika u bilo kojoj valuti.
4. Kupnju i prodaju strane valute u svrhu špekulacije putem predviđanja i očekivanja budućih kretanja tečaja.

U prve dvije aktivnosti financijska institucija obično ima ulogu agenta koji za naknadu radi u ime svojih klijenata, ali sam ne preuzima devizni rizik. U trećoj aktivnosti financijska institucija igra defenzivnu ulogu zaštitnika da bi smanjila izloženost deviznom riziku. U četvrtoj aktivnosti financijska institucija zauzima otvorenu (špekulativnu) poziciju.

---

<sup>28</sup> Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), Financijska tržišta i institucije; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao); str.331-337

### 2.5.3. Dobit i rizik deviznih transakcija

Rizik uključen u promptnu deviznu transakciju je u tome što se vrijednost strane valute može promijeniti u odnosu na američki dolar. Nadalje, devizni rizik se uvodi dodavanjem devizne aktive i pasive portfelju financijske institucije. Poput domaće aktive i pasive, dobit je rezultat ugovornog prihoda ili troškova plaćenih na vrijednosni papir. Međutim, kod strane aktive i pasive dobit je i pod utjecajem promjena tečajeva. S obzirom da menadžer ne može unaprijed znati kakav će biti promptni tečaj (npr. funta/dolar) na kraju godine, neravnoteža portfelja ili investicijska strategija u kojoj je banka neto duga 100 milijuna dolara u funtama prilično je rizična.

Menadžer financijske institucije može bolje nadzirati raspon izloženosti deviznom riziku na dva načina: osiguranjem od rizika u bilanci i izvan bilance. Osiguranje od rizika u bilanci obuhvaća unošenje promjena u aktivu i pasivu u bilanci radi zaštite profita financijske institucije od deviznog rizika. Dakle, izravnim spajanjem devizne aktive i pasive, financijska institucija može imati pozitivan raspon dobiti ili profita u smjeru u kojem se promijeni tečaj tijekom investicijskog razdoblja. Može fiksirati velik pozitivan raspon - ukoliko postoji - između depozitnih stopa i kreditnih stopa na stranim tržištima.

Osiguranje od rizika izvan bilance ne obavlja se promjenama u bilanci, već zauzimanjem pozicije u forward ili drugim derivativnim instrumentima radi osiguranja od deviznog rizika. "Umjesto spajanja svojih 100 milijuna dolara pozicije devizne aktive sa 100 milijuna dolara devizne pasive, financijska institucija može ostaviti neusklađenost u bilanci. Kao alternativu s manjim troškom, može se osigurati od rizika zauzimanjem pozicije na npr. jednogodišnjem terminskom tržištu za prodaju funti za dolare. Uloga forward deviznog ugovora je pokrivanje neizvjesnosti u pogledu buduće promptne stope na funte na kraju jednogodišnjeg investicijskog razdoblja. Umjesto da funte prebaci natrag u dolare na kraju godine prema nepoznatom promptnom tečaju, financijska institucija može sklopiti ugovor i prodati unaprijed očekivanu zaradu na glavnici i kamate na kredit prema današnjem poznatom tečaju za dolare/funte uz isporuku funti kupcu forward ugovora na kraju godine."<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> Saunders A, Cornett MM., (2006.), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, str. 253 - 269

## **2.6. Tržišta derivativnih instrumenata**

Derivativni instrument je instrument čija je isplata povezana s drugim, prethodno izdanim instrumentom. Derivativni instrumenti obično obuhvaćaju sporazum između dviju strana o razmjeni standardne količine aktive ili novčanog toka po unaprijed određenoj cijeni i na određen datum u budućnosti. S promjenom vrijednosti osnovnog instrumenta koji će se razmjenjivati, mijenja se i vrijednost derivativnog instrumenta. Tržišta derivativnih instrumenata tržišta su na kojima se trguje derivativnim instrumentima.

### **2.6.1. Forward i futures ugovori**

Forward ugovor je sporazum između kupca i prodavatelja u vrijeme 0 o razmjeni unaprijed određene aktive za gotovinu na neki kasniji datum. Sudionici tržišta zauzimaju pozicije u forward ugovorima jer je ročna (promptna) cijena ili kamatna stopa na aktivu nesigurna. Umjesto da riskiraju neodgovarajuću promjenu buduće promptne cijene - poskupljenje aktive u budućnosti - forward trgovci plaćaju financijskoj instituciji naknadu za organiziranje forward ugovora. Tim ugovorom sudionik tržišta pokriva rizik neodgovarajuće buduće promptne cijene sadašnjim jamstvom buduće cijene za aktivu. Forward ugovori mogu se temeljiti i na određenoj kamatnoj stopi umjesto na određenoj aktivu (tzv. forward ugovori kamatnih stopa ili FRA). Kupac FRA ugovora pristaje na plaćanje ugovorne stope na temelju iskazanog nominalnog iznosa (npr. 1 milijun dolara) - kupac kupuje iskazani iznos po dogovorenim kamatnim stopama. Prodavatelj FRA pristaje prodati sredstva kupcu po dogovorenoj kamati. Forward ugovori često obuhvaćaju osnovnu aktivu koja nije standardizirana jer se uvjeti svakog ugovora pojedinačno dogovaraju između kupca i prodavatelja (npr. ugovor o kupnji 1 milijun dolara u 30-godišnjim trezorskim obveznicama između banke A i banke B, za šest mjeseci uz kuponsku stopu od 6,25%) Rezultat je izravno poslovanje između kupca i prodavatelja, potpisnika forward ugovora, putem OTC tržišta radi dogovaranja uvjeta ugovora umjesto prodaje putem centraliziranog tržišta (kao što je futures tržište).

Komercijalne banke i investicijske banke te brokeri-dileri glavni su sudionici forward tržišta na kojem djeluju i kao glavni sudionici i kao agenti. Te financijske institucije ostvaruju profit na razlici između cijene po kojoj kupuju i prodaju aktivu u osnovi forward ugovora. Svaki forward ugovor izvorno se dogovara između financijske institucije i klijenta, stoga pojedini (cijena, datum isteka, veličina, datum isporuke) mogu biti jedinstveni. Međutim, s rastom forward tržišta tijekom posljednjeg desetljeća, trgovci su započeli stvaranje sekundarnih



tržišta nekim forward ugovorima, komunicirajući oko prodajne i kupovne cijene ugovora putem računalnih mreža. Pojava sekundarnog tržišta rezultirala je povećanjem standardizacije forward ugovora. Aktivnost sekundarnog tržišta orward ugovorima učinila ih je zanimljivijima tvrtkama i investitorima koji se prije nisu željeli obvezati forward ugovorom. Aktivnost sekundarnog tržišta također je rezultirala značajnim smanjenjem rizika između forward i futures ugovora.

Futures ugovorom obično se trguje na organiziranim tržištima kao što je Njujorška burza futures ugovora (NYFE). "Futures ugovor, kao i forward, sporazum je između kupca i prodavatelja u vrijeme 0 o razmjeni standardizirane, unaprijed određene aktive za gotovinu na neki kasniji datum. Jedna od razlika između forward i futures ugovora je da su forward ugovori bilateralni ugovori podložni riziku neispunjenja obveze od bilo koje strane, dok je rizik od neispunjenja obveze značajno smanjen kod futures ugovora jamstvom obeštećenja strana u slučaju kreditnog rizika ili rizika od neplaćanja. Druga se razlika odnosi na cijenu ugovora koja je kod forward ugovora fiksna tijekom trajanja ugovora (npr. 98 dolara od 100 dolara nominalne vrijednosti za tri mjeseca koje valja platiti po isteku ugovora), dok se futures ugovor svakodnevno svodi na tržišnu cijenu."<sup>30</sup> To znači da se cijena ugovora prilagođava svaki dan s promjenom ročne cijene ugovora i približavanjem isteka ugovora. Stoga se kupac i prodavatelj kao odgovor na promjene cijena svakodnevno obračunavaju (to se zove svođenje na tržišnu cijenu). Određivanjem tih ugovora prema tržištu osigurava se da obje strane u futures ugovoru zadrže dovoljno sredstava na računu da mogu jamčiti krajnju isplatu po dospijeću ugovora.

