

# FINANCIRANJE PODUZEĆA EMISIJOM VRIJEDNOSNIH PAPIRA

---

**Brkan, Mia**

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

**2023**

*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:143:621104>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-08-08**

*Repository / Repozitorij:*

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



**VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU**  
**ODJEL MENADŽMENTA**  
**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ**

**Mia Brkan**

**FINANCIRANJE PODUZEĆA EMISIJOM**  
**VRIJEDNOSNIH PAPIRA**

**Završni rad**

**Šibenik, 2023.**



**VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU**  
**ODJEL MENADŽMENTA**  
**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ**

**FINANCIRANJE PODUZEĆA EMISIJOM**  
**VRIJEDNOSNIH PAPIRA**

**Završni rad**

**Kolegij:** Financijske institucije i intržišta

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

**Studentica:** Mia Brkan

**Matični broj studentice:** 1219054745

**Šibenik, rujan 2023.**

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, Mia Brkan, studentica Veleučilišta u Šibeniku, JMBAG 1219045745 izjavljujem pod materijalnom i kaznenom odgovornošću i svojim potpisom potvrđujem da je moj završni rad na specijalističkom diplomskom stručnom studiju Menadžment pod naslovom: Financiranje poduzeća emisijom vrijednosnih papir isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

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

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

U Šibeniku, 26.09.20203.

Student/ica:

*Mia Brkan*

## **FINANCIRANJE PODUZEĆA EMISIJOM VRIJEDNOSNIH PAPIRA**

Mia Brkan

Rimski put 15, miabrkan6@gmail.com

### **Sažetak rada**

U radu se obrazlaže proces i značaj financiranja poduzeća emisijom vrijednosnih papira. Proces financiranja poduzeća putem izdavanja vrijednosnih papira uključuje privlačenje kapitala od investitora prodajom vrijednosnih papira na tržištu kapitala. Proces emisije vrijednosnih papirapoduzećima osigurava sredstva koja se mogu koristiti u različite svrhe, kao što su poslovna ulaganja, otplata dugova, akvizicije ili isplate dividende dioničarima. Ulagači kupuju vrijednosne papire s očekivanjem povrata na ulaganja, bilo u obliku dividendi ili povećanja vrijednosti vrijednosnih papira. Emisija vrijednosnih papira ključan je način financiranja poduzeća na tržištu kapitala. U radu su opisane vrste emisije vrijednosnih papira i njihove značajke s posebnim naglaskom na primarnu i sekundarnu te otvorenu i ograničenu emisiju. Također je predstavljen regulatorni okvir kojim se uređuje uvrštavanje vrijednosnih papira na uređeno tržište, a pod nadzorom HANFE. U praktičnom dijelu rada je prikazan kratki sadržaj prospekta poduzeća Ericsson Nikola Tesla d.d. za uvrštenje u kotaciju javnih dioničkih društava.

(42 stranice / 0 slika / 1 tablica / 45 literaturnih navoda / jezik izvornika: hrvatski)

Rad je pohranjen u: Knjižnici Veleučilišta u Šibeniku

**Ključne riječi:** financiranje, vrijednosni papiri, emisija vrijednosnih papira, dionice, prospekt

Mentor:

Rad je prihvaćen za obranu dana:

## **FINANCING OF THE COMPANY THROUGH THE ISSUE OF SECURITIES**

Mia Brkan

Rimski put 15, miabrkan@gmail.com

### **Abstract**

The paper explains the process and significance of company financing through the issue of securities. The process of financing a company through the issuance of securities involves attracting capital from investors by selling securities on the capital market. The process of issuing securities provides companies with funds that can be used for various purposes, such as business investments, debt repayment, acquisitions or dividend payments to shareholders. Investors buy securities with the expectation of a return on investment, either in the form of dividends or an increase in the value of the securities. Issuance of securities is a key way of financing companies on the capital market. The paper describes the types of securities issuances and their features, with special emphasis on primary and secondary, and also open and limited issuance. The regulatory framework governing the listing of securities on the regulated market, under the supervision of HANFA, was also presented. In the practical part of the work, a short content of the prospectus of the company Ericsson Nikola Tesla is presented for inclusion in the listing of public joint-stock companies.

(42pages / 0 figures / 1 table / 45 references / original in Croatian language)

Paper deposited in: Library of Polytechnic of Šibenik

**Keywords:** financing, securities, issue of securities, shares, prospectus

Supervisor:

Paper accepted:

# SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
2. NAČINI FINANCIRANJA PODUZEĆA S NAGLASKOM NA VRIJEDNOSNE PAPIRE .....	2
2.1. Pregled načina financiranja poduzeća prema izvoru financiranja .....	2
2.2. Vrste vrijednosnih papira.....	6
2.3. Vrste emisije vrijednosnih papira .....	13
2.4. Regulatorni okvir za provjeru i odobrenje prospekta te izvršenje ostalih obveza vezanih uz uvrštavanje vrijednosnih papira na tržište kapitala .....	23
3. PRIKAZ SADRŽAJA PROSPEKTA UVRŠTENJA U KOTACIJU JAVNIH DIONIČKIH DRUŠTAVA PODUZEĆA ERICSSON NIKOLA TESLA, d.d.....	31
3.1. Opći podaci o vrijednosnicama poduzeća Ericsson-Nikola Tesla.....	31
3.2. Prikaz čimbenika rizika .....	32
3.3. Podaci o izdavatelju vrijednosnica .....	33
3.4. Podaci o djelatnosti izdavatelja .....	34
3.5. Podaci o imovini, zaduženosti, dobiti i gubitcima poduzeća te obavljenoj reviziji ..	34
3.6. Ostale informacije.....	34
4. USPOREDBA TRGOVANJA DIONICAMA ERICSSONA NIKOLE TESLE S PODUZEĆEM U POVEZANOM INDUSTRIJSKOM SEKTORU .....	36
5. ZAKLJUČAK.....	39
LITERATURA.....	41



