

ZNAČAJ I ULOGA TRŽIŠTA KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Bllaca, Edita

Undergraduate thesis / Završni rad

2016

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:143:902557>

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 MENADŽMENTA
STRUČNI STUDIJ MENADŽMENTA**

Edita Bllaca

ZNAČAJ I ULOGA TRŽIŠTA KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Završni rad

Šibenik, 2015.

VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU
ODJEL MENADŽMENTA
STRUČNI STUDIJ MENADŽMENTA

ZNAČAJ I ULOGA TRŽIŠTA KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Završni rad

Kolegij: Financijske institucije i tržišta

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

Studentica: Edita Bllaca

Matični broj: 12048092

Šibenik, kolovoz, 2015.

Sadržaj:	Str.
1. Uvod	1
2. Financijsko tržište	2
2.1. Pojam i uloga financijskog tržišta	2
2.2. Razvoj financijskog tržišta	3
2.3. Podjela financijskog tržišta	4
3. Tržište kapitala: pojam, vrste, pretpostavke i funkcije	6
3.1. Vrste tržišta kapitala	6
3.2. Pretpostavke i funkcije tržišta kapitala	8
3.3. Nastanak, povijest i značajke hrvatskog tržišta kapitala	11
3.3.1. Osnovne karakteristike hrvatskog tržišta kapitala	12
3.4. Organizirano tržište kapitala	13
3.4.1. Povijest burzi	13
3.4.2. Vrste burzi	14
3.4.2.1. Burzovni indeksi	16
3.4.3. Burze u RH	16
3.4.3.1. Zagrebačka burza	17
3.4.3.1.1. Indeks na Zagrebačkoj burzi- Crobex	18
3.4.3.1.2. Trgovanje na Zagrebačkoj burzi	18
3.4.3.2. Varaždinska burza	19
3.4.3.2.1. VIN indeks	20
3.5. Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj	20
3.5.1. Investitori na tržištu kapitala	21
3.5.2. Korisnici kapitala	22
3.5.3. Institucije i posrednici na tržištu kapitala	22
3.5.3.1. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA)	23
3.5.3.1.1. Ciljevi i načela Hanfe	23
3.5.3.1.2. Upravljanje Hanfom i donošenje odluka	23
3.5.3.1.3. Djelokrug i nadležnost Hanfe	24
3.5.3.2. Središnje klirinško deponitarno društvo (SKDD)	25
3.5.3.2.1. Vlasništvo i upravljanje SKDD-om	26

3.5.3.3. Posrednici na tržištu kapitala	27
3.5.3.3.1. Investicijske banke	27
3.5.3.3.2. Investicijska (brokerska) društva	29
3.6. Zakonski okvir i uređenje tržišta kapitala u RH	31
4. Trgovanje na Zagrebačkoj burzi u 2014. godini	33
5. Zaključak	36
Popis literature	
Prilozi	

ZNAČAJ I ULOGA TRŽIŠTA KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

EDITA BLLACA

Bana Ivana Mažuranića 71, Edita.bllaca@icloud.com

Sažetak:

Tržište kapitala, kao dio ukupnog financijskog tržišta na kojem se susreću ponuda i potražnja, jako je važno za poslovanje i proširenje poslovanja poduzeća. Na tržištu kapitala se zadovoljava najveći dio potreba poduzeća za kapitalom, a uz to od iznimne je važnosti i na nacionalnoj razini jer razvijenost financijskog sustava pridonosi općem stanju i gospodarstvu neke zemlje. No, za razvoj i funkcioniranje tržišta kapitala, moraju postojati politički, pravni i gospodarski preduvjeti, a lokalno tržište mora biti uključeno u međunarodna tržišta kapitala. Hrvatsko tržište kapitala dio je ukupnog međunarodnog tržišta kapitala, a iako relativno mlado, do sad se uspjelo afirmirati upravo uz pomoć državne politike kojom se podupire njegov razvoj, zakonske uređenosti, ali i organiziranih institucija čime je ostvarilo sve preduvjete za promet dugoročnim vrijednosnim papirima i dugoročnim kapitalom.

(36 stranica / 3 slike / 3 tablice / 40 literaturnih navoda / jezik izvornika: hrvatski)

Rad je pohranjen u: Knjižnici Veleučilišta u Šibeniku

Ključne riječi: tržište, kapital, sudionici, burza, HANFA

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

Rad je prihvaćen za obranu:

BASIC DOCUMENTATION CARD

Polytechnic of Šibenik

Final paper

Department of Management

Professional Undergraduate Studies of Management

THE IMPORTANCE AND THE ROLL OF THE CAPITAL MARKET IN CROATIA

EDITA BLLACA

Bana Ivana Mažuranića 71, Edita.bllaca@icloud.com

Abstract:

The capital market, as part of the financial market, the place where supply and demand meet, is important for business and expanding business enterprises. On the capital market most of the needs of enterprises for capital are satisfied, and with it, it has extremely importance at the national level because the development of the financial system contributes to the general state of the economy of a country. However, for the development and functioning of capital markets, there must be political, legal and economic conditions and local market must be included in the international capital markets. Croatian capital market is part of the overall international capital market, although relatively young, until now it succeeded to establish itself aided by government policies to support its development, legal regulation, but also organized institution which has made all the prerequisites for traffic with long-term securities and long-term capital.

(36 pages / 3 figures / 3 tables / 40 references / original in Croatian language)

Paper deposited in: Library of Polytechnic of Šibenik

Keywords: market, capital, participants, stock market, HANFA

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

Paper accepted:

1. Uvod

Tema ovog završnog rada je značaj i uloga tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj. Cilj rada je definirati pojam financijskog tržišta, te posebno tržišta kapitala, a uz to objasniti ulogu i način funkcioniranja tržišta kapitala u Hrvatskoj.

Rad je kompozicijski podijeljen na pet cjelina.

Nakon uvodne cjeline, u drugoj je cjelini definiran pojam financijskog tržišta, navedena je njegova uloga, kao i podjela, te je ukratko pojašnjen razvoj istog kroz povijest.

U trećoj cjelini detaljno je pojašnjen pojam tržišta kapitala. Prikazane su vrste tržišta kapitala, te su navedene pretpostavke, ali i općenito funkcija tržišta kapitala kao dijela ukupnog financijskog tržišta. Također je iznesen i nastanak tržišta kapitala u Hrvatskoj, njegova povijest od početaka u bivšoj državi, pa do danas, kao i osnovne karakteristike hrvatskog tržišta kapitala. Posebno je pažnja skrenuta na organizirano tržište kapitala: burze. Poblježe je pojašnjen nastanak pojma burze, razvoj prvih burzi i vrste burzi prema predmetu burzovnog djelovanja. Spomenuti su i burzovni indeksi kao sintetički pokazatelji kretanja cijena unaprijed definirane skupine vrijednosnih papira. Uz to, navedene su i burze u Republici Hrvatskoj: Zagrebačka i Varaždinska, koja je djelovala do ožujka 2007., kada je na zahtjev članica obje burze, došlo do spajanja Zagrebačke burze i Varaždinske burze u jedinstveno nacionalno tržište kapitala, pod nazivom Zagrebačka burza d.d., kao i burzovni indeksi na Zagrebačkoj burzi. Uz burze, tu su i drugi sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj: investitori, korisnici kapitala i druge institucije, od kojih su najznačajnije HANFA i Središnje klirinško depozitarno društvo, ali i posrednici, investicijske banke i investicijska društva. U radu je pojašnjen i prikazan zakonski okvir i uređenje tržišta kapitala u Hrvatskoj.

U četvrtoj cjelini ukratko je prikazano trgovanje na Zagrebačkoj burzi u 2014. godini.

Naposlijetku je dat i kratak zaključak rada.

Rad je pisan indukcijsko – dedukcijskom metodom.

2. Financijsko tržište

Općenito, i najkraće rečeno, tržište predstavlja mjesto na kojem se susreću ponuda i potražnja za određenim robama ili uslugama, te na kojem se vrše kupnja i prodaja istih. Pritom je kupnju i prodaju moguće obavljati i bez nazočnosti robe (na burzama i drugim tržištima), pa čak i bez izravnog kontakta kupaca i prodavača, kao što je u slučajevima kataloške kupnje, kupnje putem telefona, interneta i slično. Mjesto na kojem se susreću ponuda i potražnja, dakle, može biti fizički dostupno i prepoznatljivo (kao što je tržnica na kojoj poljoprivrednici nude viškove svojih proizvoda, a građani kupuju voće i povrće), ali isto tako, prema Klačmer Čalopi i Cinguli¹, tržište može biti i "apstraktan pojam na razini nacionalnog gospodarstva na kojem se susreću svi prodavatelji i kupci, bez obzira kupuju li robu ili usluge i bez obzira na način plaćanja." Zbog toga se tržište definira kao stalan i organiziran oblik dovođenja u kontakt ponude s potražnjom roba i usluga. Istodobno je tržište i mehanizam kojim se reguliraju odnosi prodavača i kupaca u uvjetima u kojima sudionici razmjene ili kupoprodaje ostvaruju svoje ciljeve i interese, zbog kojih i stupaju u međusobne odnose.

2.1. Pojam i uloga financijskog tržišta

Mjesto na kojem se susreću ponuda i potražnja za novcem u bilo kojem obliku naziva se financijsko tržište. Financijsko tržište (engl. *financial market*, njem. *Finanzmarkt*) znači mjesta, osobe, instrumente, tehnike i tokove koji omogućavaju razmjenu novčanih viškova i manjkova, tj. novca, kapitala i deviza. Dakle, financijsko tržište obuhvaća sva specijalizirana, međusobno povezana tržišta na području neke zemlje na kojima se trguje financijskim instrumentima koja obuhvaćaju novac i njegove surogate, te sve vrste vrijednosnih papira.²

Financijska tržišta podliježu nacionalnim pravnim propisima, što znači da svaka država samostalno uređuje svoje financijsko tržište. Financijsko tržište jedne zemlje pritom ne mora, prema svojim elementima, bitno odgovarati financijskom tržištu neke druge zemlje, iako moraju postojati elementi međusobne povezanosti. Elementi kojima su različita nacionalna tržišta povezana omogućavaju gospodarske djelatnosti u različitim zemljama tj. robnu

¹ Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.1.

² <http://limun.hr/main.aspx?id=17065>

razmjenu i gospodarske aktivnosti i među različitim državama. Uz to, usprkos međusobnoj povezanosti na nacionalnoj razini, pojedini dijelovi financijskih tržišta unutar kompleksnog financijskog sustava na državnoj razini, mogu funkcionirati i kao mogući konkurenti- to su primjerice: NYSE (*New York Stock Exchange*) i NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) ili nekada u Hrvatskoj: Zagrebačka burza i Varaždinska burza.

Financijsko tržište, osim što predstavlja mjesto susreta ponude i potražnje za financijskim instrumentima, također omogućava i:³

- Rastresanje imovine institucionalnih i individualnih subjekata tržišta što olakšava stalno imovinsko-financijsko restrukturiranje,
- Neutraliziranje granica između člikvidnih i nelikvidnih sredstvava, jer razvijeno sekundarno tržište kapitala omogućava likvidnost svakog oblika imovine,
- Disperziju rizika,
- Stalno prilagođavanje ročnosti izvora i plasmana,
- Stalno kombiniranje, kalkuliranje i mijenjanje oblika imovine prema prinosima i drugim investicijskim motivima, te
- Stalno vrednovanje i nadzor svih sudionika financijskog tržišta.

Ostale brojne funkcije i uloge financijskog tržišta određene su oblikom i načinom poslovanja svakog pojedinog segmenta istog.