Brokerske tvrtke od svojih klijenata traže da investiraju samo dio vrijednosti ugovora, tzv. inicijalnu maržu, svaki put kad žele trgovati. Veličina marže varira ovisno o tipu ugovora kojim se trguje i količini futures ugovora kojima se trguje (npr. 5% vrijednosti osnovne aktive). Dođe li do gubitka u futures pozicijama klijenata (kad se njihov račun određuje prema tržištu na kraju radnog dana), a razina sredstava na računu marže pada ispod dogovorene razine (tzv. marža održavanja), klijent prima poziv na uplatu burzovne jamčevine. Poziv na uplatu burzovne jamčevine od klijenta zahtijeva polog dodatnih sredstava na račun marže radi vraćanja ravnoteže na početnu razinu. Marža održavanja obično iznosi 75% inicijalne marže. Kod futures ugovora, kao i kod forward ugovora, osoba ili tvrtka obvezuje se isporučiti aktivu (npr. devize) na neki budući datum. Međutim, ako druga strana ne ispuni plaćanje prema futures ugovoru, tržište će preuzeti poziciju strane koja nije ispunila svoju obvezu i obveze

---

<sup>30</sup> Uran V., (2006.), "TEHNIKA IZVOĐENJA TERMINSKIH UGOVORA UZ PRIMJENU HEDGING METODE", *Journal of Energy*, vol.55, br. 5, str. 578-595, [Online]. Dostupno na: <https://hrcaj.srce.hr/4774>. [Citirano: 27.09.2019.]

plaćanja. Tako su futures ugovori u biti bez rizika od neplaćanja, osim ukoliko se ne dogodi sustavni financijski kolaps samog tržišta.

Trgovanje futures ugovorima odvija se na organiziranim tržištima - primjerice na Čikaškom trgovinskom odboru (CBT) i Čikaškoj trgovinskoj burzi (CME). Uvjeti futures ugovora (veličina ugovora, isporuka, radno vrijeme, minimalna fluktuacija cijena, dnevna ograničenje cijena i proces isporuke) kojima se trguje u SAD-u određuje tržište i podložni su odobrenju Odbora za robnu terminsku trgovinu (CFTC), glavnog regulatora futures tržišta. Posljednjih godina pojavili su se izvantržišni ("off market") trgovinski sustavi na kojima institucionalni investitori i menadžeri novca mogu nastaviti trgovati tijekom, ali i nakon radnog vremena futures tržišta. Trgovanje na najvećim burzama kao što je Čikaški trgovinski odbor odvija se u malim prostorijama za trgovanje, "trading pits". Trgovanje futures ugovorima odvija se dražbom otvorenim zazivom gdje trgovci stoje nasuprot jedan drugomu i "izvikuju" svoje ponude za kupnju i prodaju određenog broja futures ugovora prema dogovorenoj cijeni.

### 2.6.2. Opcije

Opcija je ugovor koji vlasniku daje pravo, ali ne i obvezu, kupnje ili prodaje osnovne aktive po unaprijed određenoj cijeni u određenom vremenu. Američka opcija daje vlasniku pravo na kupnju ili prodaju osnovne aktive u bilo kojem trenutku prije i na datum isteka opcije. Europska opcija daje vlasniku opcije pravo na kupnju ili prodaju osnovne opcije samo na datum isteka ugovora Opcije se klasificiraju kao call opcije ili put opcije

"Call opcija (opcija poziva) daje kupcu pravo na kupnju osnovnog vrijednosnog papira (npr. dionice) po unaprijed određenoj cijeni koja se naziva izvršna cijena (X). Kupac call opcije pak mora prodavaču unaprijed platiti naknadu tzv. premiju C. Ta je premija promptni negativni novčani tok kupca call opcije. Međutim, kupac potencijalno očekuje profit ukoliko cijena dionice bude veća od izvršne cijene (za iznos koji premašuje premiju) po isteku opcije. Ako je cijena osnovne aktive veća od X (tzv. dobitna opcija), kupac može izvršiti opciju, kupujući aktivu po X i prodajući je odmah na tržištu po tekućoj tržišnoj cijeni, većoj od X. Ako je cijena osnovne aktive manja od X po isteku opcije (tzv. gubitna opcija), kupac opcije neće izvršiti opciju (tj. kupiti aktivu kada je tržišna cijena manja od X). Isto vrijedi i u slučaju kada je cijena osnovne aktive jednaka X po isteku opcije (tzv. neutralna opcija). Kupac opcije stvara trošak C (premija) na opciju bez drugih novčanih tokova."<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> Slakoper Z. i J. Štajfer, (2007.), "Temeljna obilježja opcijskih ugovora i opcija", *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol.57, br. 1, str. 61-95, [Online]. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/9787>. [Citirano: 27.09.2019.]

Put opcija daje kupcu opcije pravo na prodaju osnovnog instrumenta (npr. dionice) po unaprijed određenoj cijeni prodavatelju put opcije. Zauzvrat, kupac put opcije mora prodavatelju platiti put premiju ( $P$ ). Ako je cijena osnovne dionice manja od izvršne cijene ( $X$ ) na isteku opcije (dobitna put opcija), kupac će kupiti osnovnu dionicu na tržištu dionica za manje od  $X$  i odmah ju prodati po cijeni  $X$  izvršenjem put opcije. Ako je cijena osnovne dionice veća od  $X$  na isteku opcije (gubitna put opcija), kupac put opcije nikad ne izvršava opciju (tj. prodaju dionice po  $X$  kad je njezina tržišna vrijednost veća od  $X$ ). To vrijedi i kada je cijena osnovne dionice jednaka  $X$  kad opcija istječe (neutralna put opcija). Kupac put opcije stvara trošak  $P$  na opciju i nema nikakvog dugog novčanog toka.

### **2.6.3. Swap**

Swap je sporazum između dvije strane o razmjeni određenih preiodičnih novčanih tokova u budućnosti na temelju nekog osnovnog instrumenta ili cijene (npr. fiksna ili promjenjiva stopa srednjoročne ili dugoročne obveznice). Kao i forward, futures i opcijski ugovori, swap ugovor omogućava tvrtkama bolje upravljanje rizikom kamatne stope, deviznim i kreditnim rizikom. Pet generičkih tipova swapova su: swap kamatnih stopa, swap valuta, swap kreditnog rizika, swap roba i swap dionica. Aktiva ili instrument u osnovi razmjene može se promijeniti, no temeljni princip swap sporazuma je u tome da uključuje restrukturiranje novčanih tokova aktive ili pasive transakcijskih strana u boljem smjeru.

## 2.7. IPO - inicijalna javna ponuda

"Inicijalna javna ponuda dionica (eng. initial public offering) označava prvu javnu emisiju dionica, a najčešće se označava skraćenicom IPO. To prva javna ponuda dionica nekog privatno/državnog društva prema investicijskoj javnosti. Predstavlja postupak prvog izlaska dionica na primarno tržište kapitala. U situaciji kada se poduzeće odluči provesti ovu metodu prikupljanja kapitala, potrebno je provesti niz detaljnih analiza kako bi se utvrdile informacije bitne za proces IPO-a. Prije svega misli se na provođenje detaljne analize društva kako bi se odredila njegova vrijednost. Također potrebno je analizirati financijske pokazatelje društva i procijeniti očekivanu zaradu i novčane tokove društva. Zatim, jako je bitna analiza industrijske grane u kojoj društvo posluje. Nakon toga potrebno je utvrditi trošak kapitala društva, te na taj način doznati ekonomsku vrijednost društva. Tako određena cijena uspoređuje se s cijenama dionica društava iz istih grana industrije. Prilikom procesa IPO-a potrebno je odrediti cijene emisije novih dionica, a da bi se to postiglo potrebno je uključiti i anticipiranu potražnju. Iz tog razloga investicijski bankari nastoje stvoriti tržište za nove dionice u procesu njihove distribucije i u kasnijim razdobljima."<sup>32</sup>

Odlukom upuštanja u proces IPO-a događa se veliki zaokret u ciklusu poslovanja društva. Temeljem realne procjene poslovanja, dostupnim resursima, stupnju razvoja društva, vizije društva donosi se odluka da li će započeti proces IPO-a. Kroz IPO društvo može svoje dionice ponuditi profesionalnim i malim ulagateljima, zaposlenicima društva, strateškim partnerima i drugima. Društvo se u buduću mora pridržavati visokih zahtjeva korporativnog upravljanja te mora provesti značajne promjene u svom poslovanju. Prije započetog IPO-a društva obično usvoje Kodeks korporativnog upravljanja. Kodeks je skup pravila i načela, a njegov cilj je uspostavljanje visokih standarda korporativnog upravljanja i postizanje transparentnosti poslovanja u dioničkom društvu. Time se olakšava pristup kapitalu, a troškovi se snižavaju, budući da su na snazi procedure korporativnog upravljanja koje se temelje na prepoznatljivim međunarodnim standardima. Navedeno je osnovni kriterij za donošenje odluke ulagača.