# 1. UVOD

U radu se obrazlaže proces financiranja poduzeća emisijom vrijednosnih papira. Navedena tema je odabrana zbog važnosti emisije vrijednosnih papira i tržišta kapitala za cjelokupno gospodarstvo. Emisija vrijednosnih papira služi kao značajan izvor financiranja za razne subjekte, uključujući korporacije i vlade. Ova metoda financiranja pruža im mogućnost da osiguraju financiranje s tržišta kapitala, koji se potom može upotrijebiti za podršku njihovim operacijama, inicijativama i širenju. Značaj vrijednosnih papira proizlazi iz mogućnosti stjecanja potrebnih sredstava za kontinuirano širenje i napredak. Cilj rada je prikazati vrste i proces emisije vrijednosnih papira. Rad ima za svrhu komparirati značajke različitih vrsta emisije vrijednosnih papira kao i naglasiti značaj emisije vrijednosnih papira sukladno regulatornom okviru u RH.

Rad se sastoji od pet cjelina. U uvodnoj cjelini je obrazložena tema rada te cilj i svrha rada. Načini financiranja poduzeća s obzirom izvora financiranja, kao i pojam i temeljne značajke vrijednosnih papira prikazani su u trećem poglavlju, a posebno su obrađeni komercijalni zapisi zbog značaja za kratkoročno financiranje poduzeća te obveznice i dionice kao vrijednosni papiri od značaja za dugoročno financiranje poslovanja poduzeća. Tema drugog poglavlja su također vrste emisija vrijednosnih papira koje se mogu podijeliti na primarnu i sekundarnu emisiju te na otvorenu i ograničenu emisiju vrijednosnih papira. Regulatorni okvir za provjeru i odobrenje prospekta te izvršenje ostalih obveza vezanih uz uvrštavanje vrijednosnih papira na tržište kapitala je prikazan na kraju drugog poglavlja rada. Sadržaj prospekta poduzeća Ericsson Nikola Tesla je predstavljen u trećem poglavlju. Usporedba strategija trgovanja na tržištu kapitala Ericssona Nikole Tesle i Hrvatskog Telekoma je teme četvrtog poglavlja rada. Ključne spoznaje koje su nastale temeljem pisanja rada navedene su u zaključnom poglavlju.

## **2. NAČINI FINANCIRANJA PODUZEĆA S NAGLASKOM NA VRIJEDNOSNE PAPIRE**

U ovom poglavlju će se prikazati načini financiranja poduzeća s naglaskom na vrijednosne papire. Nakon pregleda načina financiranja poduzeća prema izvoru financiranja, prikazuju se pojedine vrste vrijednosnih papira kao i vrste emisije vrijednosnih papira te se u konačnici predstavlja okvir regulacije javne ponude i plasmana vrijednosnih papira na tržištu kapitala.

### **2.1. Pregled načina financiranja poduzeća prema izvoru financiranja**

Za stvaranje, rad i rast bilo kojeg komercijalnog poduzeća financiranje je od ključne važnosti. Osnivanje trgovačkog društva i početak poslovanja nemoguće je bez inicijalnog financiranja (Vuković i Šodan, 2017). Načini financiranja poduzeća se najšire mogu podijeliti na vlastito i vanjsko (eksterno, tuđe) financiranje (Marković, 2000: 2).

Pod vlastitim financiranjem se na početku poslovnog pothvata u ranim fazama životnog ciklusa poduzeća podrazumijeva ulaganje vlastite uštedevine te sredstava bližnjih (obitelj, rodbina, prijatelji) u pokretanje poslovnog pothvata. Jednom kada pokrenuti poslovni pothvat počne generirati dobit, vlastito financiranje s ciljem rasta i širenja poslovanja se provodi putem reinvestiranja (dijela) ostvarene dobiti s ciljem investicijskih ulaganja koja su poduzeću potrebna za uspješno i konkurentno poslovanje na tržištu.

Iako je poželjno da se poduzeće u što većoj mjeri financira vlastitim sredstvima, često je nužno koristiti i druge oblike financiranja, tj. vanjsko ili eksterno financiranje. Tekuće operacije i kontinuirani razvoj zahtijevaju dodatno financiranje. Postoje različite mogućnosti financiranja, a jedna od njih je financiranje dugom. U bankocentričnom sustavu korporativnog upravljanja koji prevladava i u Hrvatskoj, prevladava dugovno financiranje poduzeća putem zajmova banaka i drugih financijskih institucija. Financiranje dugom, stoga, uključuje posuđivanje novca od zajmodavca i otplatu s kamatama tijekom određenog vremenskog razdoblja. Važna značajka dužničkog financiranja jest da ono omogućuje tvrtkama prikupljanje sredstava bez promjena u strukturi vlasništva poduzeća. Kod dužničkog financiranja dolazi do promjena u kapitalnoj ili financijskoj strukturi poduzeća jer se mijenja omjer između vlastitog kapitala i obveza, odnosno dugovno financiranje povećava ukupnu razinu zaduženosti u poslovanju poduzeća. Vrlo je važno pridržavati se pravila da se 70%

ukupne imovine poduzeća osigurava iz vlastitih sredstava, a 30% iz vanjskih izvora kao što su bankarski zajmovi (Ćaćan, 2019).