2.2. Razvoj financijskog tržišta

Prema Klačmer Čalopi i Cinguli⁴, razvoj financijskog tržišta započeo je još u doba Rimskog Carstva, kada su Rimljani kroz širenje Carstva, preko Europe, Azije i Afrike potaknuli razvoj i internacionalizirali tržište novca, i vezan je uz razvoj robne proizvodnje i razmjenu robnih dobara. Međutim, razvoj se može pratiti tek od 12. stoljeća kada je uslijedila trgovačka revolucija koja je potaknula robno-novčanu razmjenu. U tom su se razdoblju intenzivirali mjenjački poslovi i započelo je kreditiranje trgovaca. Posebno je važno istaknuti i razdoblje 17. st. koje je obilježila komercijalizacija i standardizacija roba što je omogućilo industrijalizaciju i snažniji razvoj financijskog tržišta u Europi i Americi. Navedeno razdoblje

³ Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I, Pomoćni materijal za izučavanje, Ekonomski fakultet Zagreb, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2002., str. 74.

⁴ Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.8.

trgovačke revolucije kreiralo je i nove društvene vrijednosti; i to: bogatstvo kroz akumulaciju kapitala, vlasništvo kroz kreiranje dioničkih društava i razvoj poduzetničkih inicijativa.⁵

Što se tiče razvoja financijskog tržišta u Europi u novijoj povijesti, značajno je razdoblje nakon Drugog svjetskog rata kada je zabilježen propulzivan rast broja transakcija i veličine prometa. Američko tržište se, pak, već tada formiralo kao tržište s relativno razvijenom infrastrukturom i financijskim institucijama koje su omogućavale neometano odvijanje nadzora nad svim subjektima tržišta.

S druge strane, hrvatsko financijsko tržište, čiji je razvoj započeo 90-ih godina procesima pretvorbe i privatizacije, mora zadovoljiti još mnogo elemenata kako bi moglo parirati razvijenim financijskim tržištima, a njegov rast ovisi o efikasnosti prilagodbe nacionalnih okvira poslovanja pravnim okvirima burzovnim trgovanja razvijenih tržišta kapitala.

2.3. Podjela financijskog tržišta

Kako se financijsko tržište sastoji od velikog broja subjekata među kojima se odvijaju brojne različite aktivnosti, tako je segmentiranje financijskog tržišta moguće prema različitim kriterijima. Podjela financijskog tržišta na manje segmente omogućava lakše snalaženje u brojnim transakcijama. Kriteriji prema kojima je moguće podijeliti financijsko tržište su:⁶

- Zavisnost od oblika trgovine financijskim instrumentima,
- Formalnost strukture sekundarnih tržišta vrijednosnih papira,
- Način prodaje financijskih instrumenata,
- Oblik u kojem su financijska sredstva pribavljena,
- Metoda trgovanja i
- Dospijeće financijskih instrumenata⁷.

Upravo je prema kriteriju dospijeća financijskih instrumenata za ovaj rad i važno sagledati podjelu financijskih tržišta. Dakle, prema kriteriju dospijeća financijskih instrumenata, financijska se tržišta mogu podijeliti na:

- Tržište novca i

⁵ Ferizović, M., Financijska tržišta, Ekonomski fakultet Univerziteta u Bihaću, Grafičar, Bihać, 2004., str. 80.

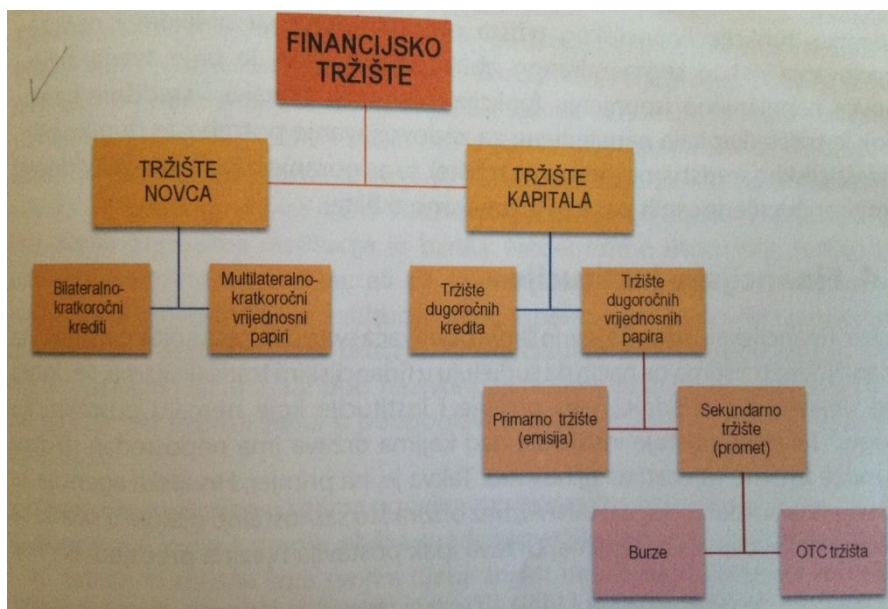
⁶ Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.10.

⁷ Financijski instrument je specifična isprava koju primjenjuju sve financijske institucije, a koja je sastavljena u pisanom obliku. Ta isprava svom imatelju predstavlja mogućnost potraživanja prema imovini ili zaradi drugog subjekta, odnosno predstavlja financijsku obvezu za njezinog izdavatelja. Financijski instrumenti zamjenjuju novac.

Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.3.

- Tržište kapitala.

Na tržištu novca odvija se promet novcem i instrumentima čiji je rok dospijeca kraći od devedeset dana. Također, tržište novca se sastoji od bilateralnih kratkoročnih kredita i multilateralnih kratkoročnih kredita. S druge strane, na tržištu kapitala odvija se promet vrijednosnih papira čiji je rok dospijeca od godine dana ili više ili koji su trajne vrijednosti- tzv. permanentni vrijednosni papiri (dionice), a tržište kapitala se sastoji od tržišta dugoročnih kredita i tržišta dugoročnih vrijednosnih papira. Tržište novca namijenjeno je prvenstveno ispunjenju funkcija poslovnih banaka i središnje banke, dok je tržište kapitala namijenjeno za zadovoljavanje potrebe za dugoročnim investicijskim sredstvima (primarno tržište), te osiguranje mobilnosti i likvidnosti emitiranih vrijednosnih papira (sekundarno tržište). Ustroj financijskog tržišta najčešće se proučava upravo po mjerilu dospijeca financijskih instrumenata.



Slika 1. Ustroj financijskog tržišta

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

3. Tržište kapitala: pojam, vrste, pretpostavke i funkcije

Tržište kapitala (engl. *capital market*, njem. *Kapitalmarkt*) je mjesto za sveukupne poslove, kojima financijske institucije (uglavnom banke) trguju vrijednosnim papirima i vrijednosnim derivatima.⁸ Tržište kapitala je tržište dugoročnog kapitala, odnosno tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Također tržište kapitala predstavlja i bitan segment financijskog tržišta neke zemlje i to onaj dio na kojem se prometuje kapitalnim (dugotrajnim) ulaganjima, za razliku od tržišta novca koje obuhvaća kratkotrajne novčane transakcije. Tržište kapitala je iznimno važno, sa stajališta pribavljanja novca, za poslovanje i proširenje poslovanja poduzeća i to zato jer se na tržištu kapitala zadovoljava najveći dio potreba poduzeća za kapitalom.⁹ Uz to, tržište kapitala je važno i na nacionalnoj razini jer razvijenost financijskog sustava pridonosi općem stanju i gospodarstvu neke zemlje, a afirmacijom nacionalnog financijskog tržišta stvara se i prihvatljivo okruženje za razvoj tržišta kapitala, te državni instrumenti i modeli kojima se može po potrebi djelovati na razvojne ciljeve.

3.1. Vrste tržišta kapitala

Najjednostavnija podjela tržišta kapitala, možda bi bila ona geografska na:

1. Nacionalno i
2. Međunarodno tržište kapitala.

Na nacionalnom tržištu kapitala susreću se ponuda i potražnja unutar jedne zemlje, a prodaja se obavlja u nacionalnoj valuti, dok se na međunarodnom tržištu kapitala trguje između različitih zemalja i u različitim valutama. Jedno nacionalno tržište je sastavni dio međunarodnog tržišta kapitala. Na međunarodnom tržištu mogu se nabaviti vrijednosni papiri pojedine zemlje, ali pristup međunarodnom sekundarnom tržištu imaju samo ovlaštene javne osobe, kao što su brokerska društva, banke ili investicijski fondovi.

Tržište kapitala se, prema vrsti kapitala može podijeliti i na:

1. tržište dionica (vlasničkih vrijednosnih papira),
2. tržište obveznica (dužničkih vrijednosnih papira) i
3. tržište investicijskih kredita.

⁸ https://hr.wikipedia.org/wiki/Tr%C5%BEi%C5%A1te_kapitala

⁹ <http://limun.hr/main.aspx?id=13772>

Dionice (*equity capital* u Velikoj Britaniji, *common stock* u SAD-u) predstavljaju trajni kapital, a imaoći dioničkog kapitala su vlasnici poduzeća ili članovi istog. Zbog toga primaju povrat (dividendu) razmjeran uspješnosti rada poduzeća.¹⁰ Kako navodi J. Foley¹¹, tržište trajnog kapitala privlači investitore jer su obične dionice zbog svog odnosa rizika i povrata, poželjan dio financijskog portfolija. Premda, dionice ne nude sigurnost svojstvenu obveznicama, ali to kompenziraju mogućim većim kapitalnim dobitima i rastućih dividendi. No, ipak postoji i problem za investitore, a koji se odnosi na razumijevanje čimbenika koji utječu na vrijednost dionica, što je vrlo važno prilikom donošenja odluke o ulaganju u dionice.

Obveznice, s druge strane, predstavljaju posuđeni kapital koji uključuje zadužnice i neosigurane zajmove preko dionica. Obveznice¹² su vrsta zajma. Zajmoprimac koji uzima zajam izdaje potvrdu zajmodavcu- investitoru na temelju koje investitor ostvaruje pravo na kamate prema unaprijed utvrđenoj kamatnoj stopi koja se zove kupon. Kamata se plaća na obveznice neovisno o profitu poduzeća. Uz spomenutu kamatu, zajmoprimac se obvezuje do određenog roka u budućnosti vratiti i glavnicu iskazanu u nominalnim ili realnim terminima. Ono po čemu se prikupljanje novca obveznicama razlikuje od drugih vrsta zajmova je to što su obveznice prenosive ili negocijabilne. Obično banka vodi, u svojim knjigama, normalan zajam sve dok se ne otplati, pa stoga postoji trajna veza između zajmodavca (banke) i zajmoprimalca. S druge strane, prvi kupac obveznice (investitor), ne mora je čuvati stalno do dospijeca, već je može prodati drugoj osobi ili instituciji uz pretpostavku da postoji prikladno sekundarno tržište. Ovo omogućuje trgovanje obveznicama koje su emitirane u nekom prijašnjem razdoblju. Prvobitni kupac ovog vrijednosnog papira u mogućnosti je pretvoriti tu investiciju u likvidna sredstva i nije vezan za "život" te obveznice. Većina kapitala posuđenog prilikom emitiranja obveznica je iskupiva, ali je moguće imati i neiskupive zajmove preko obveznica.

U analizi tržišta kapitala, osim spomenute podjele prema vrsti tržišta, postoji i sljedeća sistematizacija i grupiranje tržišta kapitala:¹³

Prema vrsti kapitala razlikuju se:

- Tržište obveznica,
- Tržište hipoteka i

¹⁰ J. Foley, B.: Tržišta kapitala, Mate, Zagreb, 1998., str. 12.

¹¹ J. Foley, B.: Tržišta kapitala, Mate, Zagreb, 1998., str. 27.

¹² J. Foley, B.: Tržišta kapitala, Mate, Zagreb, 1998., str. 75.

¹³ Družić I. : Resursi i tržišta hrvatskog gospodarstva, Politicka kultura, Zagreb, 2004., str. 137-140.

- Tržište dionica.

Prema institucionalnom obliku razlikuju se:

- Burze,
- Banke,
- Brokerske kuće,
- Investicijski fondovi i
- Osiguravajuća društva.

Prema načinu trgovanja razlikuju se:

- Primarna tržišta
- Sekundarna tržišta

Prema mjestu trgovanja razlikuje se:

- Burzovni način trgovanja i
- Neburzovni način trgovanja.