Društvo mora kritički sagledati svoje poslovanje i vidjeti da li su vlasnici društva suglasni za prodaju vlasničkog udjela u društvu. Moraju biti spremni na prihvaćanje visokih standarda korporativnog upravljanja te biti spremni poslovati transparentno. trebali bi sagledati poslovanje menadžmenta društva i uvidjeti da li menadžment može uložiti dovoljno vremena u komunikaciji s javnošću i s ulagateljima.

---

<sup>32</sup> Orsag, S., (2011.), Vrijednosni papiri: Investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo, str. 364.

Proces IPO-a sastoji se od nekoliko vrlo bitnih faza:

- Priprema

Vlasnici društva se savjetuju s pokroviteljem uvrštenja (bankom ili investicijskim društvom) prije donošenja konačne odluke o javnoj emisiji dionica. Odlučuje se o količini kapitala koji se želi prikupiti javnom emisijom dionica, kakva će vlasnička struktura biti nakon javne ponude dionica, itd. Pored toga, određuje se način postavljanja cijene u javnoj ponudi (početna, fiksna ili raspon cijene). Vlasnici društva s pokroviteljem uvrštenja vrše analizu o količini sredstava koja žele prikupiti, koje će investicije pokriti tim sredstvima i da li vlasnici žele osim emisije već postojećih dionica putem IPO-a izdati nove dionice. Vlasnici ili pokrovitelji uvrštenja prirede nezavisan pregled stanja društva, a menadžment društva se pripremi za unapređenje i odabir najbolje prakse u korporativnom upravljanju. Ponekad se na prvim sastancima s potencijalnim ulagateljima za vrijeme provedbe IPO-a menadžment društva po prvi put susreće s pitanjima vezanim za strategiju društva, konkurenciju, kvalitetu menadžmenta, financijske pokazatelje, itd.

- Promocija

Promocija se odnosi na prezentaciju društva ulagateljima putem prezentacija (*road show*) ili na individualnim sastancima (*one-on-one*) s ulagateljima. Društva koja svoje dionice žele promovirati kod stranih ulagatelja održavaju prezentacije i u inozemstvu. U medijima se postavlja javni poziv i/ili sažetak iz prospekta s najvažnijim informacijama vezanim za IPO. Navodi se broj odnosno postotak ponuđenih dionica, cijena ili raspon cijene za određenu dionicu i rok trajanja inicijalne ponude. Nakon uspješno provedenog IPO-a, izrađuje se Prospekt.

- Izrada prospekta

Prospekt je dokument koji sadržava sve bitne informacije koje su, s obzirom na prirodu izdavatelja i financijskog instrumenta koji je predmet javne ponude, odnosno uvrštenja na uređeno tržište, potrebne ulagatelju za procjenu: imovine i dugova, financijskog položaja, dobiti i gubitka, razvojnih mogućnosti izdavatelja i jamca te svih prava koja proizlaze iz financijskih instrumenata. Kod društava koja izdaju nove dionice putem javne ponude, obvezno je izraditi prospekt izdanja i/ili uvrštenja te ga objaviti javnosti. Temeljem prospekta ulagatelj može procijeniti rizike i odlučiti da li svoja sredstva želi uložiti u određeno društvo. Regulator odobrava prospekt. U Republici Hrvatskoj regulator je Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.

Nakon što društvo provede sve navedene korake u procesu IPO-a, može podnijeti zahtjev za uvrštenje na uređeno tržište Zagrebačke burze. Na Zagrebačkoj burzi odvija se fer, uredno i transparentno trgovanje dionicama. Na internetskim stranicama Zagrebačke burze društva mogu objavljivati obavijesti vezane za proces IPO-a, Prije nego što to mogu učiniti moraju sklopiti ugovor sa Zagrebačkom burzom. Obavijesti za IPO objavljuje Odjel tržišta.

"IPO sa sobom nosi brojne prednosti:

- Prikupljanje novog kapitala
- Visoki stupanj korporativne komunikacije
- Razdvajanje vlasničke i upravljačke funkcije
- Kvalitetniji menadžment i zaposlenici
- Povećani interes investicijske javnosti za društvo
- Povećanje kapitala kroz izdanje novih dionica"<sup>33</sup>

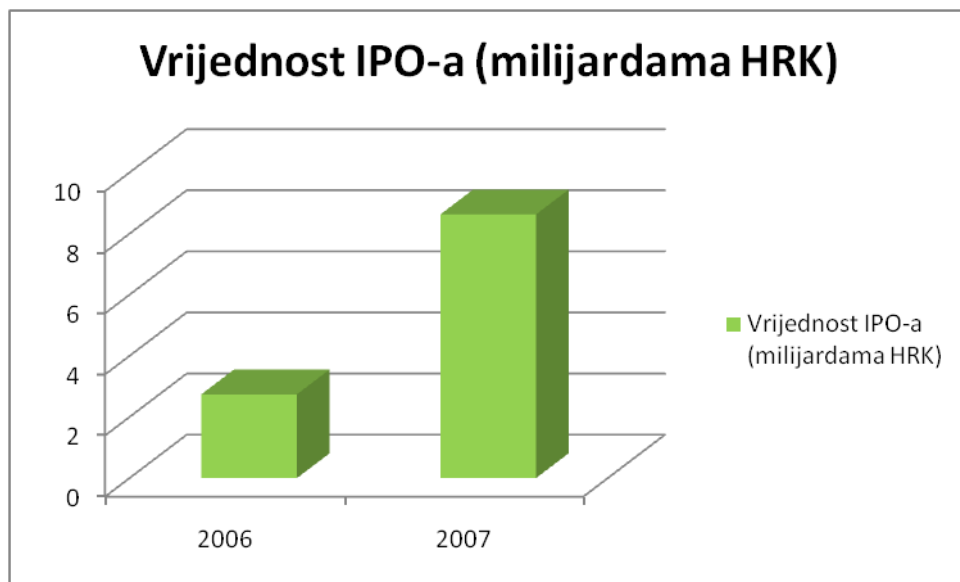
---

<sup>33</sup> <http://www.zse.hr/default.aspx?id=56607> (3.2.2019.)

### 3. Inicijalne javne ponude na tržištu kapitala u RH

Iako je 2006. bila najavljuvana kao godina inicijalnih javnih ponuda ispostavilo se da je bila godina obvezničkih izdanja, a većinski su vlasnici odgodili IPO-e očekujući daljnji rast i kompanija i ekonomije u cijelosti. Odluka Vlade RH o prodaji 15%-tnog udjela u najvećoj domaćoj naftnoj kompaniji INA d.d. predstavljala je jedini IPO u 2006. Međutim, u 2007. godini po prvi se puta na domaćem tržištu pojavila prava poplava najavljivanih inicijalnih ponuda te je tako broj novih izdanja bio 7, a ukupan iznos emisije 8,63 mlrd HRK za razliku od 2006. kada je IPO INA d.d. iznosio 2,74 mlrd HRK.

Grafikon 1: Vrijednost inicijalnih javnih ponuda na području RH

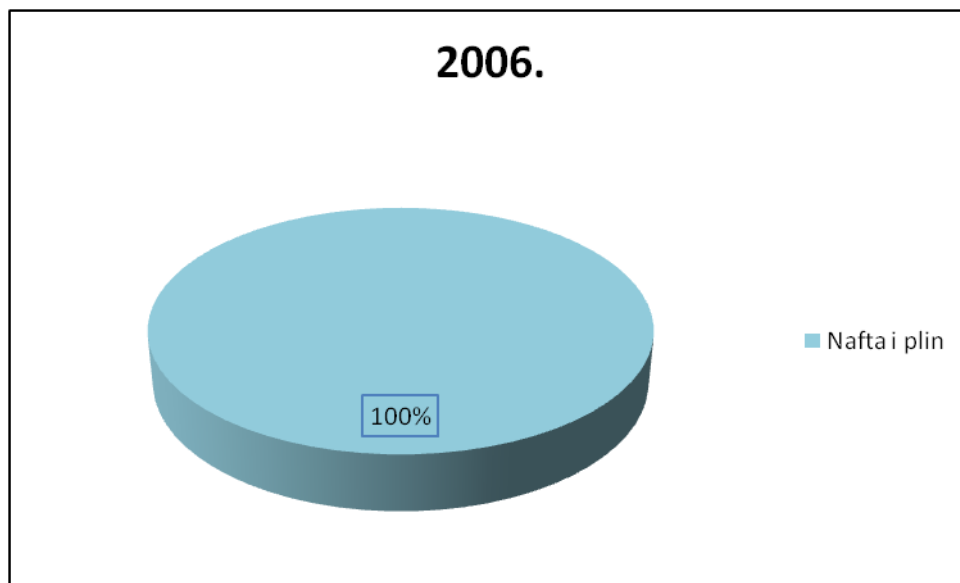


Izvor: Izrada autorice prema podacima sa [www.agram-brokers.hr](http://www.agram-brokers.hr) (02.02.2019.)