Iz navedenog se zaključuje da je financiranje putem duga financijska strategija koja uključuje posuđivanje novca iz vanjskih izvora za financiranje poslovnih operacija. Jedan od najčešćih oblika financiranja dugom su bankovni krediti. Bankovni krediti osiguravaju poduzećima potreban kapital za ulaganje u novu opremu, proširenje poslovanja ili ispunjavanje drugih financijskih obveza. Jedna od glavnih prednosti financiranja zaduživanjem je da poduzeća mogu pristupiti značajnim količinama kapitala bez potrebe da se odreknu vlasništva ili kontrole nad svojim poduzećem. Međutim, financiranje zaduživanjem nosi i određene rizike u vidu prezaduženosti. Kako bi ublažili te rizike, važno je da poduzeća pažljivo procijene svoje potrebe i mogućnosti analizirajući novčani tok, profitabilnost i cjelokupno financijsko zdravlje i likvidnost poduzeća. Dužničko financiranje je ujedno popraćeno obvezom ustupanja instrumenta osiguranja (kolateral) financijskoj instituciji za slučaj nemogućnosti otplate duga čime se banke i druge financijske institucije štite od izloženosti kreditnom riziku (Zhang, 2016).

Drugi značajan oblik vanjskog financiranja poduzeća je vlasničko financiranje koje podrazumijeva prodaju vrijednosnih papira poduzeća investitorima u zamjenu za udio u vlasništvu. Vlasničkim financiranjem ulagači postaju suvlasnici poduzeća i imaju udjele u generiranoj dobiti poduzeća u vidu dividende (Vuković i Šodan, 2017). Značajna prednost navedenog oblika financiranja proizlazi upravo iz činjenice da poduzeće nema obveze otplate kao u dužničkom financiranju jer investitori (dioničari) postaju suvlasnici poduzeća i sudjeluju u ostvarenoj dobiti proporcionalno visini ulaganja u poduzeće. Vlasničko financiranje također može omogućiti pristup stručnosti jer investitori mogu donijeti vrijedno znanje, iskustvo i mogućnost generiranja novih poslovnih mreža i kontakata, što može biti korisno za rast i uspjeh poduzeća. Vlasničko financiranje je fleksibilna opcija financiranja jer se tako prikupljena sredstva plasiraju u razvoj proizvoda, marketing, zapošljavanje novih zaposlenika ili zadovoljavanje drugih razvojnih potreba poduzeća.

S druge strane, vlasničko financiranje se vezuje uz smanjeni stupanj kontrole nad poslovanjem poduzeća iz razloga što ulagači postaju suvlasnici poduzeća i mogu utjecati na donošenje poslovnih odluka. Vlasničko financiranje također može dovesti do fragmentirane strukture vlasništva. Što se više sredstava osigurava kroz vlasničko financiranje, više je i vlasničkih udjela u vlasništvu dioničara, što može značajno smanjiti udio prvotnog vlasnika u poduzeću (Tipurić i sur., 2008).

Iz opisa značajki vlasničkog financiranja je vidljivo da ono može omogućiti pristup stručnosti, fleksibilnost i lišava poduzeće obveze otplate. S druge strane, navedeni način eksternog financiranja može dovesti do gubitka kontrole, fragmentacije vlasništva i visokih troškova koji su rezultat očekivanja investitora za što višim povratom na uložena sredstva.

Hibridno financiranje predstavlja kombinaciju dvaju oblika vanjskog financiranja, a to su financiranje putem duga i financiranjem putem izdavanja vrijednosnih papira da bi ulagači stekli udio u vlasničkoj strukturi poduzeća, a time i pravo na adekvatni udio u dobiti iz poslovanja poduzeća. Radi se o financiranju pri kojem investitori daju sredstva tvrtki u zamjenu za pravo da kasnije pretvore svoje ulaganje u vlasnički kapital.

Hibridno financiranje poznato je i kao *mezzanine* financiranje. Hibridni *mezzanine* zajmovi obuhvaćaju vrstu financijskog aranžmana koji spaja značajke kapitala i duga. Ovaj oblik financiranja je pogodan za osiguravanje ekonomskog kapitala, čime se olakšava sposobnost tvrtki s povoljnim izgledima za rast da osiguraju financijska sredstva za implementaciju strategije rasta. (GiurcaVasilescu, 2010). Mezzanine financiranje je vrsta financiranja koja se nalazi između vlasničkog kapitala i dužničkog financiranja. *Mezzanine* financiranje poznato je po svojoj fleksibilnosti i može biti upotrijebljeno kako bi se osiguralo proširenje poslovanja te financiranje spajanja i akvizicija

Jedna od ključnih prednosti *mezzanine* financiranja jest to što tvrtkama omogućuje pristup kapitalu bez razvodnjavanja (fragmentacije) vlasništva. Za razliku od vlasničkog financiranja, *mezzanine* financiranje ne zahtijeva od poduzeća izdavanje novih dionica. To znači da postojeći dioničari mogu zadržati svoj vlasnički udio, što je posebno privlačno za tvrtke koje žele zadržati kontrolu. Još jedna prednost *mezzanine* financiranja je ta što obično dolazi s nižom kamatnom stopom od tradicionalnog financiranja dugom. To je zato što *mezzanine* zajmodavci preuzimaju veći rizik od klasičnih zajmodavaca, ali manji rizik od ulagača u dionice. Kao rezultat toga, oni zahtijevaju veći povrat od zajmodavaca, ali niži povrat od ulagača u dionice. Navedene značajke čine *mezzanine* financiranje privlačnom opcijom za poduzeća koja žele smanjiti trošak kapitala. Ključno je naglasiti da je *mezzanine* financiranje „podređeno obvezama prema kreditorima, a povlašteno obvezama prema dioničarima“ (Bingula, 2021: 13).