Najbitnija i najviše objašnjavana je podijela na primarno tržište kapitala i sekundarno tržište kapitala. Ako se radi o uvođenju novih vrijednosnica na tržište, tada se govori o primarnom tržištu, dok se sekundarno tržište odnosi na trgovanje vrijednosnicama koje se već u prometu, odnosno tu se može govoriti o burzama.

3.2. Pretpostavke i funkcije tržišta kapitala

Da bi tržište kapitala normalno funkcioniralo, potrebne su određene pretpostavke:¹⁴

- Državna politika kojom se podupire razvoj tržišta kapitala,
- Zakonska regulativa kojom se uređuje poslovanje na tržištu kapitala,
- Potreba investitora za ulaganjem i potreba gospodarskih subjekata za prikupljanjem kapitala i
- Institucije koje omogućavaju izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima.

Dakle, da bi kapital mogao slobodno kolati, moraju postojati politički, pravni i gospodarski preduvjeti, a lokalno tržište mora biti uključeno u međunarodna tržišta kapitala. Zbog toga se često kaže kako je slobodno kolanje kapitala- njegovo investiranje i prikupljanje, najvažnija pretpostavka za funkcioniranje tržišta kapitala.

¹⁴ Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.56.

Kapital se može prikupiti na tradicionalni način i to izdavanjem dionica primarne emisije u trenutku osnivanja ili ponovljenim izdavanjem dionica za kapitalne investicije. Sredstva prikupljena primarnom emisijom dionica, tako, postaju vlasnički kapital i poduzeće nema obvezu vraćanja tih sredstava sve do likvidacije. Ovaj način prikupljanja kapitala predstavlja najveću korist za poduzeća koja su izdala dionice, ali korist svakako imaju i oni koji su dionice kupili- jer očekuju da će poduzeće dobro poslovati i da će ostvarivati dobitak. Iz dobitka kupci dionica-investitori dobivaju dividende kao potvrdu dobrog poslovanja tvrtke u koju su uložili svoj novac. No, kako navode Klačmer Čalopa i Cingula¹⁵, njihova su očekivanja usmjerena na sekundarno trgovanje i kapitalni dobitak- što znači da investitori očekuju zaradu prodajom dionica i to zbog razlike u cijeni dionice koju su sami platili i očekivane- veće cijene te dionice u trenutku prodaje. Da bi se postigao kapitalni dobitak dionice moraju biti likvidne odnosno mogućnost njihove prodaje mora postojati u svakom trenutku. Navedeno se postiže zajedničkim sudjelovanjem svih sudionika na tržištu .

Uz likvidnost, tržište mora biti i efikasno što znači da tekuće tržišne cijene moraju točno i brzo odražavati sve dostupne informacije, te da se ne smiju mijenjati pod utjecajem troškova transakcija, regulative ili drugih vanjskih čimbenika. Efikasnost je moguće postići korištenjem računalne tehnologije- stoga je na suvremenim razvijenim tržištima infrastruktura takva da osigurava likvidnost, transparentnost i pouzdanost tržišta. Uporaba računala omogućava automatsko uparivanje naloga za ponudu i potražnju i strogu kontrolu redosljeda obavljenih transakcija. Time se postižu niske cijene transakcija i informacija, a u interesu investitora, izdavatelja i ostalih sudionika na tržištu vrijednosnih papira.

U slučaju da menadžment tvrtke ne želi dirati postojeći vlasnički ustroj, i to zbog potreba dokapitalizacije, već je pripravan vratiti sva prikupljena sredstva, tvrtka može uzeti bankovni zajam ili izdati obveznice. Za obveznice se točno zna u kojem roku dospijeva na naplatu pojedini dio glavnice uz pripadajuću kamatu. Isto postupaju i državne vlasti ukoliko žele prikupiti sredstva za financiranje općedruštvenih projekata.

Hrvatska je, prije političkih promjena koje su dovele do osamostaljenja, koristila samo jedan dio mehanizama financijskog tržišta, i to onaj koji se odnosio na bankovno poslovanje u dijelu građanske štednje, klasične kreditne odnose i platni promet pravnih osoba. Ovakav slučaj zabilježen je i u ostalim tranzicijskim zemljama koje su u vrijeme socijalizma imale potpuno nerazvijeno financijsko tržište.

¹⁵Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.56.

Tržišta kapitala imaju brojne važne funkcije. Kako navodi Foley¹⁶, tržišta kapitala su "mehanizam koji omogućuje prijenos sredstva koja se mogu investirati od ekonomskih subjekata s financijskim viškom prema onima s financijskim manjkom". Ovo je moguće postići prodajom vrijednosnih papira- dionica ili obveznica onima koji imaju višak sredstava. Kao rezultat- poduzeća, vlade, lokalne vlasti, nadnacionalne organizacije i sl. imaju pristup većim količinama kapitala nego što bi bio raspoloživ da se moraju osloniti ključivo na stvaranje vlastitih izvora.

To je tzv. Primarno tržište gdje se ugovaraju nove emisije trajnog kapitala ili zaduženja u obliku potpuno novih emisija kapitala ili u obliku ponude postojećim investitorima. U bilo kojem slučaju zainteresirana organizacija dobiva svjež novac u zamjenu za financijsko potraživanje. Za poduzeće financijsko potraživanje može biti u obliku trajnog kapitala (dionice) ili možda zaduženja (obveznice) dok državne vlasti redovito emitiraju obveznice. Kotirati na burzi vrijednostih papira glavna je prednost poduzećima koja su na burzu uvrštena kada trebaju dodatni kapital.

Druga funkcija tržišta kapitala možda je predmet veće pažnje- ono djeluje kao sekundarno tržište za vrijednosne papire koji su mogli biti emitirani u prošlosti. Tržište dozvoljava vlasnicima dionica ili obveznica da ih prodaju brzo i tako osigurava stupanj likvidnosti koji inače ne bi bio izvediv. Postojanje sekundarnog tržišta čini djelovanje primarnog tržišta efikasnijim. Odlučujući o investiciji u ova specifična financijska sredstva, investitor osjeća sigurnost da nije sputan, već može pretvoriti svoje ulaganje ponovno u novac u bilo koje vrijeme. Sekundarno tržište, drugim riječima, omogućuje neprekidnu realokaciju financijskih sredstava između različitih investitora, dozvoljavajući jednima da prodaju takva sredstva dok drugi mogu koristiti svoj višak sredstava da bi ih kupili. Glavni korisnici tržišta kapitala su poduzeća, suverene vlade i nad-nacionalna tijela kao što su Svjetska banka ili Europska investicijska banka.

Tržište kapitala je najzaslužnije za prikupljanje dugoročnih novčanih sredstava potrebnih nekom poduzeću za razvoj perspektivne dugoročne strategije. U povoljnim i kontroliranim uvjetima, pravnim je subjektima s kredibilitetom omogućeno prikupljanje kapitala dok zauzvrat daju vrijednosne papire. Samim time može se doći do zaključka da kapital koji predstavlja novac stvoren na tržištu kapitala ima osnovnu svrhu i ulogu, a to je njegovo korištenje u investicijske svrhe.

¹⁶ Foley, B.J., Tržišta kapitala, Mate, Zagreb, 1998., str. 6.

Prema svemu navedenom, vidljivo je da tržišta kapitala imaju veliku važnost i brojne zadaće spram svih gospodarskih čimbenika. Iako je njihova temeljna zadaća osiguranje prijenosa kapitala između različitih sudionika na tržištu, u stvarnosti se radi o mnogo važnijim funkcijama. Kapital ide od onih koji ga imaju previše i žele ga investirati, prema onima koji ga imaju premalo, pa ga žele prikupiti. Prikupljanje kapitala za nekog je pitanje opstanka, a plasman viška kapitala za drugu je stranu pitanje najpovoljnije investicije. U svakom slučaju, promet kapitalom strateški je pitanje za sve sudionike u tom procesu.

3.3. Nastanak, povijest i značajke hrvatskog tržišta kapitala

Stvaranje hrvatskog tržišta kapitala započelo je s nastankom RH. Akumulacija kapitala i želja za njegovim uvećanjem razlog je zašto se tržište kapitala razvija brzo, kako na nacionalnom, tako i na globalnom nivou. No, iako je hrvatsko tržište kapitala vezano za nastanak Hrvatske kao države, povijest hrvatskog tržišta kapitala ili točnije tržište kapitala na ovim prostorima, počelo se razvijati već u prosincu 1918. godine kada je organizirana prva burza pod imenom Zagrebačka burza za robu i vrednote. U travnju 1919. je započelo trgovanje vrijednosnim papirima, a mjesec dana kasnije i robom. Otada, uz određene stanke i prestanak rada, burza se uspjela održati sve do 90-ih godina prošlog stoljeća, kada je osnovana današnja burza.

Iako se od 90-ih godina prošlog stoljeća, pa do danas, hrvatsko tržište kapitala rapidno razvijalo, ono ipak zaostaje za brojnim tržištima razvijenih zemalja. Različiti su čimbenici doprinijeli i doprinose razvoju financijskog tržišta i jačanju njihova mogućeg pozitivnog utjecaja na gospodarski rast. Veliki poticaj razvoju dala je i dalje daje privatizacija društvenih poduzeća i jačanje privatnog sektora. Također se preporučuje i daljnja privatizacija putem javnih ponuda radi poticanja razvoja tržišta kapitala i maksimiziranja vrijednosti korporacija. Kako se tržište kapitala sastoji od brojnih institucija, tako razvoj financijskog sektora ovisi o institucionalnom okruženju. U Hrvatskoj postoji relativno slabo zanimanje za dionice i fondove, čime se može objasniti niža likvidnost hrvatskog tržišta dionica u usporedbi s tržištima drugih zemalja. U dionice u Hrvatskoj uglavnom ulaže mlađa populacija, pa se s vremenom, ako se predodžbe populacije o štednji ne promijene, a na tržište uđu nove generacije sa sličnim željenim oblicima štednje, može očekivati značajan porast potražnje za dionicama i time nastavak razvoja tržišta kapitala.

3.3.1. Osnovne karakteristike hrvatskog tržišta kapitala

U Republici Hrvatskoj djeluju 32 investicijska društva, a 19 banaka je od Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga dobilo odobrenje za poslovanje s vrijednosnim papirima.¹⁷ Sva navedena društva, uključujući investicijska društva (brokerska društva), banke koje su za obavljanje poslova s vrijednosnim papirima dobile odobrenje od Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (Agencija), Zagrebačka burza d.d. Zagreb, Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d., Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb, te Tržište novca, su članovi Udruženja za poslovanje i posredovanje na financijskim tržištima Hrvatske gospodarske komore. Udruženje je osnovano u travnju 1998. godine u cilju profesionalnog i stručnog usklađivanja te institucionalne zaštite i promicanja zajedničkih interesa svojih članica. Način rada Udruženja uređen je Poslovníkom o radu Udruženja. Predsjednik Udruženja je Jurica Jednačak, a njegovi zamjenici su Ivana Gažić, predsjednica Uprave, i Ivan Kurtović, predsjednik Uprave.

U RH je trenutno registrirano 37 društava za upravljanje investicijskim fondovima. Uz to je osnovan Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji te Umirovljenički fond. Svih 37 društava su članovi Udruženja društava za upravljanje investicijskim fondovima HGK. Radi promicanja razvoja i podizanja opće razine poslovanja, profesionalnog odnosa i stručnog obavljanja poslova upravljanja investicijskim fondovima po ekonomskim načelima i pravilima struke u skladu s dobrim poslovnim običajima i poslovnim moralom, radi osiguranja kvalitetne zaštite i ponašanja na tržištu, Udruženje je donijelo Kodeks poslovanja društava za upravljanje investicijskim fondovima.