Usporedimo li ukupan iznos IPO-a s prometom dionica ostvarenim na Zagrebačkoj burzi možemo zaključiti kako je vrijednost IPO-a bila značajna s obzirom na činjenicu da iznosi gotovo 40% prometa burze. Usporedbe radi, na području EU je tijekom 2007. godine ostvareni promet dionicama na burzama iznosio 22.124 mlrd EUR, a ukupna vrijednost IPO-a je iznosila 80,37 mlrd EUR što predstavlja znatno manjih 0,36% prometa. Izrazito visoka vrijednost IPO-a za malenu ekonomiju poput Hrvatske imala je dvosmjerne efekte. S jedne strane imamo pozitivne efekte poput popularizacije domaćeg tržišta kapitala, značajno povećanje broja tržišnih particijanata, porast prometa i likvidnosti burze, povećani interes stranih ulagača i sl. Međutim s druge strane, imamo i negativne efekte poput erozije

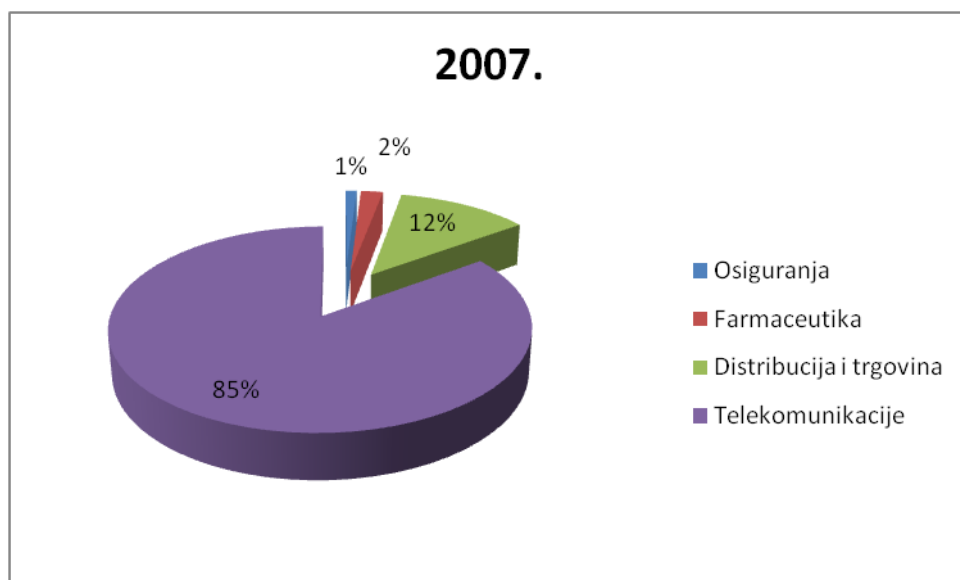
likvidnosti koju su domaći privatni i institucionalni investitori upumpali u IPO-e. To smanjenje likvidnosti, kombinirano s ostalim čimbenicima, rezultiralo je intenzivnom korektivnom spiralom koja je hranila pad tržišne kapitalizacije burze u prvom kvartalu 2008.

Grafikon 2: Sektorska distribucija IPO-a u 2006. godini



Izvor: Izrada autorice prema podacima sa [www.agram-brokers.hr](http://www.agram-brokers.hr) (02.02.2019.)

Grafikon 3: Sektorska distribucija IPO-a u 2007. godini

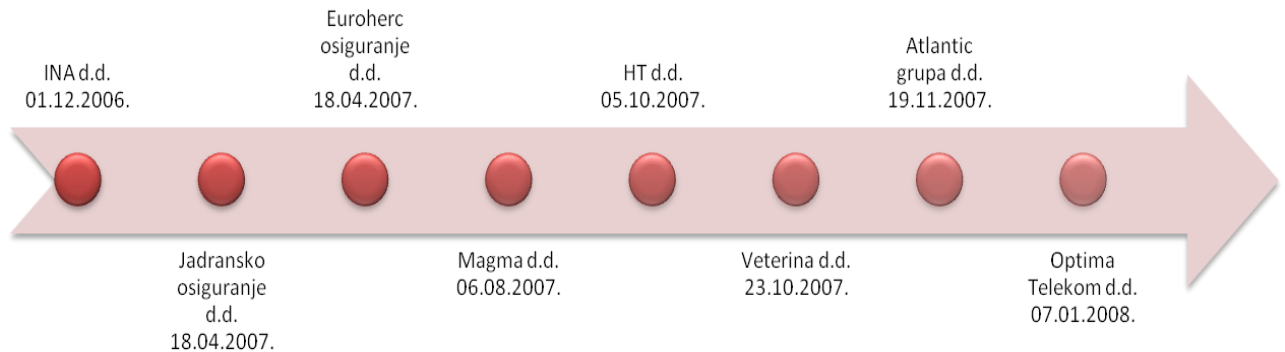


Izvor: Izrada autorice prema podacima sa [www.agram-brokers.hr](http://www.agram-brokers.hr) (02.02.2019.)



U 2006. godini 100% vrijednosti IPO-a otpalo je na sektor Nafta i Plina, dok je u 2007. 85% vrijednosti pripalo telekomunikacijskom, 12% distribuciji i trgovini, 2% farmaceutici, te 1% osiguranjima.

Slika 1: Vremenski pravac inicijalnih javnih ponuda i listanja u RH



Izvor: Izrada autorice prema podacima sa [www.agram-brokeri.hr](http://www.agram-brokeri.hr) (02.02.2019.)

### 3.1. INA d.d. - Profil kompanije i IPO

INA, d.d. je osnovana 1. siječnja 1964. spajanjem Naftaplina (tvrtke za istraživanje i proizvodnju nafte i plina) s rafinerijama u Rijeci i Sisku. Oznaka firme je INA-R-A. Firma je upisana na Zagrebačkoj burzi. Kotacija dionica je službena. Web adresa INA d.d. je [www.ina.hr](http://www.ina.hr). Do kraja desetljeća INA, d.d. se proširila i na Rafineriju Zagreb, Trgovinu (poduzeće za domaću trgovinu), petrokemijske tvornice OKI i DINU te tvornicu umjetnih gnojiva u Kutini. Godine 1993. INA, d.d. je postala dioničkim društvom. Grupu čini više ovisnih društava u potpunom ili djelomičnom vlasništvu društava te povezanih društava. Sjedište se nalazi u Zagrebu, Avenija V. Holjevca 10, Hrvatska. Ukupan broj zaposlenih u INA-Grupi 31. prosinca 2006. bio je 15 873. Grupa ima dominantnu ulogu u naftnom biznisu u Hrvatskoj; istraživanju i proizvodnji nafte i plina, preradi nafte te distribuciji plina, nafte i naftnih derivata.

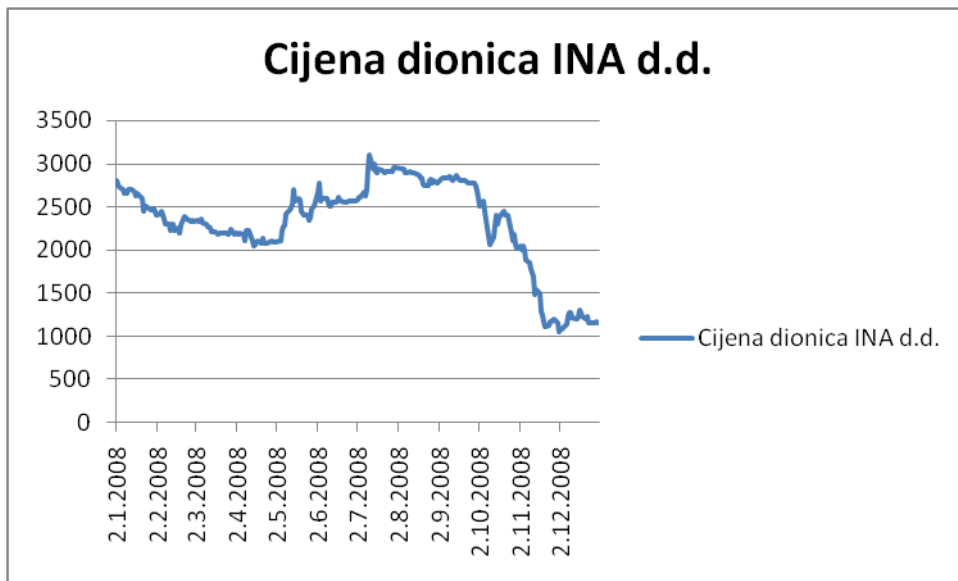
- Istraživanje i proizvodnja nafte i plina u Hrvatskoj, Angoli i Egiptu, koncesije u Angoli, Egiptu, Siriji i Namibiji