Bespovratna sredstva i subvencije način su financiranja koji može imati izniman značaj za poduzeća na početku životnog ciklusa koja su tek krenula s radom ili za poduzeća koja rade na projektima koji zahtijevaju značajna ulaganja da bi se realizirala strategija ekspanzije

poslovanja. Bespovratna sredstva i subvencije osigurava Europska unija, nacionalne vlade ili neprofitne organizacije, a za razliku od zajmova, ne moraju se vraćati. Primjerice, promicanje rasta malih i srednjih poduzeća (MSP) olakšava se prikupljanjem bespovratnih sredstava iz fondova EU-a, jer se ta poduzeća suočavaju s većim izazovima u osiguravanju financiranja projekata u usporedbi s većim korporacijama. Osim toga, mala i srednja poduzeća čine većinu radne snage u Europskoj uniji i u Hrvatskoj (Šimunković, 2016).

Kriteriji prihvatljivosti za bespovratna sredstva i subvencije razlikuju se ovisno o organizaciji koja nudi sredstva. Neke bespovratna sredstva i subvencije usmjerene su posebno prema određenim industrijama, dok druge mogu biti dostupne za određene vrste projekata ili inicijativa. Jedna od najvećih prednosti bespovratnih sredstava i subvencija je ta što mogu pružiti značajan financijski poticaj tvrtkama koje možda nemaju pristup drugim oblicima financiranja. Na primjer, novoosnovanim poduzećima može biti teško osigurati zajmove od tradicionalnih zajmodavaca zbog nedostatka podataka o ranijem poslovanju (Ploh, 2017).

Bespovratna sredstva i subvencije mogu pomoći tim poduzećima osigurati potrebna sredstva za razvoj i plasman svojih proizvoda ili usluga. Kako bi im se osigurala bespovratna sredstva i subvencije, poduzeća moraju biti u mogućnosti ispuniti kriterije prihvatljivosti, kao i imati održiv i uvjerljiv te realno utemeljen poslovni plan.

*Crowdfunding* omogućuje poduzećima (uglavnom iz SME sektora) prikupljanje sredstava od značajnog broja ljudi, obično putem online platforme. *Crowfundingsluži* kao alternativna metoda financiranja projekata, pri čemu se internetske platforme koriste za prikupljanje brojnih novčanih doprinosa pojedinaca, obično minimalne vrijednosti, s ciljem podržavanja poduzetničkog koncepta (Čondić-Jurkić, 2015). Jedna od najznačajnijih prednosti *crowdfundinga* kao grupnog financiranja je ta što omogućuje pristup kapitalu upravo onim poslovnim subjektima koji često nisu u mogućnosti osigurati financiranje tradicionalnim sredstvima. Uz *crowdfunding*, svako poduzeće koje osmisli zanimljivu i inovativnu ideju može generirati kampanju i predstaviti je potencijalnim podupirateljima. Iz opisanih značajki *crowdfundinga* je vidljivo da se radi o obliku demokratizacije financiranja.

Dvije su podvrste *crowdfundinga*, a to su *crowdfunding* koji je utemeljen na dodjeli vlasničkih udjela podupirateljima ideje i *crowdfunding* koji je utemeljen na nagradi za svakog donatora (podupiratelja) kampanje. *Crowdfunding* temeljen na kapitalu uključuje je popularan u poslovanju start-up poduzeća i ostalih malih poduzeća koja trebaju prikupiti inicijalni kapital

za početak i razvoj poslovanja. *Crowdfunding* utemeljen na nagrađivanju podrazumijeva poklon proizvoda ili usluge u zamjenu za donacije velikog broja ljudi.

*Crowdfunding* je također imao značajan utjecaj na način na koji poduzeća pristupaju prikupljanju sredstava. Prije grupnog financiranja, poduzetnici i inovatori morali su se oslanjati na tradicionalne izvore kapitala, kao što su banke ili izvori rizičnog kapitala (poslovni anđeli, fondovi rizičnog kapitala). Uz grupno financiranje, poduzeća u fazi početka životnog ciklusa ili u fazi razvoja mogu zaobići tradicionalne izvore financiranja i izravno se obratiti svojim podupirateljima za financijsku potporu. Grupno financiranje je učinilo proces prikupljanja sredstava učinkovitijim i bržim. Bago i Pilipović ističu da se *crowdfunding* pokazao učinkovitim mehanizmom za ambiciozne poduzetnike koji posjeduju inovativne koncepte i pothvate, koji im omogućuje prodor na tržište nakon vještog ovladavanja preliminarnim postupcima i posljedično pridobivanje interesa značajnijih ulagača. (Bago i Pilipović, 2016).