Na tržištu također djeluju i četiri društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondom), četiri društva za upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondovima koja upravljaju sa šest otvorenih i 12 zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova te jedno mirovinsko osiguravajuće društvo. Oni su članovi Udruženja društava za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinskih osiguravajućih društava HGK. Strukovna udruženja osnovana su radi profesionalnog i stručnog usklađivanja te institucionalne zaštite zajedničkih interesa svojih članica, a vrlo uspješnu suradnju ostvaruju s Hrvatskom agencijom za nadzor financijskih usluga, Ministarstvom financija, Središnjim registrom osiguravatelja te ostalim institucijama.

¹⁷ http://www2.hgk.hr/en/depts/banks/trziste_kapitala_2008.pdf

3.4. Organizirano tržište kapitala

Organizirano i javno tržište na kojem se trguje standardiziranom robom, uslugama, domaćom i stranom valutom naziva se burza. Trgovanje na burzi se odvija u točno određeno vrijeme i po unaprijed propisanim postupcima.¹⁸

Poslovanje i aktivnosti organiziranog tržišta kapitala određeno je zakonom, prema kojem se burza osniva kao dioničko društvo koje mora raspolagati osobljem, opremom, tehničkim uvjetima i organizacijom koja omogućava: da svi članovi burze mogu istovremeno, ravnopravno, i pod jednakim uvjetima davati i prihvaćati ponude za kupnju i prodaju vrijednosnih papira, da svi članovi burze imaju i istom trenutku jednak pristup tržišnim informacijama o vrijednosnim papirima kojima se trguje i da svi mogu prodavati, odnosno kupovati vrijednosne papire pod jednakim uvjetima. Burza se može osnovati i kao Europsko društvo- *Societas Europea* sa sjedištem u Republici Hrvatskoj. Sudionici u trgovini na burzi mogu biti samo ovlaštena društva koja su istovremeno i članovi burze.

Prema Zakonu o tržištu kapitala, koji uređuje poslovanje i aktivnosti burze, burzu može osnovati najmanje 10 ovlaštenih društava i u svakom trenutku mora imati najmanje toliki broj dioničara. Temeljni kapital burze iznosi najmanje 40.000,00 kuna. Sve dionice burze moraju biti redovne i glasiti na ime, a svi dioničari moraju imati jednak broj dionica. Uz sve navedeno, burza je obvezna primiti u članstvo svako ovlašteno društvo koje ispunjava uvjete iz ovog zakona i uvjete za članstvo propisane pravilima burze.

3.4.1. Povijest burzi

Porijeklo naziva burza još nije točno utvrđeno. Međutim, smatra se da potječe iz 14. stoljeća. Jedna od pretpostavki je da je nazvana po "*Bourse de Paris*", francuskoj nacionalnoj veletržnici dionica. Drugi pak smatraju da je dobila ime iz talijanske riječi *borsa*- ili u prijevodu torba (vrećica za novac). Treći smatraju da je naziv nastao miješanjem prezimena trgovačke plemićke obitelji Van de Burse koja je u 16. stoljeću živjela u belgijskom gradu Bruggeu, sa latinskim pojmom *Bursa*. Kuća obitelji Bursa nalazila se na glavnom trgu, a oko nje i u njoj su se sastajali trgovci radi obavljanja trgovine. Kako bilo, burze su se razvijale postepeno, i to paralelno s razvojem robnog i novčanog prometa.

¹⁸ Alajbeg, D., Bubaš, Z.: Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala, Institut za javne financije, Zagreb, 2001., str. 13.

Burze su predstavljale mjesto na kojem su se sastajali tadašnji trgovci da bi sklapali kupoprodajne ugovore za trgovanje vrijednosnim papirima i robom. Prva burza osnovana je 1531. godine u Antwerpenu. Od tog razdoblja, a radi se o 16. stoljeću, termin burza rabi se u gotovo cijeloj Europi, uz iznimku Londonske burze, čiji je termin *stock exchange*. Prve su se burze počele razvijati na velikim sajmovima. Vrhunac trgovine vrijednosnim papirima bio je u 18. stoljeću kada su se počela osnivati dionička društva. Uzrok procvata je prijelaz kapitala i proširenje špekulativnog tržišta na prekomorske kolonijalne zemlje. Vrhuncem tržišnog djelovanja se smatra početak 19. stoljeća, kada su dionice postale najvažnija investicija u gradnji cesta, željeznica i teške industrije. Radi sve većih državnih investicija, javila se i potreba za uvođenjem državnih obveznica što je dovelo do još većeg obujma špekulacija na tržištu kapitala. Uz napredak industrije i uvođenje mehanizacije u poljoprivredu, razvoj prometa, pad vozarine, i nove serijske proizvodnje, došlo je i do razvoja robnih burzi, pa je danas burzovno poslovanje prošireno na cijeli niz realne robe koja je postala dijelom svakodnevnih burzovnih transakcija.

3.4.2. Vrste burzi

Nekoliko je različitih vrsta burzi koje se dijele prema različitim kriterijima.

Prema organizaciji burze se mogu podijeliti s obzirom na vlasništvo, tj. mogu biti privatne i državne institucije. Prema značenju trgovačke djelatnosti postoje lokalne, nacionalne, regionalne i međunarodne, a s obzirom na vrste burzovnih poslova razlikuju se: promptni poslovi kod kojih se sklopljeni ugovori izvršavaju odmah i terminski poslovi koji su uglavnom špekulativni. Burze se mogu podijeliti i s obzirom na načine obavljanja transakcija, na tradicionalne i elektroničke koje promet obavljaju isključivo putem računala.

No, najčešće se burze dijele prema predmetu burzovnog djelovanja; i to na:

- Burze vrijednosnih papira,
- Novčane (devizne) burze,
- Robne burze i
- Burze usluga.

Burze usluga su specijalizirane burze na kojima se potpisuju specifični ugovori poput prijevoza tereta u međunarodnom zračnom prometu. Na burzama roba se trguje specijaliziranom vrstom robe poput kave, pšenice i dr. (najznačajnija svjetska u Chicagu, a europska u Hamburgu). Nadalje, novčane i devizne burze ili valutne burze su burze na kojima se odvija trgovina efektivnim novcem (najznačajnije u Londonu i Frankfurtu), dok se na burzama vrijednosnih papira trguje, kao što i samo ime govori- vrijednosnim papirima (dionicama i obveznicama). Burze vrijednosnih papira mogu biti specijalizirane tako da se trguje samo nekim vrstama vrijednosnih papira.

Kako bilo, burze vrijednosnih papira znatno utječu na stanje u gospodarstvu i to stoga što se na njima provodi transparentna prodaja vrijednosnih papira. Investitori zahvaljujući tome imaju povjerenja da mogu trgovati svi pod jednakim uvjetima i sa sigurnošću da nitko nije privilegiran ako primjerice raspolaže sa više novca ili više informacija. Nadziranje trgovanja, zajedno s burzom, vrše i državni nadzorni organi. Njihova je uloga da paze da se poštuju sva pravila trgovanja i da se zaštite investitori. Na burzama se tako svakodnevno vrši velik broj transakcija kojima se značajna sredstva uključuju u tržište kapitala. Poduzeća stalno mogu izdavati nove dionice i prikupljati novac za proširenje poslovanja. Istovremeno, investitori mogu vjerovati u likvidnost kupljenih dionica.

Osim formalnog i najstrože organiziranog tržišta, postoje i manje formalni oblici koji se u SAD-u nazivaju Over-The-Counter (OTC) tržišta¹⁹ - u prijevodu, preko pulta ili preko šaltera. Tržišta preko šaltera omogućavaju manjim poduzećima koja si ne mogu dopustiti troškove burzovnog uvrštenja na neko od velikih tržišta, da za svoje dionice formiraju cijenu na slobodnom tržištu. Uz to, OTC tržišta osnivačima poduzeća omogućavaju da na prikladan način nadoknade dii svoga ulaganja. OTC tržišta povezana su s početkom burzovnih transakcija ili s dionicama takvih izdavatelja koji nisu u stanju ispuniti sve zahtjeve z službene burzovne kotacije. OTC tržišta predstavljaju početke trgovanja vrijednosnim papirima kada su investitori prodavali vrijednosne papire na šalterima svojih lokalnih banaka. Povjerenje investitora u promet na OTC tržištima manji je nego u burzovnom prometu, naravno, zbog slabijeg nadzora nad poslovanjem izdavatelja. Ipak, promet na OTC tržištima je bolje uređen nego slobodan promet dionicama bez ikakve institucionalne kontrole. OTC tržišta postoje samo na ekranima računala i na telefonskim linijama i nemaju fizički parket za trgovanje.

¹⁹ <http://www.moj-bankar.hr/Kazalo/P/Preko-%C5%A1altera>

3.4.2.1. Burzovni indeksi

Burzovni indeks je sintetički pokazatelj kretanja cijena unaprijed definirane skupine vrijednosnih papira.²⁰ Kako objašnjavaju Klačmer Čalopa i Cingula²¹, burzovni indeksi služe za procjenu tržišnih kretanja kroz određeno vremensko razdoblje i koriste se za praćenje ponašanja unaprijed utvrđene grupe vrijednosnih papira. Indeksi se izračunavaju unaprijed definiranim matematičkim algoritmom koji je sastavljen od određenog broja vrijednosnih papira koji su reprezentativan uzorak promatranog tržišta. Investitori pregledom prosječnog ponašanja vrijednosnih papira dobivaju uvid o uspješnosti dionica.

Najpoznatiji burzovni indeks je Dow Jones Industrial Average²² koji se temelji na uspješnosti dionica 30 velikih poduzeća. Dionički indeks Zagrebačke burze zove se CROBEX®.

Burzovni indeksi pružaju kvalitetne i općenite informacije potencijalnim investitorima, djelatnicima burze, financijskim stručnjacima i javnosti o kretanjima na tržištu kapitala. Najveći svjetski burzovni indeksi obuhvaćaju samo najveća i najkvalitetnija poduzeća, a pretpostavka je i da isti najbrže osjećaju gospodarske i političke promjene koje se događaju na globalnoj razini.

3.4.3. Burze u RH

Do 2007. godine su u Republici Hrvatskoj postojale dvije glavne burze: Zagrebačka i Varaždinska burza. U ožujku 2007. proveden je proces spajanja navedene dvije burze i tim činom u Hrvatskoj postoji samo jedna burza koja se naziva Zagrebačka burza

²⁰ [https://hr.wikipedia.org/wiki/Indeks_\(burza\)](https://hr.wikipedia.org/wiki/Indeks_(burza))

²¹ Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.63.

²² Dow Jones Industrial Average (NYSE: DJI, također poznat kao DJIA, Dow 30 ili, naformalno, kao Dow Jones index ili the Dow) je jedan od indeksa vrijednosti dionica koje je stvorio Charles Dow, urednik *Wall Street Journala* i osnivač Dow Jones & Company. Dow je stvorio indeks kako bi se moglo mjeriti tržišno kretanje industrijske komponente na američkoj burzi dionica. To je najstariji tržišni indeks u SAD koji i danas postoji. https://sh.wikipedia.org/wiki/Dow_Jones_Industrial_Average

3.4.3.1. Zagrebačka burza

Zagrebačka burza, kao jedina hrvatska burza vrijednosnih papira, predstavlja ujedno i jednu od najznačajnijih burzi vrijednosnih papira u jugoistočnoj Europi. Zagrebačka je burza smještena u Zagrebu, u neboderu Eurotower. Počeci Zagrebačke burze datiraju još iz 1907. godine. Te je godine, dana 15. lipnja Savez industrijalaca i trgovaca Hrvatske i Slavonije u zgradi Trgovačkog doma (današnji Hotel Dubrovnik) otvorio *Sekciju za robu i vrednote*. Burza je tako poslovala do 1911., kada je zatvorena. Projekt ponovno počinje oživljavati 1917., ali je zbog ratnih nedaća Prvog svjetskog rata rad otežan te se on nastavlja tek 4. lipnja 1918. godine. 3. prosinca 1918., nakon rata, osnovana je Zagrebačka burza za robu i vrednote. Na njoj se tada osim vrijednosnim papirima trgovalo i drugim robama kao npr. dragocjenim metalima i sirovinama. Burza je bila organizirana kao dioničko društvo. Dolaskom Drugog svjetskog rata, značenje Zagrebačke burze polagano je opalo u korist tadašnje Beogradske burze, a gospodarska kriza tridesetih godina odrazila se i na Zagrebačkoj burzi gdje je 1931. napušteno trgovanje vrijednosnim papirima, dok se trgovina drugim robama nastavila sve do kraja Drugog svjetskog rata, točnije 1946. godine. Nakon rata, burza je zatvorena je je za postojeći socijalistički režim predstavljala simbol neprihvatljivog kapitalističkog društva. Ponovno oživljavanje Zagrebačke burze moralo je čekati gotovo pola stoljeća. Tako je nakon raspada bivše Jugoslavije, tek 1991. godine osnovana burza u današnjem obliku i to kao izraz stremljenja stvaranju stabilnog i suvremenog financijskog tržišta te kao svojevrsna anticipacija na dolazećih gospodarskih, političkih i financijskih promjena.²³Osnovana je od strane 25 banaka i 2 osiguravajuća društva, koji su ocijenili uložiti vlastita financijska sredstva u ponovnu reanimaciju tada zamrzle burze i stvoriti okosnicu hrvatskog tržišta kapitala. Zagrebačka burza nalazila se na zagrebačkom Ksaveru, a među obnoviteljima i utemeljiteljima bio je i Dalibor Kovačević²⁴, koji je postao prvi predsjednik obnovljene Zagrebačke burze.