- Uvoz prirodnog plina i prodaja uvoznog i domaćeg prirodnog plina industrijskim potrošačima i distributivnim poduzećima
- Prerada nafte i proizvodnja derivata u rafinerijama u Rijeci (Urinj) i Sisku, gdje se proizvode goriva te Rijeci (Mlaka) i Zagrebu, gdje se proizvode maziva
- Maloprodaja derivata i drugih roba putem maloprodajne mreže koja se sastoji od 407 benzinskih postaja u vlasništvu Ine d.d. i 18 u vlasništvu njezinih ovisnih društava u Hrvatskoj te 47 benzinske postaje u susjednim zemljama
- Trgovina sirovom naftom i naftnim derivatima
- Pružanje usluga bušenja, remonta i drugih radova vezanih za istraživanje i proizvodnju nafte i plina iz kopnenog dijela i podmorja - Crosco- Naftni servisi d.o.o.
- Pružanje usluga pri gradnji naftovoda, plinovoda, procesnih postrojenja i održavanja procesnih postrojenja - STSI d.o.o.
- Proizvodnja i prodaja maziva - Maziva-Zagreb d.o.o.
- Proizvodnja i trgovina ukapljenim plinom - Proplin d.o.o.
- Ugostiteljstvo i turizam - Hostin d.o.o.
- Iznajmljivanje automobila i plovila - ITR d.o.o.
- Zaštita zdravlja i sigurnosti - Sinaco d.o.o.

Potkraj 2006. godine Vlada RH donijela je odluku o javnoj ponudi 15% dionica INA-e uz opsijsko povećanje na 17% u slučaju velike potražnje. Državljeni RH imali su pravo prvenstva pred domaćim i stranim institucionalnim investitorima te pogodnost dodatne dionice na svakih 10 koje posjeduju nakon 12 mjeseci zadržavanja dionica na vlasničkoj poziciji. Raspon cijene upisa je bio 1.400 – 1.900 HRK. Građani RH su imali ograničen iznos upisa od 38.000 HRK po osobi. Javna ponuda je uspješno provedena uz postignutu cijenu od 1.690 HRK. Ukupno je prodano 1.619.632 dionica nakon opsijskog povećanja što predstavlja 16,2% udjel u kompaniji. Ukupan iznos IPO-a je tako iznosio 2,74 mlrd. HRK.

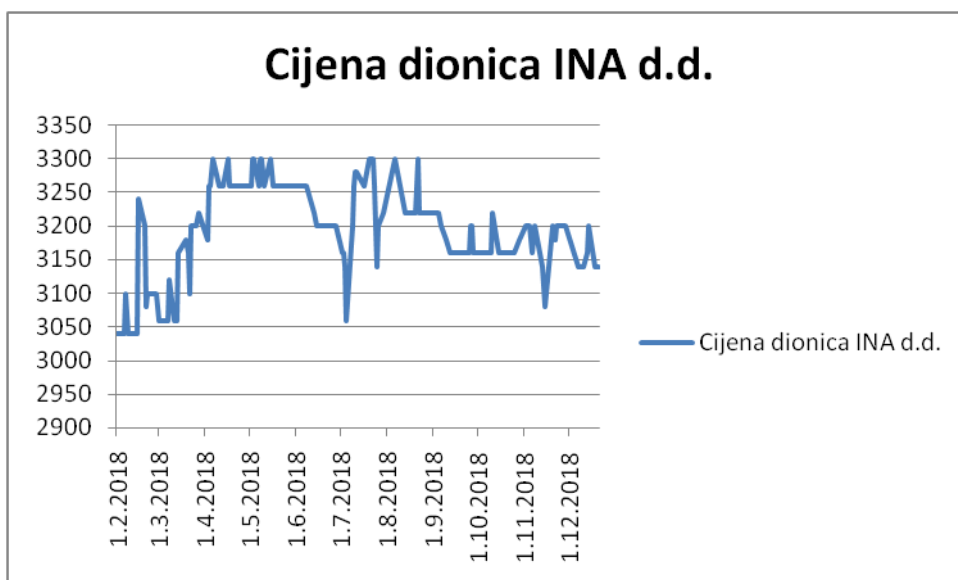
Kompanija je listana na Zagrebačkoj (ZSE) i Londonskoj burzi (LSE), a trgovanje je počelo 01. prosinca 2006. godine. Prvog dana trgovanja ostvareni promet na ZSE je iznosio 188,4 mln HRK a zaključna cijena 2.170 HRK (rast u odnosu na cijenu upisa od čak 28,4%). Ubrzo nakon početka trgovanja, dionica je uvrštena u službeni indeks Zagrebačke burze CROBEX u kojemu trenutno ima udio od 15%. Prosječni dnevni promet u posljednjem kvartalu iznosio je 5,3 mln HRK.

Grafikon 4: Kretanje cijene dionica INA d.d. u 2008. godini



Izvor: Izrada autorice prema podacima sa <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=472> (05.02.2019.)

Grafikon 5: Kretanje cijene dionica INA d.d. u 2018. godini



Izvor: Izrada autorice prema podacima sa <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=472> (05.02.2019.)

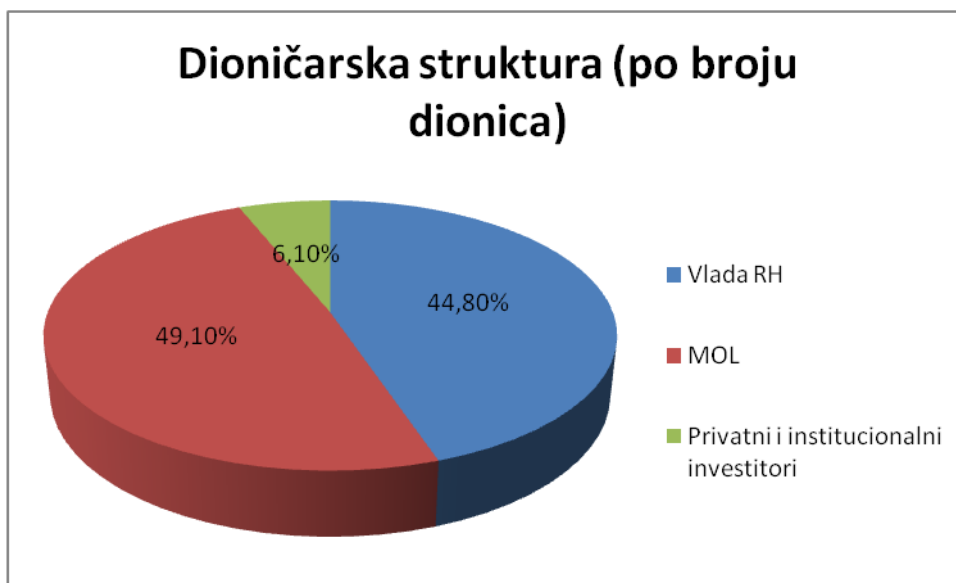
S obzirom da je Fond Hrvatskih branitelja otvoreni investicijski fond, nakon što istekne lock-up razdoblje, može se očekivati masovna likvidacija fonda zbog činjenice da se radi o skupini građana s vrlo niskim dohotkom. Nakon što i taj paket bude dostupan na sekundarnom tržištu, otvara se mogućnost za novu konsolidaciju unutar vlasničke strukture te eventualna preuzimanja.

Tabela 1: Vlasnička struktura INA d.d. po broju dionica

Dioničarska struktura po broju dionica	
MOL	4.908.207
Vlada RH	4.483.552
Privatni i institucionalni investitori	608.241
Ukupno	10.000.000

Izvor: Izrada autorice prema podacima sa <https://www.ina.hr/investitori/struktura-dionicara/53> (05.02.2019.)

Grafikon 6: Vlasnička struktura INA d.d.



Izvor: Izrada autorice prema podacima sa <https://www.ina.hr/investitori/struktura-dionicara/53> (05.02.2019.)