## **2.2. Vrste vrijednosnih papira**

Vrijednosni papiri su formalni dokumenti na kojima je naveden vlasnik, korisnik ili vjerovnik koji posjeduje određeno pravo i može ga ostvarivati prema zakonskim odredbama. Vrijednosni papiri mogu glasiti na ime, na donositelja ili mogu biti vrijednosni papiri po naredbi. Vrijednosni papiri također mogu biti javni ili privatni. Javne vrijednosne papire izdaju vladina tijela kao što su Ministarstvo financija, središnja banka ili druge državne institucije, dok privatne vrijednosne papire izdaju privatne tvrtke, banke ili pojedinci. Među javnim vrijednosnim papirima najznačajnije su državne obveznice Ministarstva financija i trezorski zapisi Hrvatske narodne banke. Vrijednosni papiri također se mogu kategorizirati na temelju vrste prava koje utjelovljuju, bilo robno ili monetarno. U robne vrijednosne papire ubrajaju se teretnica, skladišni list, otpremnica i dr., dok u novčane vrijednosne papire spadaju dionice, obveznice, mjenice, čekovi i dr. (Marković, 2000).

Vrijednosni papiri mogu se koristiti kao jamstveni dokumenti koji predstavljaju obećanje plaćanja određenog iznosa novca. U tu se svrhu koriste čekovi, mjenice i zadužnice. Ovi se vrijednosni papiri nazivaju instrumentima plaćanja koji su istodobno i instrumenti osiguranja. Često su prenosivi (Gregurek i sur., 2011). Neke vrste vrijednosnih papira su dokaz o postojanju vlasničkog udjela u poduzeću, a u tu skupinu vrijednosnih papira se mogu ubrojiti dionice i obveznice čija se kupoprodaja vrši na tržištima kapitala te mogu biti izvor potencijalnih kapitalnih dobitaka (Prohaska, 1996).

Jedna od ključnih značajki svih vrijednosnih papira je njihova autentičnost. Vrijedni papiri moraju biti originalni i ne smiju biti krivotvoreni ili preinačeni na bilo koji način. Kako bi se osigurala autentičnost, vrijednosni papiri mogu imati posebne sigurnosne značajke, poput vodenih žigova ili holograma, radi sprječavanja krivotvorenja. Neki vrijednosni papiri imaju značajku prenosivosti. Za prenosive vrijednosne papire je obično nužno osigurati potvrdu ili drugu dokumentaciju kako bi potvrdilo da je prijenos obavljen na zakonit način. Iz samog naziva vrijednosnih papira proizlazi da oni predstavljaju neku vrstu vrijednosti, bilo da se radi o novčanoj ili robnoj vrijednosti (Orsag, 2011).

U skladu s odabranim predmetom istraživanja, a to je financiranje poduzeća vrijednosnim papirima, u nastavku će se detaljnije prikazati značajke komercijalnih zapisa, dionica i obveznica. Razlog tome proizlazi iz činjenice da se komercijalni zapisi koriste u svrhu kratkoročnog financiranja poduzeća, dok se za dugoročno financiranje poduzeća koriste korporativne obveznice i dionice.

Komercijalni zapis je pravno obvezujući vrijednosni papir koji se prodaje radi prikupljanja kratkoročnih sredstava. Komercijalni zapis je financijski alat koji koriste korporacije za osiguranje kratkoročnog financiranja. Njegova primarna svrha je posuđivanje sredstava iz vanjskih izvora, što ga čini oblikom dužničkog instrumenta. To podrazumijeva obvezu povrata sredstava dobivenih prodajom komercijalnog zapisa do navedenog roka dospijeca, uz naznaku njegove obvezne prirode. Komercijalni zapis može se prenijeti na drugog imatelja nakon dospijeca, ističući njegovu prenosivost i utrživost kao vrijednosnog papira. Budući da se radi o kratkoročnom vrijednosnom papiru, komercijalnim se zapisima može trgovati na tržištu novca. (Mašek i Penavin, 2002). Komercijalni zapisi kao vrijednosni papiri imaju maksimalno dospijeca od nekoliko godina i klasificirani su kao kratkoročni vrijednosni papiri.

Pri izdavanju komercijalnih zapisa nije potrebno odobrenje regulatornog tijela, osim ukoliko odluku donosi nadležno tijelo izdavatelja. Svaka pravna osoba može izdavati komercijalne zapise, a odluka o izdavanju mora navesti ukupan iznos, namjenu, rok otplate i kamatnu stopu (ako postoji). Svaki komercijalni zapis mora sadržavati identifikacijske podatke, nominalni iznos, datum i mjesto gdje je komercijalni zapis izdan, kontrolni te serijski broj, potpis ovlaštene osobe i kamatnu stopu (Orsag, 2011).

Komercijalni zapisi slični su trezorskim zapisima, ali su manje sigurni jer ih ne izdaju banke ili vladine agencije s visokim kreditnim rejtingom. Vjerodostojnost tvrtke koja izdaje komercijalni zapis ključna je u određivanju njegove vrijednosti. Komercijalni zapisi imaju

kratak rok dospijeaća do 270 dana i najčešće se koriste za financiranje povremenih potreba poduzeća (Orsag, 2011). Ovi neosigurani instrumenti imaju veliku nominalnu vrijednost, ali nemaju razvijeno sekundarno tržište. Velike tvrtke s izvrsnim kreditnim rejtingom i jakom financijskom strukturom potencijalni su izdavatelji komercijalnih zapisa, dok su osiguravajuća društva, mirovinski fondovi, poslovne banke i institucionalni investitori zainteresirani kupci. Iznimno u komercijalne zapise mogu ulagati i fizičke osobe.