U ožujku 1994. godine uveden je elektronički sustav trgovanja, koji je kasnije još dodatno moderniziran.

²³ Gašparović, A.: Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, Sinergija, Zagreb, 2001., str. 3.

²⁴ Dalibor Kovačević (Stari Grad, 1. lipnja 1931.) je hrv. gospodarstvenik i pravnik^[1], suobnovitelj odnosno jedan od suutemeljitelja današnje Zagrebačke burze vrijednosnica, kojoj je bio prvim predsjednikom. Rodio se u Starom Gradu na Hvaru. U Zagrebu je studirao pravo. Obnašao je dužnost potpredsjednika Privredne komore grada Zagreba, saveznog poslanika i predsjednika Savezne skupštine za uvođenje deviznog tržišta.

2007. godine Zagrebačkoj burzi pripaja se Varaždinska burza te se stvara jedinstveno tržište kapitala u Hrvatskoj, a organizacija se seli na današnju lokaciju u neboder Eurotower.

Na Zagrebačkoj burzi trguju investicijska društva koja su članovi burze u svoje ime i za svoj račun ili po nalogu klijenta, vlasnika vrijednosnih papira. Članovi burze su disperzirani po Hrvatskoj.

3.4.3.1.1. Indeks na Zagrebačkoj burzi- Crobex

Indeks vrijednosti dionica Zagrebačke burze zove se Crobex. Isti je ujedno i službeni indeks Zagrebačke burze d.d. Crobex se počeo objavljivati 1.9.1997., a bazna mu je vrijednost 1.000. Crobex se dobiva na osnovi tržište kapitalizacije 30 najlikvidnijih dionica hrvatskih poduzeća i revidira se dva puta godišnje.

Crobis je službeni obveznički indeks Zagrebačke burze koji se počeo objavljivati 1.10.2002. To je cjenovni indeks, vagan na osnovu tržišne kapitalizacije, pri čemu težina pojedine obveznice u indeksu ne može prijeći 35%.

3.4.3.1.2. Trgovanje na Zagrebačkoj burzi

Zagrebačka burza d.d danas je jedino uređeno tržište u Republici Hrvatskoj, koje također upravlja i multilaterlnom trgovinskom platformom. Namira transakcija sklopljenih na burz vrši se preko društva SKDD, s rokom namire T+2. Na Zagrebačkoj burzi razlikuju se:

- Službeno tržište (Prva kotacija),
- Tržište dionica zatvorenih investicijskih fondova (Kotacija zatvorenih investicijskih fondova),
- Redovito tržište,
- Tržište javnih dioničkih društava i
- Usporedno tržište.

Najzahtjevnije od navedenih je Službeno tržište.

Na Zagrebačkoj burzi kotira oko 300 vrijednosnih papira- od čega oko 230 obveznica. Ostatak vrijednosnih papira su obveznice, komercijalni zapisi, prava i certifikati. Trgovina se

na Zagrebačkoj burzi odvija putem elektronskog trgovinskog sustava OMX X Stream. Burza je otvorena svakim radnim danom od 10:00 do 16:00 sati, a zatvorena je vikendima, državnim blagdanima i danima o kojima je javnost unaprijed obaviještena na službenim stranicama burze: www.zse.hr. Trgovinski dan započinje u modalitetu predotvaranja koji traje 15 minuta, čemu se još pridoda i varijabilni završetak. Na burzi se nalozi zadaju putem ovlaštenih društava, čiji se aktualni popis također može pronaći na internetskim stranicama Zagrebačke burze. Rad Zagrebačke burze d.d. nadzire HANFA - Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.

Među dionicama s najvećom tržišnom kapitalizacijom na Zagrebačkoj burzi nalaze se: INA d.d., HT d.d., Zagrebačka banka d.d., Privredna banka Zagreb d.d., te Janaf d.d. Ukupna tržišna kapitalizacija svih dionica na Zagrebačkoj burzi iznosila je 30.9.2014. 137 milijarde kuna, dok je tržišna kapitalizacija svih vrijednosnih papira iznosila 209 milijarde kuna.

3.4.3.2.. Varaždinska burza

Varaždinska burza ili *The Varaždin Stock Exchange* bila je burza sa sjedištem u Varaždinu. Sa svojim je radom započela 16.7.2002. godine, a do tada je djelovala kao OTC tržište. Osnovana je u ožujku 1993. godine kao prvo hrvatsko uređeno javno tržište, pod nazivom Varaždinsko tržište vrijednosnica. Osnivači su bili 23 fizičke osobe s namjerom stvaranja infrastrukture potrebne za transparentno trgovanje vrijednosnim papirima nastalih iz prve faze privatizacije državnih tvrtki. Varaždinsko tržište vrijednosnica omogućilo je prikupljanje ponuda za prodaju i kupnju vrijednosnih papira uz transparentno formiranje tržišne cijene. Time se smanjilo nesigurno trgovanje putem novinskih oglasa.

U srpnju 1997. na tadašnje Varaždinsko tržište vrijednosnica uveden je prvi on-line trgovinski sustav s grafičkim sučeljem, tzv, OTIS (On-line trgovinski informacijski sustav) čime je trgovanje postalo informatizirano. Kasnije je uveden novi, bolji sustav, preuzet od Ljubljanske burze, a koji se zvao BTS (Burzovni Trgovinski Sustav).

U godini transformacije iz Varaždinskog tržišta vrijednosnica u Varaždinsku burzu ostvaren je promet dionicama preko polovice prometa dionica u Republici Hrvatskoj. Iste je, 2002. godine uvršteno i prvo dioničko društvo u najvišu, Prvu kotaciju. 2003. godine osnovana je

Kotacija javnih dioničkih društava koja je propisana zakonom, a tijekom čijeg se uvrštena na Varaždinsku burzu uvrstio najveći broj poduzeća iz cijele Hrvatske- njih 123.²⁵

U ožujku 2007. na zahtjev članica obje burze, došlo je do spajanja Zagrebačke burze i Varaždinske burze u jedinstveno nacionalno tržište kapitala, pod nazivom Zagrebačka burza d.d.

3.4.3.2.1. VIN indeks

Varaždinska je burza imala i svoj dionički indeks koji se zvao VIN indeks. Vin indeks bio je službeni indeks Varaždinske burze i prvi je put uveden 1.10.1997. Njegova početna vrijednost iznosila je 1000 bodova. VIN indeks je bio sastavljen od dionica na temelju njihove tržišne kapitalizacije, s tim da težina pojedine dionice nije smjela biti veća od 25%.

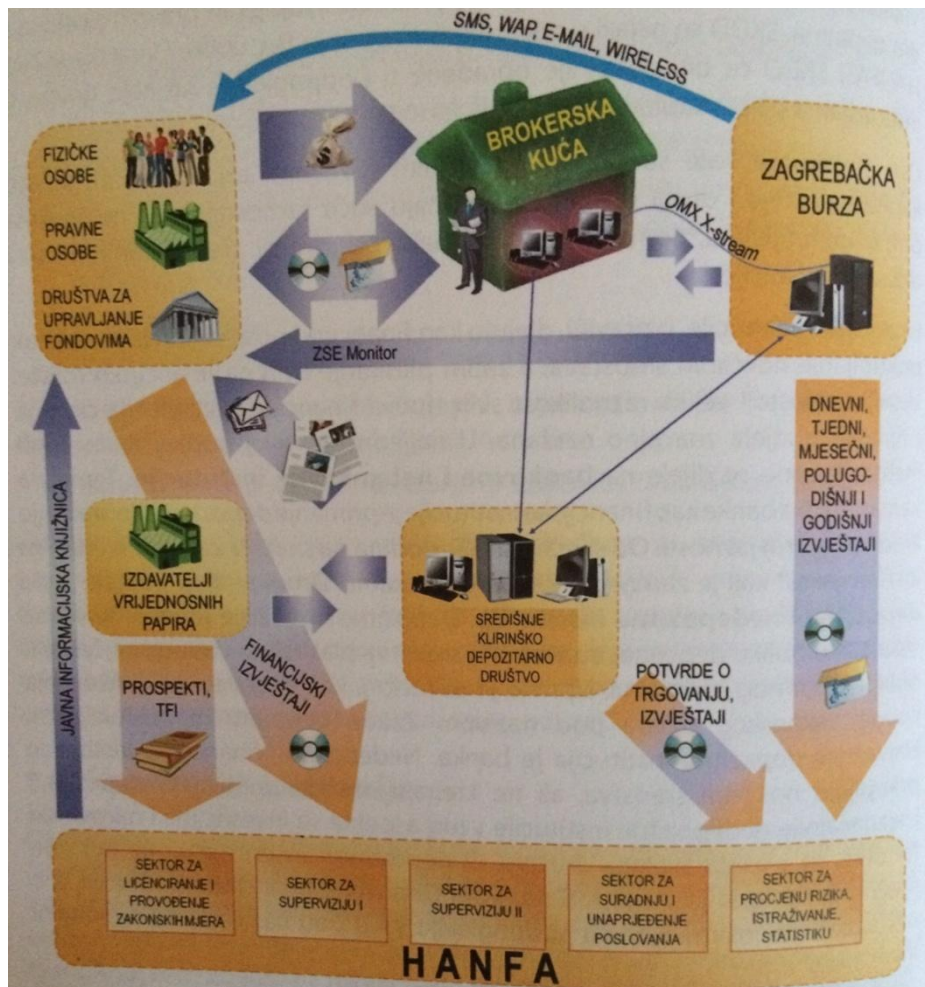
3.5. Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj

Sudionici na tržištu kapitala se dijele na:²⁶

1. Investitore ili ulagatelje u financijske instrumente (koji posjeduju slobodna financijska sredstva)
2. korisnike kapitala ili izdavatelje vrijednosnih papira i ostalih financijskih instrumenata (trgovačka društva ili druge pravne entitete koji vrše emisiju vrijednosnih papira)
3. institucije i posrednike (banke, burze i ostale financijske institucije: Zagrebačka burza d.d. Zagreb -tržišni operater i operater MTP-a, Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb- operater središnjeg depozitorija nematerijaliziranih vrijednosnih papira i operater središnjeg registra ostalih nematerijaliziranih financijskih instrumenata, operater sustava poravnanja i namire nematerijaliziranih vrijednosnih papira te operater Fonda za zaštitu ulagatelja) i
4. državu.

²⁵ Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.69.

²⁶ <http://www.hanfa.hr/nav/254/naslovni-teskt---trziste-kapitala.html>



Slika 2. Sudionici na tržištu kapitala

Izvor: Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.16.