### 3.2. HT- Hrvatske telekomunikacije d.d - Profil kompanije i IPO

T-HT Grupa vodeći je pružatelj telekomunikacijskih usluga u Hrvatskoj koji jedini pruža njihov puni spektar: objedinjuje usluge fiksne telefonije, mobilne telefonije, prijenosa podataka, Interneta i međunarodnih komunikacija. Oznaka firme je HT-R-A. Firma je upisana

na Zagrebačkoj burzi. Kotacija dionica je službena. Web adresa HT - Hrvatske komunikacije d.d. je [www.ht.hr](http://www.ht.hr). Osnovne djelatnosti društva HT-Hrvatske telekomunikacije d.d., njegovog ovisnog društva TMobile Hrvatska d.o.o. i drugih ovisnih društava sastoje se od pružanja telekomunikacijskih usluga te projektiranja i izgradnje komunikacijskih mreža na području Republike Hrvatske. Uz pružanje usluga fiksnih telefonskih linija (pristup i promet fiksnim telefonskim linijama, te dodatne usluge fiksne mreže), Grupa pruža Internet usluge, usluge prijenosa podataka (najam vodova, ATM, X25 i Frame relay), te posluje s GSM i UMTS pokretnim telefonskim mrežama.

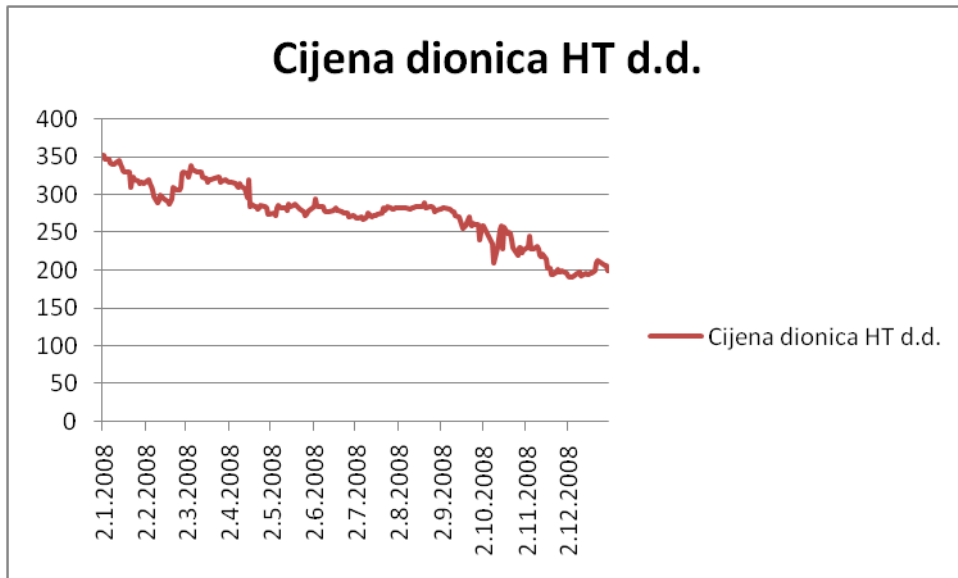
HT-Hrvatske telekomunikacije d.d. su dioničko društvo u pretežnom vlasništvu društva Deutsche Telekom AG. Osnovano je 28. prosinca 1998. godine u Republici Hrvatskoj sukladno odredbama Zakona o razdvajanju Hrvatske pošte i telekomunikacija na Hrvatsku poštu i Hrvatske telekomunikacije kojim je poslovanje prijašnjeg poduzeća Hrvatske pošte i telekomunikacija ("HPT s p.o.") razdvojeno i prenijeto na dva nova dionička društva: Hrvatske telekomunikacije d.d. i Hrvatska pošta d.d. koja su započela poslovati 1. siječnja 1999. godine. Tijekom 2002. godine, HT-mobilne komunikacije d.o.o. su osnovane kao zasebno trgovačko društvo i ovisno društvo u potpunom vlasništvu Hrvatskih telekomunikacija d.d. namijenjeno pružanju usluga pokretnih telefonskih mreža. HT Grupa je tijekom 2004. godine provela proces promjene zaštitnog znaka (rebranding) te je 1. listopada 2004. godine uveo novi korporativni identitet kojim je HT Grupa postala dio globalne "T" obitelji Deutsche Telekom. Nakon preuzimanja u svibnju 2006. godine članom T-HT Grupe postao je i Iskon Internet d.d., jedan od vodećih alternativnih operatora u Hrvatskoj. Iskon unutar Grupe nastavlja razvijati rastući segment korisnika koji daju prednost alternativnim proizvodima i koje T-HT do 2006. nije intenzivno posluživao.

U rujnu 2007. Vlada Republike Hrvatske donijela je odluku o prodaji 32,5% dionica, od čega 25% državljanima Republike Hrvatske s pravom prvenstva i po povlaštenim uvjetima u iznosu od 17.000 HRK po građaninu, a preostalu količinu institucionalnim investitorima. Građani na 10 postojećih dionica imaju pravo na bonus dionicu protekom 12 mjeseci. Raspon cijene upisa iznosio je od 245 HRK do 320 HRK, a konačna cijena upisa iznosila je 265 HRK. Ukupna potražnja iznosila je 37,4 milijarde kuna, od čega se na institucionalnu potražnju odnosilo 25 milijardi kuna.

IPO je bio više nego uspješan s obzirom na činjenicu da se animirao veliki broj od čak 350.000 građana te da je registrirano 245.000 novih računa pri Središnjoj depozitarnoj agenciji. Vrijednost IPO-a iznosila je tako 7,05mlrd HRK, a ponuđeni iznos nadmašen je za

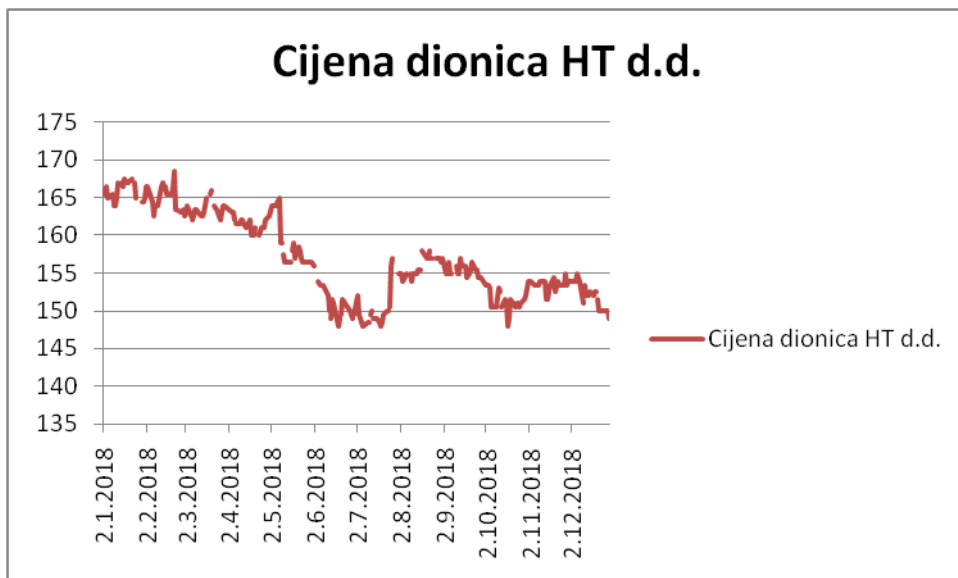
čak 30,35mlrd HRK. Dionice su uvrštene u Službenu kotaciju ZSE te ubrzo nakon početka trgovanja i u CROBEX indeks s 15%-tnim udjelom. Prvi dan trgovanja obilježio je cjenovni rast dionice od 43,4% te promet od 238mln HRK.

Grafikon 7: Kretanje cijena dionica HT d.d. u 2008. godini



Izvor : Izrada autorice prema podacima sa <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063> (05.02.2019.)

Grafikon 8: Kretanje cijena dionica HT d.d. u 2018. godini



Izvor : Izrada autorice prema podacima sa <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063> (05.02.2019.)

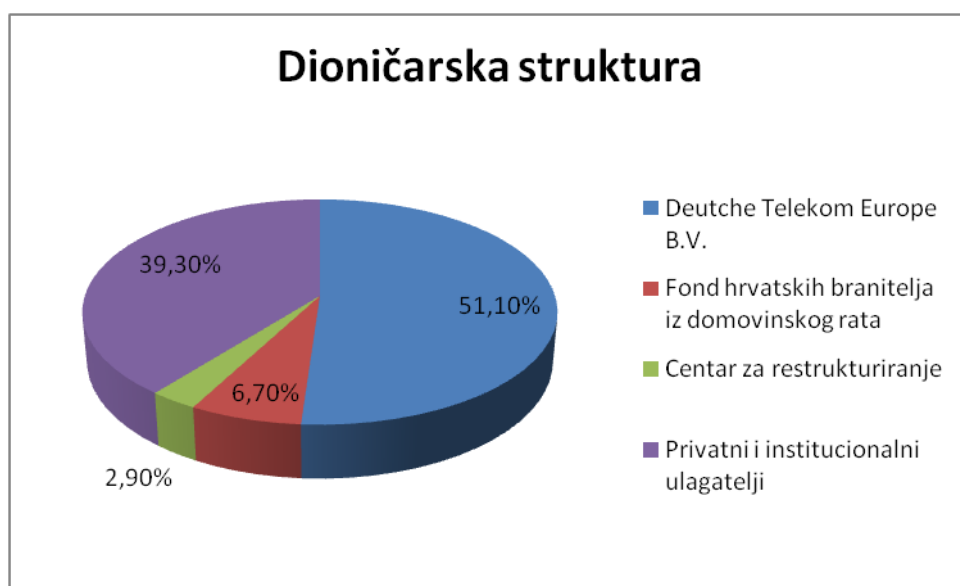
"Temeljni kapital Hrvatskog Telekoma d.d. iznosi 9.822.853.500,00 kuna te je podijeljen na 81.670.064 dionica bez nominalnog iznosa.