Troškovi financiranja komercijalnim zapisima uključuju troškove emisije i troškove kamata. Troškovi kamata za izdavatelja određuju se prinosom od kamata koji primaju ulagači. Učinkovitost kratkoročnog financiranja putem komercijalnih zapisa ovisi o različitim čimbenicima, uključujući i kamatnu stopu na komercijalni zapis, koja mora biti viša od kamatnih stopa koje banke plaćaju za oročenu štednju. Dostupnost kratkoročnih sredstava kroz plaćanje robe komercijalnim zapisima i izdavanje komercijalnih zapisa za koje jamče banke mogu pomoći u smanjenju rizika ulaganja (Prohaska, 1996; Orsag, 2011).

Dionice su utrživi vrijednosni papiri koji nemaju unaprijed određen datum dospijeaća povrata na uložena sredstva. Smatraju se vrijednom komponentom vlasništva dioničkog društva. Dionica je vrijednosni papir koji služi kao dokaz vlasništva za sredstva uložena u različite vrste pravnih osoba, kao što su financijske organizacije, banke, osiguravajuća društva ili druge korporacije s perspektivnim poslovanjem (Jurman, 2005). Dionice se mogu prodati zainteresiranim ulagačima putem izravne ili neizravne prodaje. Izravno izdavanje podrazumijeva da izdavatelj prodaje dionice izravno kupcima, što rezultira smanjenim troškovima izdavanja, ali većim rizikom za potencijalne kupce. Suprotno tome, neizravno izdavanje uključuje prodaju dionica na tržištu vrijednosnih papira preko posrednika ili investicijskih bankara, pri čemu se bonitet izdavatelja pomnije ispituje nego kod izravnog izdavanja (Šarić, 2015).

Dioničari stječu posebna prava, kao što su pravo na upravljanje društvom, primanje dividendi, prodaju dionica i pravo primanja isplata tijekom stečaja ili likvidacije dioničkog društva te moraju biti informirani o poslovanju društva. Poduzeća izdaju dionice kako bi stekla kapital koji nisu dužne vratiti dioničarima. Taj se kapital ulaže kako bi se ostvarili pozitivni financijski rezultati i kako bi se omogućila odgovarajuće isplate dividendi dioničarima (Jurman, 2005).

Vlasništvo nad udjelom u određenom poduzeću je putem ulaganja u dionice dostupno svim fizičkim i pravnim osobama, a vlasnici dionica imaju i mogućnost prijenosa prava na treću



osobu. Dionice se sastoje od plašta, kuponskog arka i talona. Plašt dionice predstavlja prvi dio dionice, koji služi uspostavi i definiranju financijskih odnosa između izdavatelja i vlasnika dionice te stoga sve bitne informacije iz kojih je razvidan financijski odnos izdavatelja i vlasnika dionice trebaju biti navedene u plaštu dionice. Kuponski arak koristi se za isplatu dividende i sadrži važne podatke kao što su redni broj, broj dionice, osnova za isplatu dividende, naziv izdavatelja i potpis ovlaštenika. Talon služi za otkup novih listova kupona kada su svi prethodni uplatni kuponi potrošeni, a mora sadržavati i broj dionice. Kako bi se smanjili troškovi izdavanja dionica i pojednostavnio proces njihove emisije te kupoprodaje na tržištu kapitala, poduzeća dematerijaliziraju dionice, a baza vlasnika dionica kao nematerijalnih vrijednosnica evidentira se pri Središnjoj depozitarnoj agenciji (SDA). Bitni elementi dionice izdane u nematerijaliziranom obliku jednaki su sastojcima dionice izdane u obliku isprave, ali bez faksimila potpisa (Čulo, Mahaček i Filipović, 2004).

Poduzeća se mogu financirati emisijom redovnih i povlaštenih dionica. Redovne dionice osiguravaju dioničarima pravo glasanja na glavnoj skupštini te pravo na stjecanje dividende kao i prava u slučaju stečaja. Povlaštene ili preferencijalne dionice generiraju dodatna posebna prava za dioničare, poput dobivanja prethodno utvrđenog iznosa novca kao dividende. Taj iznos može biti definiran i kao postotni udio u ostvarenoj neto dobiti poduzeća, a isplata dividende za vlasnike povlaštenih dionica provodi se prije isplate dividende redovitim dioničarima (Rončević, Vuković i Gregorić, 2021).

U kontekstu financiranja poduzeća emisijom vrijednosnih papira, konkretno dionica, nužno je predstaviti pojmove nominalne, knjigovodstvene i tržišne vrijednosti dionica kao vrijednosnih papira. Nominalna vrijednost dionice nije osobito značajna za potrebe trgovanja dionicama, jer ona predstavlja cijenu dionica u visini koje se dionice evidentiraju u računovodstvenim evidencijama trgovačkog (dioničkog) društva. Dionice bez nominalne vrijednosti također mogu postojati, iako njihovo izdavanje nije uobičajeno. Ukoliko na dionici nije navedena nominalna vrijednost, nužno je istaknuti vrijednost dionice koja zamjenjuje nominalnu vrijednost. Nedopušteno je izdavanje dionica čija je vrijednost niža od njihove nominalne vrijednosti. Nominalna vrijednost otisnuta je na ispravi dionice i bitna je za utvrđivanje vrijednosti vlasničkog kapitala u postupku pred trgovačkim sudom. Također je bitan čimbenik pri izračunu dividende i u slučaju stečaja dioničkog društva (Omerhodžić, 2013).