3.5.1. Investitori na tržištu kapitala

Investitori su sudionici bez kojih tržište ne bi moglo djelovati. Njihovo uspješno ulaganje s ciljem ostvarivanja dobiti temelji se na uspješnoj i točnoj prosudbi vrijednosti investicije u koju se ulaže. Bit uspješnosti je kupovanje u pravom vremenskom trenutku tj. kada je cijena investicije niža u odnosu na svoju pravu vrijednost. Koliko u danom trenutku može pomoći financijski savjetnik ovisi o njegovoj stručnosti, znanju, ali i u većini slučajeva i individualnoj procjeni dane situacije. Investitori koji kupuju vrijednosne papire su primjerice banke, investicijski i mirovinski fondovi, osiguravajuća društva i pojedinci koji žele postići dobit.

3.5.2. Korisnici kapitala

Korisnici kapitala su izdavatelji vrijednosnih papira koji u emisiji prikupljaju kapital potreban za proširenje svojih djelatnosti. Oni mogu doći do kapitala na različite načine (osim prodajom vrijednosnih papira mogu se zadužiti kod banaka ili kod dobavljača opreme), a odabir financiranja emisijom vrijednosnih papira pokazuje kako oni žele imati u bilanci što veću vlastitu glavnica spram posuđene imovine. Izdavatelji su državne i javne ustanove, financijske institucije i tvrtke. Vrijednosni papiri se kupuju i prodaju na burzi. Na taj način dolaze do novčanih sredstava za svoje aktivnosti.

3.5.3. Institucije i posrednici na tržištu kapitala

Za uređenost tržišta kapitala i promet vrijednosnih papira važne su tzv. samoregulirajuće institucije koje djeluju u skladu s državnim zakonima, ali bez izravne državne intervencije. To znači da djeluju po vlastitim (unutarnjim) pravilima. Pojam samoregulirajućih institucija dolazi iz angloameričke prakse u kojoj su takozvane Self Regulatory Organizations (SRO) na tržištu kapitala poznate kao najvažnija sastavnica slobodnog tržišnog nadmetanja jer omogućavaju pošteno i pravilno trgovanje na tržištu kapitala, uz postojanje tržišne slobode umjesto državne regulative. Regulativu, kao što se može i zaključiti, provode sami sudionici svojim pravilima, statutima, kodeksima časti i dr.

Najvažniju samoregulirajuću instituciju, uz burze i brokerska društva, predstavlja udruga brokera. Udruge brokera djeluju temeljem svojih pravila i kodeksa časti tj. pozivanja na ugled i poštenje brokerske struke. Ovakav pristup može unaprijediti tržište kapitala više nego državni nadzor. Upravo taj nadzor i visoka profesionalnost brokera trebaju omogućiti da korisnici kapitala ne prevare investitore uzimajući eventualno njihov novac za sumnjive projekte i osobno bogaćenje. Ukoliko udruga brokera ima jasno definirana pravila koja se primjenjuju i koja štite ugled struke, povjerenje investitora bit će veće. U Hrvatskoj tako udruga brokera okuplja pojedince, tj. fizičke osobe s položenim brokerskim ispitom koji žele aktivno sudjelovati na tržištu kapitala.

Uz brokerska društva kao posrednika, tu su i druge institucije i subjekti koji djeluju na način koji je propisan zakonima. Najvažnija institucija je Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga- HANFA, a slijede je Središnje klirinško depozitarno društvo, te investicijske banke kao posrednici.

3.5.3.1. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA)

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga²⁷ ili kako se skraćeno naziva HANFA je nadzorno tijelo u čiji djelokrug i nadležnost spada nadzor financijskih tržišta, financijskih usluga te pravnih i fizičkih osoba koje te usluge pružaju. Hanfa provodi nadzor nad poslovanjem burzi i uređenih javnih tržišta, investicijskih društava i izdavatelja vrijednosnih papira, brokera i investicijskih savjetnika, vezanih zastupnika, središnjeg klirinškog depozitarnog društva, društava za osiguranje i reosiguranje, zastupnika i posrednika u osiguranju i reosiguranju, društava za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, mirovinskih osiguravajućih društava, investicijskih i mirovinskih fondova, Središnjeg registra osiguranika, Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji, Umirovljeničkog fonda i pravnih osoba koje se bave poslovima leasinga i faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti.

Hanfa je osnovana 2005. godine spajanjem triju postojećih nadzornih institucija: Komisije za vrijednosne papire, Agencije za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja te Direkcije za nadzor društava za osiguranje. Započela je s radom 1. siječnja 2006.

Hanfa je samostalna pravna osoba s javnim ovlastima u okviru svog djelokruga i nadležnosti propisanih Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i drugim zakonima. Odgovorna je Hrvatskom saboru.

3.5.3.1.1. Ciljevi i načela Hanfe

Prema Zakonu o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, temeljni ciljevi Hanfe su promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava i nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora. U ostvarivanju svojih ciljeva Hanfa se rukovodi načelima transparentnosti, izgradnje povjerenja među sudionicima financijskih tržišta i izvješćivanja potrošača.

3.5.3.1.2. Upravljanje Hanfom i donošenje odluka

Djelatnost upravljanja Hanfom vrši Upravno vijeće, koje se sastoji od pet članova od kojih je jedan predsjednik. Predsjednika, kao i članove Upravnog vijeća Hanfe imenuje i razrješava

²⁷ <http://www.hanfa.hr/HR/nav/58/o-nama.html>

Hrvatski sabor i to na prijedlog Vlade Republike Hrvatske. Za zastupanje Hanfe je pak, zaslužan, glavni tajnik koji organizira te vodi rad i poslovanje Hanfe.

Sve odluke iz djelokruga i nadležnosti Hanfe donosi Upravno vijeće na sjednicama, koje se u pravilu održavaju jednom tjedno. Odluke se donose većinom, što znači od najmanje tri glasa s tim da predsjednik ili član Upravnog vijeća ne mogu biti suzdržani od glasovanja. Članovi Upravnog vijeća su: Petar-Pierre Matek (predsjednik), Branka Bjedov Kostelac, Silvana Božić, Gordana Letica i Mario Radaković. Glavni tajnik Hanfe je Jadranka Grubešić.

3.5.3.1.3. Djelokrug i nadležnost Hanfe

U obavljanju svojih javnih ovlasti Hanfa je ovlaštena:²⁸

1. donositi provedbene propise na temelju Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, zakona koji uređuju tržište kapitala, investicijske i druge fondove, preuzimanje dioničkih društava, mirovinska osiguravajuća društva, leasing društva, osiguranje i reosiguranje te financijske usluge, kao i drugih zakona kada je to tim zakonima ovlaštena,
2. obavljati nadzor poslovanja subjekata nadzora utvrđenih u propisima iz točke 1. te pravnih osoba koje se bave poslovima faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti, te nalagati mjere za uklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti,
3. izdavati i oduzimati dozvole, odobrenja, licencije i suglasnosti za koje je ovlaštena na temelju posebnih propisa iz točke 1.,
4. poticati, organizirati i nadgledati mjere za učinkovito funkcioniranje financijskih tržišta,
5. voditi knjige, evidencije i registre u skladu s odredbama Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i posebnih propisa iz točke 1.,
6. predlagati inicijative za donošenje zakona i drugih propisa te informirati javnost o načelima po kojima djeluju financijska tržišta,
7. donositi podzakonske akte radi propisivanja uvjeta, načina i postupaka za jedinstveno obavljanje nadzora unutar svog djelokruga i nadležnosti te poduzimati druge mjere i obavljati druge poslove u skladu sa zakonskim ovlaštenjima,

²⁸ <http://www.hanfa.hr/HR/nav/59/djelokrug-i-nadleznost.html>

8. izvješćivati ostala nadzorna, upravna i pravosudna tijela o svim pitanjima koja se neposredno ili posredno tiču njihove nadležnosti i djelokruga, povodom postupaka koji se vode pred tim tijelima, a u vezi su s postupcima iz djelokruga i nadležnosti Hanfe,
9. davati mišljenja o provedbi Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i posebnih propisa iz točke 1. na zahtjev stranaka u postupku ili osoba koje dokažu svoj pravni interes.

HANFA je dužna jednom godišnje za proteklu kalendarsku godinu podnijeti Vladi Republike Hrvatske i Hrvatskom saboru izvješće o svom radu i stanju financijskih institucija i tržišta koje ulaze u njen djelokrug i nadležnost. Hanfa obavlja nadzor isključivo nad tržištem kapitala, dok ulogu nadzora nad tržištem novca ima Hrvatska narodna banka.

3.5.3.2. Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD)

Središnje klirinško depozitarno društvo ili skraćeno SKDD osnovano je 18. travnja 1997. godine u skladu s tada aktualnim Zakonom o izdavanju i prometu vrijednosnih papirima²⁹ i Zakonom o trgovačkim društvima³⁰ kao dioničko društvo. Prvobitni naziv SKDD bio je Središnja depozitarna agencija SDA, ali usklađivanjem sa zakonskim propisima od 16. ožujka 2009. službeni je naziv Središnje klirinško depozitarno društvo, d.d.

SKDD su osnovala brokerska društva i burze koje su temeljem osnivačkih udjela stekli pravo sudjelovanja u nadzoru društva.

Središnje klirinško depozitarno društvo³¹ je središnji registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira. To je mjesto na kojem se u obliku elektroničkih zapisa u računalnom sustavu vode podaci o izdavateljima, vrijednosnim papirima i vlasnicima vrijednosnih papira na razini cijele Hrvatske- tj. vodi registar vrijednosnih papira. Upisom u registar ili tzv. depozitorij vrijednosnih papira, svakom investitoru SKDD otvara račun koji može biti: vlasnički, suvlasnički, zastupnički, skrbnički ili račun portfelja.

Uz vođenje registra vrijednosnih papira, zadaća društva je i praćenje prometa na burzama i to ponajprije stoga da se omogući što brži i sigurniji prijenos prodanih dionica na novog vlasnika. Također, evidencija o vlasništvu nad dionicama isključuje mogućnost zloporaba u

²⁹ Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, Narodne novine, 107/95

³⁰ Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, 111/93

³¹ Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.88.

pojednim društvima izdavateljima čime se povećava povjerenje investitora u sustav trgovanja.

3.5.3.2.1. Vlasništvo i upravljanje SKDD-om

Najveći vlasnik Središnjeg klirinškog depozitarnog društva je Fina s nešto više od 45% udjela u vlasničkoj strukturi, točnije 45,28%. Slijedi Republika Hrvatska s 40,85% udjela u vlasničkoj strukturi (2008. godine je imala više od 60% udjela u vlasničkoj strukturi³²), a zatim i drugi sudionici tržišta kapitala s 13,87% udjela u vlasničkoj strukturi.

Tablica 1. Imatelji redovnih dionica SKDD-a

Imatelj	Postotak (%)	Količina
Financijska agencija (FINA)	45,28	41.433
Republika Hrvatska	40,85	37.380
Sudionici tržišta kapitala (banke, brokerske kuće, izdavatelji, organizirana tržišta) i ostali	13,87	12.687
Ukupno	100,00	91.500

Izvor: <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO> 21.7.2015.

Uprava SKDD-a sastoji se od dva člana.³³

- Predsjednica Uprave, Vesna Živković
- Član Uprave, Stjepko Čičak

Nadzorni odbor SKDD-a prema Statutu ima najviše devet članova, s time da trenutno broji osam članova:

- Predsjednica Nadzornog odbora, Tanjica Liktar
- Zamjenik predsjednice Nadzornog odbora, Ivo Balen
- Članica Nadzornog odbora, Anđelka Buneta

³² Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.88.

³³ <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO>

- Članica Nadzornog odbora, Zrinka Vrhovski
- Članica Nadzornog odbora, Mirana Koljatić
- Članica Nadzornog odbora, Ivana Gažić
- Član Nadzornog odbora, Saša Drezgić
- Član Nadzornog odbora, Željko Pavić

Članovi Uprave i Nadzornog odbora nisu imatelji dionica SKDD d.d.