Većinski vlasnik Hrvatskog Telekom d.d. je Deutsche Telekom Europe B.V. s udjelom od 51,1%. Deutsche Telekom Europe B.V. je društvo u stopostotnom vlasništvu Deutsche Telekom Europe Holding B.V. čiji je stopostotni vlasnik Deutsche Telekom Europe Holding GmbH (prethodnog naziva T-Mobile Global Holding Nr. 2 GmbH). Deutsche Telekom Europe Holding GmbH je u stopostotnom vlasništvu Deutsche Telekom AG.

Fond hrvatskih branitelja iz domovinskog rata posjeduje 6,7% dok Centar za restrukturiranje i prodaju Republike Hrvatske drži 2,9%. Ostali dio od 39,3% dionica je u rukama privatnih i institucionalnih ulagatelja. Među privatnim i institucionalnim investitorima kao investitor s najvećim vlasničkim udjelom nalazi se Raiffeisen obvezni mirovinski fondovi. Na dan 31.12.2018. Raiffeisen obvezni mirovinski fondovi posjeduju 9,1% dionica HT-a.

Dionice Hrvatskog Telekom uključene su u usluge depozitorija Središnjeg klirinškog depozitarnog društva 12.srpnja 2002."<sup>34</sup>

Grafikon 9: Vlasnička struktura Hrvatskog Telekom d.d.



Izvor: Izrada autorice prema podacima sa <https://www.t.ht.hr/o-nama/vlasnicka-struktura/> (05.02.2019.)

<sup>34</sup> <https://www.t.ht.hr/o-nama/vlasnicka-struktura/> (05.02.2019.)

#### 4. Osvrt autorice

U svrhu izrade rada istraživala sam brojnu literaturu na temu tržišta vrijednosnih papira i inicijalne javne ponude dionica. Tržišta novca služe za trgovanje kratkoročnim dužničkim instrumentima. Tržišta novca nastala su zbog neusklađenosti potrebe za novcem pojedinaca, korporacija i vlasti s njihovim novčanim prihodom. Investiranjem u vrijednosne papire na tržištu novca pojedinci i korporacije izbjegavaju troškove držanja viška kapitala budući da se financijski vrijednosni papiri mogu brzo pretvoriti natrag u gotovinu. Tržišta novca dijele se na trezorske zapise, federalna sredstva, sporazume o reotkupu, prenosive certifikateco depozitu i bankovne mjenice. Trezorski zapisi služe za pokriće deficita u tekućem vladinom proračunu i financiranju dospjelog vladinog duga Federalna sredstva se odnose na prijenos kratkoročnih sredstava između financijski institucija. Sporazumi o reotkupu koji obuhvaćaju prodaju vrijednosnih papira između dvije strane uz obećanje ponovne kupnje po određenoj cijeni i na određeni datum. Prenosivi certifikat o depozitu je oročeni depozit koji izdaje banka uz određenu kamatnu stopu i datum dospijeca. Oni se mogu se prodati na sekundarnom tržištu, a tko god posjeduje certifikat u vrijeme dospijeca prima glavnicu i kamatu. Bankovne mjenice su mjenice s rokom dospijeca koje su plative prodavatelju dobara. Isplatu jamči banka.

Tržišta obveznica su tržišta na kojima se trguje obveznicama. Obveznice su dugoročne obveze koje izdaju korporacije i vladine jedinice. Izdavatelj obveznice obećava platiti određeni iznos u budućnosti po dospijecu obveznice uz kuponsku kamatu, a zauzvrat dobiva sredstva ulagača. Obveznice se koriste kao pomoć u transferu sredstava od pojedinaca, korporacija i vladinih jedinica s viškom sredstava do onih kojima treba dugoročno financiranje dugom. Na tržištu obveznica trguje se trezorskim srednjoročnim i dugoročnim obveznicama, municipalnim obveznicama i korporativnim obveznicama. Trezorske srednjoročne i dugoročne obveznice izdaje trezor radi financiranja nacionalnog duga i ostalih vladinih izdataka. Municipalne obveznice izdaje država i lokalne vlasti radi financiranja privremene neravnoteže između operativnih troškova i primanja. Korporativne obveznice izdaju korporacije

Hipotekarna tržišta su tržišta na kojima dužnici (pojedinci, poduzeća i vlade) mogu podići dugoročne osigurane kredite. Dužnici na hipotekarnim tržištima su pojedinci. Hipotekarna tržišta dijele se na primarno i sekundarno hipotekarno tržište. Sekundarna hipotekarna tržišta nastala su iz potrebe da se smanji rizik likvidnosti, rizik promjene kamatne stope i kreditni



rizik kojem su izložene financijske institucije koje su hipoteksrni kredit izdale. Na sekundarnim hipotekarnim tržištima trguje se certifikatima o udjelu u hipoteci, hipotekarnom obvezom osiguranom zalogom te obveznicama osiguranim hipotekarnim kreditom.

Na tržištima dionica dobavljači sredstava mogu jeftino i efikasno nabavljati dionička sredstva za korporacije. zauzvrat od korporacija dobivaju vlasnička prava u tvrtki i novčani tok u obliku dividendi. Korporativne dionice se dijele na obične ili redovne i povlaštene. Obične ili redovne dionice dioničaru daju pravo glasa i pravo na dividendu. Povlaštene dionice imaju karakteristike obveznice i obične dionice. Imatelji povlaštenih dionica imaju drugačije pravo glasa, pravo na fiksni postotak dividende i pravo na zaštitu u slučaju stečaja dioničarskog društva.

Na deviznim tržištima se trguje devizama. Ona olakšavaju stranu trgovinu, pomažu u prikupljanju kapitala na stranim tržištima, olakšavaju prijenos rizika među sudionicima i olakšavaju špekulacije. Rizik ovakvog trgovanja je što se vrijednost strane valute brzo može promijeniti u odnosu na valutu kojom pojedinac trguje.

Tržišta derivativnih instrumenata prometuju derivativnim instrumentima čija je isplata povezana s drugim, prethodno izdanim instrumentom. Postiže se sporazum između dvije strane o razmjeni standardne količine aktive ili novčanog toka po unaprijed određenoj cijeni i na određen datum u budućnosti. Derivativni instrumenti su forward i futures ugovori, opcije, i swap ugovori.

Inicijalna javna ponuda ili IPO se odnosi na prvu javnu emisiju dionica nekog poduzeća. Proces se provodi u nekoliko koraka. prvi korak je savjetovanje s pokroviteljem uvrštenja, a to su obično banke ili investicijska društva. Razmatra se koliko se kapitala želi prikupiti emisijom dionica, kakva će biti vlasnička struktura nakon emisije, određuje se kakva će biti cijena u javnoj ponudi i sl. Idući korak u procesu IPO-a je predstavljanje društva ulagateljima odnosno investicijskoj javnosti putem prezentacija ili na individualnim sastancima. Na kraju se izrađuje prospekt koji sadržava sve relevantne informacije koje su potrebne ulagatelju da bi mogao procijeniti imovinu i dugove, financijski položaj, dobit i gubitak te razvojnih mogućnosti izdavatelja i jamca.

Ina d.d. i HT d.d. su među prvim kompanijama koje su se odlučile na inicijalnu javnu ponudu (IPO) na tržištu kapitala Republike Hrvatske. Uz to, njihovi IPO-i skrenuli su pozornost

javnosti ka tržištu kapitala te izazvali interes inozemnih investitora za tržište kapitala u Republici Hrvatskoj. Upravo sam iz tog razloga odabrala ove dvije kompanije.