Cijena udjela u poduzeću određena je knjigovodstvenom vrijednošću imovine poduzeća koja je ekvivalentna ukupnom broju izdanih dionica pomnoženom s pojedinačnom vrijednošću dionice. Knjigovodstvena vrijednost odražava neto imovinu poduzeća i na nju utječe

uspješnost poslovanja. Povećanje vlasničkog kapitala, koje uključuje kapitalnu dobit, zadržanu dobit i nominalnu vrijednost izdanih dionica, može dovesti do povećanja knjigovodstvene vrijednosti dionica. Ponovna procjena dugotrajne materijalne imovine po početnom priznavanju rezultira promjenom njezine iskazane vrijednosti u bilanci. Dodatno, ova ponovna procjena utječe na druge elemente unutar financijskih izvješća, kao što su revalorizacijske rezerve prikazane u bilanci, kao i troškovi amortizacije i profit koji se prikazuju u financijskom izvješću pod nazivom račun dobiti i gubitka (Kolačević, 2005:61). Jednako tako, smanjenje vrijednosti ukupne imovine poduzeća rezultira smanjenjem knjigovodstvene vrijednosti dionica.

Tržišna vrijednost dionice, što je vrijednost koju investitori pridaju određenom vrijednosnom papiru u procesu kupoprodaje na tržištu kapitala. Tržišna vrijednost dionice je varijabilna i ovisi o skupu različitih čimbenika. Razumijevanje čimbenika koji utječu na tržišnu vrijednost dionice ključno je za donošenje informiranih odluka o ulaganju. Politički događaji i odluke mogu imati veliki utjecaj jer ulagači reagiraju na promjene u vladinim politikama, geopolitičke napetosti i druge čimbenike. Dodatni čimbenik utjecaja na tržišnu vrijednost dionice je stanje gospodarstva zemlje. Ekonomski pokazatelji poput BDP-a, inflacije i razine zaposlenosti mogu imati značajan utjecaj na tržište dionica, jer ulagači prilagođavaju svoja očekivanja za budući rast i profitabilnost sukladno makroekonomskim pokazateljima. Jedan od najvažnijih čimbenika koji mogu utjecati na tržišnu vrijednost dionice je sadašnje poslovanje kao i očekivanja ulagača vezana uz buduće poslovanje dioničkog društva. Očekivanja o budućem poslovanju smatraju se najvažnijim čimbenikom koji se odražava na tržišnu vrijednost dionice. Tako je pozitivna razlika između tržišne i knjigovodstvene cijene dionice odraz optimističnih očekivanja ulagača, dok niža razlika u ovom omjeru može upućivati i na podcijenjenost dionice (Pervan, 2006).

Jedan od temeljnih interesa ulagača u dionice poduzeća je dividenda ili povrat na ulaganje u dionicu. Isplata dividende nije obvezna za dionička društva te ovisi o odluci izglasanoj na glavnoj skupštini. Međutim, za investitore mogućnost primanja dividende može biti odlučujući čimbenik pri razmatranju ulaganja u određeno poduzeće. Dividende se mogu isplatiti u obliku novca te kao dividendne dionice koje osiguravaju postojećim dioničarima povećanje njihovih vlasničkih udjela u poduzeću. Važno je naglasiti i da dividenda predstavlja udio iz neto profita dioničkog društva koji se isplaćuje dioničarima te su stoga dividende pokazatelj financijskog zdravlja poduzeća. Poduzeća koja dosljedno isplaćuju dividende

općenito se smatraju stabilnim i profitabilnim poduzećima te stoga objave odluka o dividendi često imaju pozitivan učinak na kretanje tržišne cijene dionice (Miletić, 2011).

Sukladno razlikama u pravima koja osiguravaju redovne i povlaštene (preferencijalne) dionice, razlikuje se i proces isplate dividendi kod povlaštenih dionica. Neizvjesnost vezana uz isplatu dividende te njezinu vrijednost karakterizira ulaganja u redovne dionice. S druge strane, preferencijalne dionice nude fiksnu isplatu dividende. Dividende koje se ostvaruju na temelju povlaštenih dionica su, zbog manje izloženosti riziku, niže u usporedbi s dividendama vlasnika redovnih dionica. Ranija isplata dividende ide u prilog vlasnicima povlaštenih dionica zbog njihovog povlaštenog statusa, što vrijedi i za postupak likvidacije (Rončević, Vuković i Gregorić, 2021).

Izdavatelj dionica ima pravo i na njihov opoziv. Opoziv je mehanizam koji tvrtke koriste za uklanjanje vrijednosnih papira iz optjecaja. Postupak opoziva podrazumijeva obvezu isplate naknade vlasnicima vrijednosnih papira koji se povlače od strane izdavatelja, što može premašiti nominalnu vrijednost povlaštenih dionica. Opisana se razlika naziva premijom opoziva (Omerhodžić, 2013). Poduzeća obično pribjegavaju opozivu u situacijama kada ih tržišni uvjeti ili njihov financijski položaj onemogućuju u izdavanju dodatnih vrijednosnih papira.

Obveznice su vrijednosni papir kod kojih je izloženost rizicima ulaganja znatno niža u odnosu na ulaganja u dionice. Obveznice se mogu okarakterizirati kao ugovor i pisani instrument u kojem se izdavatelj obvezuje vratiti posuđeni iznos zajedno s pripadajućim kamatama vlasniku (vjerovniku) u odgovarajućem roku duljem od godinu dana (Prohaska, 1996), pri čemu kamate predstavljaju prinos na obveznice. Subjekti koji izdaju obveznice mogu biti država, lokalne samouprave (u obliku općinskih obveznica), banke i poduzeća. Ulaganje u obveznice izlaže klijenta različitim rizicima, kao što su kreditni rizik izdavatelja obveznice, fluktuacije kamatnih stopa, geopolitički rizik te rizik reinvestiranja (Domšić, 2019).