3.5.3.3. Posrednici na tržištu kapitala

Kao što je već spomenuto, na burzi, odnosno organiziranom tržištu kapitala, vrši se trgovanje vrijednosnim papirima. Međutim, trgovanje na burzi ne obavlja samostalno fizička osoba, već su joj za to potrebni posrednici. Uloga posrednika je da s jedne strane izvrši nalog kupnje, a s druge nalog prodaje nekog vrijednosnog papira. Posrednik je broker³⁴, osoba koja sudjeluju u okviru brokerskih društava koja zastupaju svoje klijente na burzi kroz izvršavanje njihovih naloga, analiziranje kretanja cijena na tržištu kapitala i kroz savjetovanje investitorima ako je za to ovlaštena.

Osim brokera, kao posrednika koji djeluje po nalogu klijenta nakon što se vrijednosni papir nađe na tržištu, važnu ulogu imaju investicijske banke koje djeluju na primarnom tržištu- odnosno pripremaju emisiju vrijednosnih papira. Uloga investicijskih banaka je, prema tome, u navedenom slučaju nezamjenjiva.

3.5.3.3.1. Investicijske banke

Investicijska banka³⁵ (engl. *investment bank*, njem. *Geldgeberbank*, *Investitionsbank*) je financijska institucija koja upravlja kapitalom i trguje vrijednosnim papirima, a koju predstavljaju

³⁴ Broker (eng. *maker*, franc. *courtier*) je samostalan trgovac koji nema trajni ugovorni odnos, već na temelju povremenih naloga posreduje između kupca i prodavatelja pri sklapanju kupoprodajnog ugovora. Oni spajaju, dovode u vezu prodavatelja i zainteresiranog kupca na tržištu određene robe, a nastupaju kao agenti nalogodavatelja, te rade u njihovo ime i za njihov račun. Brokери predstavljaju posebnu vrstu stručnjaka koje je u potpunosti upoznata s robom i uvjetima prodaje na tržištu. Za uslugu posredovanja broker naplaćuje proviziju koju obračunava od ugovorene vrijednosti predmeta kupoprodaje. Kako prema pravilima burze članovi mogu djelovati nasumično kao posrednici ili trgovci u svoje ime, pravilo koje broker nikada ne smije prekršiti kaže da broker ne smije izvršiti neku transakciju u svoje ime ako ima nalog svog komitenta o izvršenju iste transakcije. Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.93.

³⁵ <http://limun.hr/main.aspx?id=20339&Page=2>

financijski specijalisti koji su ujedno i posrednici između poduzeća i drugih emitenata vrijednosnih papira i investitora pri izdavanju novih vrijednosnih papira. Investicijske banke su specijalizirane u stvaranju, potpisivanju i distribuiranju izdanja novih vrijednosnih papira (komercijalna strana poslovanja), a nude usluge: otkupa emisije upisom preuzimajući dio rizika izdanja, rasprodaje emisije preko dilera ili na malo, savjetovanja emitenata i kupaca, ali obavljaju i usluge klijenteli na sekundarnom tržištu (održavanje emisijskog tečaja i tržišta). Neke od ovih investicijskih banki bave se i akvizicijama – stjecanjem kontrole nad drugim poduzećima, fuzijama i drugim operacijama imovinsko-financijskog restrukturiranja poduzeća kao i operacijama za vlastiti račun. Iako nose naziv investicijska banka, nisu banka niti su depozitna ustanova, a još manje investicijska – razvojna banka, već se ovim pojmom označava svaka financijska ustanova kojoj je dominantno obilježje posredovanje pri emisiji i distribuciji novoizdanih vrijednosnih papira. Ali ipak, najvažniji zadaci i uloge investicijskih banaka su preuzimanje rizika kod primarne emisije vrijednosnih papira zbog čega su dobile važnu i nezamjenjivu ulogu na primarnom tržištu kapitala i preuzimanje skrbništva za tuđe vrijednosne papire. Najčešće je riječ o vrijednosnim papirima fizičkih osoba ili poduzeća kojima investiranje nije osnovna djelatnost, pa takve poslove prepuštaju specijaliziranim institucijama ili odjeljenjima. Samim time investicijske banke preuzimaju odgovornu ulogu i u sekundarnom trgovanju vrijednosnim papirima.

Investicijske banke djeluju tako što imaju utvrđen hodogram prema kojem se provodi postupak emisije vrijednosnih papira. Hodogram zavisi o nizu elemenata vezanih za poduzeće koje provodi emisiju vrijednosnih papira. U pravilu, poduzeće i investicijska banka na temelju provedene analize tržišta dogovaraju cijenu vrijednosnog papira te pripremaju prospekt koji u konačnici pregledava i odobrava Hanfa. Potom investicijska banka otkupljuje vrijednosne papire i doznachava sredstva poduzeću koje ih je emitiralo, a potom dalje prodaje otkupljene vrijednosne papire na sekundarnom tržištu kapitala.

U Hrvatskoj banke djeluju kao univerzalan tip banaka koje prije svega imaju karakteristike klasičnih poslovnih banaka, a s razvojem tržišta kapitala počele su razvijati investicijske odjele putem kojih se aktivno kroz posredničke ili vlastite poslove, uključuju na tržište kapitala.

3.5.3.3.2. Investicijska (brokerska) društva

Investicijske kuće³⁶ (nekad brokerske kuće, engl. brokerage firms, brokerage houses, njem. Maklerfirmen) su poduzeća specijalizirana za burzovno poslovanje, ili investicijske i komercijalne banke koje imaju odjele za brokersko poslovanje. Investicijska društva spadaju u burzovne posrednike, a to su ovlaštene osobe koje na burzama posreduju između zainteresiranih prodavatelja i kupaca predmeta burzovnog poslovanja. Investicijska zastupaju svoje klijente na burzi izvršavajući njihove naloge, te analizirajući tržište i dajući savjete investitorima. Investicijsko društvo osniva se i posluje kao društvo s ograničenom odgovornošću ili dioničko društvo sukladno odredbama zakona koji uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava. Investicijsko društvo može se osnovati i kao Europsko društvo- *Societas Europea* (SE) sa sjedištem u Hrvatskoj. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga vodi registar investicijskih društava, i pravilnikom propisuje sadržaj, oblik i način vođenja registra. Agencija investicijskom društvu izdaje odobrenje za rad.

Agencija će investicijskom društvu izdati odobrenje za rad ako su ispunjeni uvjeti koji se odnose na:³⁷

- Oblik društva, dionice društva i temeljni kapital,
- Stjecanje kvalificiranih udjela za sve imatelje kvalificiranih udjela te usku povezanost,
- Izdavanje suglasnosti članovima uprave,
- Organizacijske zahtjeve i
- Pristupanje u članstvo sustava zaštite ulagatelja

Agencija odluku o odobrenju zahtjeva za izdavanje odobrenja za rad odlučuje u roku od šest mjeseci od dana zaprimanja urednog zahtjeva, koji sadrži sve propisane podatke i ako mu je priložena dokumentacija s propisanim sadržajem.

Pružati investicijske usluge i obavljati investicijske aktivnosti u Republici Hrvatskoj, prema Zakonu o tržištu kapitala³⁸, može:

- Investicijsko društvo koje je za to dobilo odobrenje za rad od Agencije,

³⁶ <http://limun.hr/main.aspx?id=27644>

³⁷ <http://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala>

³⁸ <http://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala>

- Investicijsko društvo sa sjedištem u državi članici koje nije kreditna institucija ili financijska institucija i koja u skladu s odredbama Zakona o tržištu kapitala ustroji podružnicu u Republici Hrvatskoj ili je ovlaštena neposredno pružati investicijske usluge i obavljati investicijske aktivnosti u Hrvatskoj,
- Podružnica investicijskog društva sa sjedištem u trećoj državi koja je za to dobila odobrenje za rad od Agencije,
- Kreditna institucija koja za to dobije odobrenje od Hrvatske narodne banke,
- Kreditna institucija ili financijska institucija iz države članice koja, u skladu s odredbama zakona koji uređuje osnivanje i poslovanje kreditnih institucija, ustroji podružnicu u RH ili je ovlaštena neposredno pružati financijske usluge u Hrvatskoj i
- Podružnica kreditne institucije sa sjedištem u trećoj državi koja je za to dobila odobrenje za rad od Hrvatske narodne banke.

Osnovna funkcija investicijskih društava je analitička i savjetodavna. Investicijska društva vrlo su važan dio financijskog tržišta, budući da kontinuiranom analizom tržišta i upućivanjem investitora u najprofitabilnije segmente pomažu stabilnosti tržišta i objektivnoj valorizaciji efekata ponuđenih na burzi. Osim neposrednih kontakata s klijentima, većina značajnijih investicijskih društava izdaje i publikacije u kojima objavljuje svoje analize i predviđanja.

Većina značajnijih investicijskih društava su ujedno i investicijske banke. One u načelu pokrivaju cjelokupno tržište, ali su većinom specijalizirane za određeni segment u kojem nastoje biti vodeće. Tako postoje investicijske kuće specijalizirane za trgovinu dionicama, obveznicama, opcijama i budućim ugovorima. U Europi, a posebno u Njemačkoj, karakteristično je to da se i velike komercijalne banke pojavljuju kao investicijske (brokerske) kuće. Najaktivnija među njima je *Deutsche Bank* kojoj pripada vodeće mjesto u svijetu po obujmu trgovine euro-obveznicama.

Za svoje usluge investicijske kuće naplaćuju naknade, od kojih je najčešći oblik brokerska provizija koju klijent plaća prilikom provođenja transakcije. Donedavno je bilo pravilo da za svoje komitente brokeri ne naplaćuju analize i savjete, međutim smanjivanje provizije zbog uzajamne konkurencije brokerskih kuća dovelo je do toga da brokeri posebno naplaćuju sve usluge koje pružaju klijentu. Ipak, pravila po kojima investicijske kuće posluju razlikuju se. Svaka burza ima svoja pravila, a pravila se općenito razlikuju i među zemljama. Većina velikih

investicijskih kuća operira na više svjetskih tržišta, i na svakom od njih prilagođava se lokalnim uvjetima poslovanja.

Poznate investicijske- brokerske kuće i investicijske banke su: *Merrill Lynch, Salomon Brothers, Dow-Jones, Pierce, Goldman Sachs & Co, Morgan Stanley* (sve iz Sjedinjenih Američkih Država), *Nomura securities, Nikko securities, Daiwa securities* (iz Japana).

3.6. Zakonski okvir i uređenje tržišta kapitala u RH

Kako su poslovi na financijskom tržištu složeni, i uključuju veći broj subjekata, tako je potrebno regulirati aktivnosti putem zakona i pravilnika.

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, kao i djelokrug i nadležnost Hanfe u tom području, uređeni su Zakonom o tržištu kapitala (NN 88/08)³⁹, Zakonom o preuzimanju dioničkih društava, Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i dr.

Zakon o tržištu kapitala uređuje sljedeća područja:⁴⁰

- pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i s tim povezanih pomoćnih usluga
- osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja investicijskog društva
- fond za zaštitu ulagatelja
- osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja tržišnog operatera
- pravila trgovanja na uređenom tržištu i multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP-u)
- ponudu vrijednosnih papira javnosti i uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište
- objavljivanje informacija o izdavateljima vrijednosnih papira uvrštenih na uređeno tržište
- zabranu zlouporabe tržišta
- osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja operatera sustava poravnanja i/ili namire
- pohranu financijskih instrumenata i poravnanje i namiru poslova s financijskim instrumentima.

Zakon o preuzimanju dioničkih društava uređuje:

- uvjete za davanje ponude za preuzimanje ciljnih društava
- postupak preuzimanja

³⁹ http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008_07_88_2812.html

⁴⁰ <http://www.hanfa.hr/nav/254/naslovni-teskt---trziste-kapitala.html>

- prava i obveze sudionika u postupku preuzimanja te
- nadzor postupka preuzimanja ciljnih društava.

Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga propisuje:

- pravni položaj Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga,
- njeno unutarnje ustrojstvo,
- uvjete za imenovanje, trajanje mandata i razrješenje predsjednika i članova Upravnog vijeća Agencije
- donošenje odluka,
- dužnost čuvanja službene tajne i odgovornost za štetu,
- uvjete za imenovanje, trajanje mandata i funkciju Savjeta Agencije,
- ciljeve, načela, djelokrug i nadležnost Agencije i
- njeno funkcioniranje i izvješćivanje.

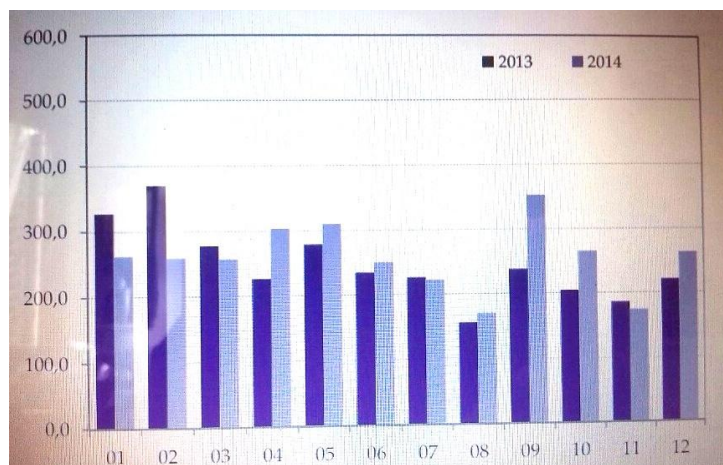
Navedeni zakoni neosporno su važni za funkcioniranje financijskog tržišta u Republici Hrvatskoj i uspostavljanje legitimnih odnosa između strana uključenih u financijske transakcije.

4. Trgovanje na Zagrebačkoj burzi u 2014. godini

Prema podacima iz publikacije koju je pripremila i izdala Zagrebačka burza d.d., u 2014. godini je, na Zagrebačkoj burzi, uveden niz noviteta čija je svrha povećanje razine učinkovitosti i konkurentnosti hrvatskog tržišta kapitala. Tako je započeto računanje novog, devetog dioničkog indeksa Zagrebačke burze, indeksa ukupnog prinosa: CROBEX Total Return, a postignuta je i suradnja s Bečkom burzom, sklapanjem ugovora o distribuciji podataka, čime je Zagrebačka burza postala dio mreže preko koje, uz ostale međunarodne klijente, dobiva informacije sa 13 tržišta preko jednog sučelja. Nadalje, u 2014. se prvi put trgovalo open-end certifikatima, sklopljeni su novi specijalistički ugovori, a Zagrebačka burza recertificirana je za ISO 9001 normu upravljanja kvalitetom. Značajna su i događanja međunarodnog karaktera: prva zajednička investicijska konferencija Ljubljanske i Zagrebačke burze sa 150 individualnih sastanka održana je u svibnju u Zagrebu, a u listopadu je u Rovinju održana treća zajednička konferencija Burze i fondovske industrije "Izazov promjene", s više od 350 domaćih i stranih sudionika.

Pod pokroviteljstvom ministra financija, Zagrebačka burza je 2014. bila domaćin 20. godišnjeg sastanka Federacije euro-azijskih burzi, a u organizaciji Akademije Zagrebačke burze održano je nekoliko okruglih stolova kako bi se potaknuo dijalog pojedinaca i organizacija koje su dio tržišta kapitala. Akademija Zagrebačke burze dobila je i priznanje Prijatelj studenata, a u svibnju prestižni financijski časopis *Euromoney* proglasio je Zagrebačku burzu dobitnikom ugledne nagrade *Best Financial Exchange in CEE* u kategoriji *Best Managed Companies in CEE*. Uspješna godina zaključena je Nagradama Zagrebačke burze u sedam kategorija, koje se dodjeljuju na temelju statističkih kriterija, ali i doprinosa edukaciji i razvoju hrvatskog tržišta kapitala.

U statističkom smislu, pak, trgovanje na Zagrebačkoj burzi je u 2014. godini u najvećoj mjeri na razini prethodne godine. Ukupni promet bio je +2,4% veći nego godinu ranije. U ukupnom prometu ostvarenom u 2014. godini, 79,2% otpada na promet dionicama, 18,4% obveznicama, i 2,5% strukturiranim vrijednosnim papirima.



Slika 3. Kretanje prometa dionicama (u mil. kn) u 2013. i 2014. godini

Izvor: ZSE-2014.pdf

Volumen unutar knjige ponuda porastao je za +10,8%, a ukupna tržišna kapitalizacija +10%. U navedenom porastu, najveći udio ima značajan porast tržišne kapitalizacije obveznica za +17,2%, dok je tržišna kapitalizacija dionica porasla za 6,1%, a strukturiranih proizvoda 24,8%.

Indeksi su ostvarili različite rezultate: CROBEX je korigiran -2,7%, CROBEXtr bilježi porast od 0,6%, a prosjek deset najlikvidnijih dionica, CROBEX10, narastao je za +1,2%. Od ostalih indeksa značajan je CROBEXturist, koji je porastao čak +79,1%. Taj je indeks godinu započeo sa svega dvije sastavnice, da bi kraj dočekao s čak šest dionica u svom sastavu.

Tablica 2. Indeksi Zagrebačke burze u 2014. godini

	Najviša	Najniža	Zadnja	Promjena (%)	Promet
Dionički indeksi					
CROBEX	1.938,71	1.661,36	1.745,44	-2,7%	1.804.747.209
CROBEX10	1.112,34	936,84	1.007,14	1,2%	1.444.542.516
CROBEXplus	1.025,51	850,36	940,18	-4,8%	1.992.693.604
CROBEXindustrija	1.127,67	792,55	910,74	-17,7%	469.982.033
CROBEXkonstrukt	795,43	465,98	499,03	-36,6%	52.259.833
CROBEXnutris	902,77	759,62	805,73	-8,4%	446.365.383
CROBEXtr	1.121,60	935,91	1.009,78	0,6%	1.804.747.209
CROBEXtransport	1.433,23	1.143,50	1.262,35	7,9%	133.503.013
CROBEXturist	2.244,57	1.142,14	2.068,44	79,1%	187.993.476
Obveznički indeksi					

CROBIS	105,57	99,02	104,95	5,8%	24.129.497.137
CROBIStr	138,04	123,11	137,30	11,4%	24.129.497.137

Izvor: ZSE-2014.pdf

Najlikvidnija dionica u 2014. godini bila je, kao i prethodne godine, ona Hrvatskog telekoma d.d., a nosila je 23% ukupnog prometa dionicama.

Tablica 3. Dionice s najvećim prometom na Zagrebačkoj burzi u 2014.

	Oznaka	Izdavatelj	Promet (HRK)	Udjel (%)
1	HT-R-A	HT d.d.	507.435.483	18,8
2	ERNT-R-A	Ericsson Nikola Tesla d.d.	174.214.098	6,4
3	ADRS-P-A	Adris grupa d.d.	150.862.952	5,6
4	LEDO-R-A	Ledo d.d.	145.765.188	5,4
5	KORF-R-A	Valamar Adria Holding d.d.	145.658.643	5,4
6	PODR-R-A	Podravka d.d.	114.472.313	4,2
7	ADPL-R-A	AD Plastik d.d.	100.864.081	3,7
8	RIVP-R-A	VALAMAR RIVIERA d.d.	90.229.602	3,3
9	ATGR-R-A	Atlantic Grupa d.d.	73.968.873	2,7
10	SNHO-R-A	SN holding d.d.	72.247.263	2,7
		Ostali	1.129.349.844	41,7
		Ukupno	2.705.068.341	

Izvor: ZSE-2014.pdf

5. Zaključak

Naposlijetku se može zaključiti da je hrvatsko tržište kapitala relativno mlado tržište (ako se izuzme tržište koje se razvijalo na području Hrvatske, dok je ista bila članica bivše države). Hrvatska je, dakle, zemlja koja s obzirom na svoj nekadašnji socijalistički ustroj, još uvijek prilagođava svoju tržišnu privredu cjelokupnom gospodarskom sustavu razvijenih zemalja, pa prema tome, spada u tranzicijske ekonomije. Stoga je i utjecaj hrvatskog tržišta kapitala na ekonomski rast slab, zbog čega na razvoju tržišta kapitala i dalje treba kontinuirano raditi.

No, usprkos činjenicama koje su u prošlosti spriječavale rast i razvoj financijskog tržišta Hrvatske (a samim time i gospodarski i tehnološki razvoj, kao i investicije), može se reći da je Hrvatska ostvarila veliki napredak na nacionalnom tržištu kapitala. Prvenstveno je to vidljivo u institucionalnoj i zakonskoj uređenosti, ali i drugim preduvjetima koje je potrebno zadovoljiti kako bi tržište kapitala moglo normalno funkcionirati: državnoj politici kojom se podupire razvoj tržišta kapitala i potrebi investitora za ulaganjem, kao i gospodarskih subjekata za prikupljanjem kapitala.

Uz sve navedeno, potreban je i slobodan protok kapitala, ali i uključenost hrvatskog nacionalnog tržišta kapitala u međunarodna tržišta kapitala. Hrvatska je radila i na tome, modernizirajući, mijenjajući i usklađujući propise s propisima Europske Unije, kako bi postala konkurentno tržište i u Europi.

Za daljnji razvoj i napredak hrvatskog tržišta kapitala, zaključila bih da je važna daljnja privatizacija državnih poduzeća, kako bi se značaj i utjecaj tržišta kapitala na gospodarski razvoj i rast povećali.

Popis literature:

1. Alajbeg, D., Bubaš, Z.: Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala, Institut za javne financije, Zagreb, 2001.
2. Družić I. : Resursi i tržišta hrvatskog gospodarstva, Politicka kultura, Zagreb, 2004.
3. Ferizović, M., Finansijska tržišta, Ekonomski fakultet Univerziteta u Bihaću, Grafičar, Bihać, 2004.
4. J. Foley, B.: Tržišta kapitala, Mate, Zagreb, 1998.
5. Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009.
6. Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I, Pomoćni materijal za izučavanje, Ekonomski fakultet Zagreb, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2002.
7. Prohaska, Z., Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb, 1996.
8. <http://www.hanfa.hr/nav/254/naslovni-teskt---trziste-kapitala.html>
9. <http://www.hanfa.hr/HR/nav/58/o-nama.html>
10. <http://www.hanfa.hr/HR/nav/59/djelokrug-i-nadleznost.html>
11. <http://limun.hr/main.aspx?id=17065>
12. <http://limun.hr/main.aspx?id=13772>
13. <http://limun.hr/main.aspx?id=27644>
14. [https://hr.wikipedia.org/wiki/Indeks_\(burza\)](https://hr.wikipedia.org/wiki/Indeks_(burza))
15. https://sh.wikipedia.org/wiki/Dow_Jones_Industrial_Average
16. https://hr.wikipedia.org/wiki/Tr%C5%BEi%C5%A1te_kapitala
17. http://www2.hgk.hr/en/depts/banks/trziste_kapitala_2008.pdf
18. <http://www.moj-bankar.hr/Kazalo/P/Preko-%C5%A1altera>
19. <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO/21.7.2015>.

20. <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO>

21. <http://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala>

22. <http://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala>

Prilozi:

Slike:

- Slika 1. Ustroj financijskog tržišta
Izvor: Prohaska, Z., Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb, 1996., str. 17.
- Slika 2. Sudionici na tržištu kapitala
Izvor: Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržišta kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str.16.
- Slika 3. Kretanje prometa dionicama (u mil. kn) u 2013. i 2014. godini
Izvor: ZSE-2014.pdf

Tablice:

- Tablica 1. Imatelji redovnih dionica SKDD-a
Izvor: <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO> 21.7.2015.
- Tablica 2. Indeksi Zagrebačke burze u 2014. godini
Izvor: ZSE-2014.pdf
- Tablica 3. Dionice s najvećim prometom na Zagrebačkoj burzi u 2014.
Izvor: ZSE-2014.pdf