Iz priloženih podataka možemo vidjeti kako su vrijednosti dionica INA d.d. u 2018. godini znatno porasle u odnosu na vrijednosti dionica u 2008. godini, kada se bilježi značajan pad cijena. Na dan prvog javnog plasmana dionica 01. prosinca 2006. godine na kapitalno tržište cijena dionice INA d.d. postigla 1.690,00 HRK. U 2018. godini, prosječna cijena dionice INA d.d. kretala se oko 3.150,00 HRK. Iz navedenog možemo zaključiti kako svi oni koji su kupili INA-ine dionice 2006. godine te ih zadržali do danas, mogu ostvariti značajan profit od njihove prodaje. S druge strane, kada pogledamo kretanje vrijednosti dionica HT d.d., možemo zamijetiti kako su one u konstantnom opadanju. Oni koji su kupili dionice HT d.d. na dan njihovog prvog javnog plasmana 05.10.2007. platili su 265 HRK po dionici. Možemo vidjeti kako se prosječna vrijednost dionica HT d.d. kretala oko 152 HRK. Tako možemo zaključiti kako su oni koji su kupili dionice HT d.d. i zadržali ih do danas u znatnom gubitku.

Iz priloženih podataka o inicijalnoj javnoj ponudi na tržištu kapitala Republike Hrvatske za dva odabrana poduzeća INA d.d. i HT d.d. dalo bi se zaključiti kako je provođenje procesa IPO-a velika promjena za dioničko društvo. Prvenstveno jer društvo mora biti spremno na transparentno prikazivanje svog poslovanja i visoke zahtjeve korporativnog ulaganja. Izdavanjem dionica javnosti društvo mora kompletno mijenjati svoju upravljačku strukturu. Nadalje menadžment društva mora biti spreman posvetiti vrijeme investicijskoj javnosti i ulagateljima. Vlasnici moraju biti odlučni u prodaji svog vlasničkog udjela u društvu ili dijela istog. Unatoč ovim velikim promjenama koje je potrebno uvesti u poslovanje društva smatram kako je inicijalna javna ponuda idealan način za brzo prikupljanje novog kapitala. Podjelom vlasničke strukture potrebno je uvesti dobar sustav komunikacije među korporativnim vlasnicima kako ne bi došlo do oprečnosti mišljenja i nefunkcionalnog upravljanja društvom. Smartam kako se menadžment društva znatno unaprijedi i poboljša i zaposlenici kvalitetnije obavljaju svoj posao. Velika je prednost što se javnost zainteresira za društvo, a kapital se dalje može povećavati emisijom novih dionica.

Moje mišljenje je da su INA d.d. i HT d.d. znatno profitirale zbog provođenja IPO-a. Ostavile su veliku zaradu od prodaje dionica odnosno kapital društva se povećao, pa su ta sredstva mogli upotrijebiti za povećanje obima poslovanja. Kada se sagledaju svi aspekti smatram kako je IPO bio pametan potez.

## 5. Zaključak

Vrijednosni papiri (engl. securities, njem. Wertpapiere, Effekten), vrijednosnice, pismene isprave kojima se njezin izdatnik obvezuje ispuniti obvezu upisanu na tim ispravama njihovom zakonitom imaoću. Potraživanje iz vrijednosnih papira vezano je uz sam papir. Predstavljaju investiciju, odnosno predmet of financijske vrijednosti, kao što su dionice, obveznice, komercijalni zapisi, kojima se trguje na burzi vrijednosnih papira. Izdaju se na temelju uloženih novčanih sredstava. Nije svaki vrijednosni papir predmetom burzovne transakcije, već samo onaj koji udovoljava zakonskim propisima i propisima burze. Tržište (ili burza) vrijednosnih papira je vrsta tržišta koje brokerima i trgovcima dionicama, obveznicama i ostalim vrijednosnim papirima omogućuje trgovanje. Dijeli se na tržište novca, tržište obveznica, hipotekarna tržišta, tržišta dionica, devizna tržišta i tržišta derivativnih instrumenata.

Na tržištima novca, kratkoročne dužničke instrumente (oni s izvornim dospeljem od godinu ili manje) izdaju ekonomske jedinice koje trebaju kratkoročna sredstva, a kupuju ih ekonomske jedinice s viškom kratkoročnih sredstava. Tržišta obveznica su tržišta na kojima se obveznice izdaju i njima se trguje. Obveznice su dugoročne obveze koje izdaju korporacije i vladine jedinice. Tržišta dionica omogućavaju dobavljačima sredstava djelotvorno i jeftino nabavljanje dioničkih sredstava za korporacije (korisnici sredstava). U zamjenu, korinici sredstava (tvrtke) daju dobavljačima sredstava vlasnička prava u tvrtki, kao i novčani tok u obliku dividendi. Devizna tržišta su tržišta na kojima trgovci devizama obavljaju transakcije po najnižim troškovima i na najdjelotvorniji način. Rezultat je da devizna tržišta olakšavaju stranu trgovinu, pomažu prikupljanju kapitala na stranim tržištima, olakšavaju prijenos rizika među sudionicima i olakšavaju špekulacije u vezi s vrijednošću valuta. Derivativni instrument je instrument čija je isplata povezana s drugim, prethodno izdanim instrumentom. Derivativni instrumenti obično obuhvaćaju sporazum između dviju strana o razmjeni standardne količine aktive ili novčanog toka po unaprijed određenoj cijeni i na određen datum u budućnosti. Tržišta derivativnih instrumenata tržišta su na kojima se trguje derivativnim instrumentima.

Inicijalna javna ponuda dionica (eng. initial public offering) označava prvu javnu emisiju dionica, a najčešće se označava skraćenicom IPO. To prva javna ponuda dionica nekog privatno/državnog društva prema investicijskoj javnosti. Predstavlja postupak prvog izlaska dionica na primarno tržište kapitala. U situaciji kada se poduzeće odluči provesti ovu metodu

prikupljanja kapitala, potrebno je provesti niz detaljnih analiza kako bi se utvrdile informacije bitne za proces IPO-a.

Ponuda Ininih dionica u studenom 2006. godine bio je prvi veliki IPO u Hrvatskoj. Ina se do danas uspjela zadržati iznad cijene iz IPO-a zahvaljujući najavi preuzimanja mađarskog Mola u kolovozu ove godine te nenajavljenog ulaska austrijskog OMV-a u igru. Kulminacija javnih ponuda dosegnuta je IPO-om HT-a koje je upisalo 330 tisuća građana. Mnogi od njih su zaradili lijepi dobitak, ali je kriza iz SAD-a došla i do Hrvatske rušeći cijene dionica i ostavljajući mnoge male ulagače razočarane naglim padom cijena. Iz navedenih primjera IPO-a INA d.d. i HT d.d. uvidjeli smo kako je IPO dobar način za prikupljanje novog kapitala kompanije, ali je također i rizično budući da nosi visoke troškove provedbe. Izlaskom u javnost postojeći dioničari gube nadzor nad društvom i društvo postaje izloženije tržišnim kretanjima.

## Literatura:

1. Dolenc P., (2003.), Razvoj sekundarnog tržišta državnim dužničkim vrijednosnim papirima u zemljama u tranziciji. *Financijska teorija i praksa*; 27(2):223-33
2. Mishkin F.S., Eakins S.G., (2005.), *Financijska tržišta i institucije*; prevoditeljica Bekavac Ž. et al.; MATE d.o.o., Zagreb, (Biblioteka Gospodarska misao)
3. Orsag, S., (2011.), *Vrijednosni papiri: Investicije i instrumenti financiranja*, Revicon, Sarajevo
4. Saunders A, Cornett MM., (2003.), *Financijska tržišta i institucije*. Masmedia, Zagreb
5. Slakoper Z., Štajfer J., (2007.), "Temeljna obilježja opcijskih ugovora i opcija", *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol.57, br. 1, str. 61-95, [Online]. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/9787>. [Citirano: 27.09.2019.]
6. Sumpor M., (2002.), "TRŽIŠTE DRŽAVNIH VRIJEDNOSNICA", *Ekonomski pregled*, vol.53, br. 3-4, str. 319-342, [Online]. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/28016>. [Citirano: 26.09.2019.]
7. Uran V., (2006.), "TEHNIKA IZVOĐENJA TERMINSKIH UGOVORA UZ PRIMJENU HEDGING METODE", *Journal of Energy*, vol.55, br. 5, str. 578-595, [Online]. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/4774>. [Citirano: 27.09.2019.]
8. <http://www.zse.hr/default.aspx?id=56607> (3.2.2019.)
9. [www.agram-brokeri.hr](http://www.agram-brokeri.hr) (02.02.2019.)
10. <http://www.poslovni.hr/leksikon/vrijednosni-papiri-1058> (23.10.2018.)
11. <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=472> (05.02.2019.)
12. <https://www.ina.hr/investitori/struktura-dionicara/53> (05.02.2019.)
13. <https://www.t.ht.hr/o-nama/vlasnicka-struktura/> (05.02.2019.)