Korporativne obveznice izdaju poduzeća radi pribavljanja financijskih sredstava za poslovna ulaganja, s rokom trajanja od 10 do 30 godina. Unatoč tome što je rizičnije od državnih obveznica, ulaganje u korporativne obveznice može donijeti veće kapitalne dobitke (Brealey, Myers i Marcus, 2007).

Bitne komponente obveznice uključuju nominalnu vrijednost, datum dospijeca obveznice, sustav amortizacije i nominalnu kamatnu stopu. Nominalna vrijednost predstavlja iznos koji će imatelj obveznice dobiti na datum dospijeca obveznice. Obveznice mogu imati različite

rokove dospijea, kratkoročne, srednjoročne ili dugoročne, ovisno o izdavatelju i svrsi izdavanja obveznica. Sustav amortizacije uključuje otplatu glavnice i kamata putem kupona, s dvije vrste amortizacije: jednokratnom i višestrukom. Isplata nominalne kamate ili kupona ovisi o vrsti obveznice i dogovoru između izdavatelja i imatelja. Ulaganje u obveznice daje investitoru pravo na nominalnu vrijednost obveznice po dospijeu, potencijalnu zaradu od rasta tržišne vrijednosti i prihod od kamata po kuponu. Kamatne stope na obveznice mogu biti fiksne ili varijabilne, a postoje i obveznice bez kamate (kupona) (Orsag, 2011).

Sukladno navedenom, obveznice se prema kamatnoj stopi mogu podijeliti na beskamadne obveznice, obveznice s fiksnom te obveznice s promjenjivom kamatnom stopom. Obveznice koje nemaju kupone izdaju se na tržištu uz značajan popust u odnosu na prevladavajuće kamatne stope na tržištu. Ove obveznice predstavljaju značajan teret otplate za izdavatelja, a nude relativno veći prinos zbog nedostatka kamata i posljedičnog nižeg oporezivanja (Brealey, Myers i Marcus, 2007).

Druga vrsta obveznica je obveznica s fiksnom kamatom, koja predstavlja najjednostavniji oblik obveznice. Izdavanjem ovih obveznica se generira dugoročni fiksni trošak za društvo. Izdavanje obveznice s fiksnom kamatnom stopom također rezultira rizikom za izdavatelja jer ako tržišne kamatne stope padnu, izdavatelj je dužan platiti unaprijed dogovorenu kamatnu stopu što dovodi do potencijalnih gubitaka. Promjene kamatnih stopa imaju značajan utjecaj na vrijednost obveznica koje se drže u portfeljima poduzeća. Važno je istaknuti temeljni teorem koji tvrdi da je tržišna vrijednost obveznica obrnuto proporcionalna prevladavajućim kamatnim stopama (Živko, 2006). Mogućnost prijevremenog otkupa može ublažiti ili spriječiti ovaj problem. Prednost obveznica s fiksnom kamatnom stopom proizlazi iz činjenice da izdavatelj može predvidjeti količinu obveznica visinu obveza koje iz njih proizlaze te planirati poslovanje u skladu s utvrđenim iznosom obveza.

Treća vrsta obveznice je obveznica s varijabilnom kamatom je prikladna za razdoblja inflacije. Kamatna stopa varira, ovisno o djelatnosti i rizicima kojima su izložena pojedina poduzeća. Svrha ove obveznice je očuvanje financijske stabilnosti tvrtke u kritičnoj situaciji. Jedna od glavnih prednosti ulaganja u obveznice s varijabilnom kamatnom stopom za ulagača je potencijal za veće povrate u uvjetima rastućih kamatnih stopa (Živko, 2006). To je zato što se isplate kamata na obveznice povećavaju kako kamatne stope rastu, čime se osigurava zaštita od inflacije i potencijalno povećava ukupni povrat ulaganja.

Obveznice s varijabilnom kamatnom stopom često izdaju tvrtke, vlade i drugi subjekti koji imaju potrebu za fleksibilnim financiranjem koje se može prilagoditi promjenjivim tržišnim uvjetima. Ulagачi koji kupuju obveznice s varijabilnom kamatnom stopom obično traže zaštitu od rastućih kamatnih stopa, budući da će se isplata kupona na obveznicu povećati ako tržišne kamatne stope porastu (Brealey, Myers i Marcus, 2007). Prema KlačmeruČalopi i Cinguli (2012), moguće je da obveznice imaju kamatnu stopu koja ovisi o financijskim rezultatima poduzeća izdavatelja, te se nazivaju participativnim obveznicama.

Važan kriterij za podjelu obveznica je i podjela prema sustavu amortizacije. Kako navode KlačmerČalopa i Cingula (2012:150), obveznice se mogu kategorizirati i podijeliti na obveznice koje se amortiziraju na temelju jednokratnog ili višestrukog dospelja, pri čemu obveznice s jednostrukim dospeljem podliježu amortizaciji isključivo na kraju određenog vremenskog razdoblja, dok obveznice s višestrukim dospeljem podliježu amortizaciji u periodično, odnosno u jednakim vremenskim intervalima.

### **2.3. Vrste emisije vrijednosnih papira**

Emisija vrijednosnih papira ima značajnu ulogu u financiranju poduzeća na globalnoj razini, a posebice u zemljama s vrlo razvijenim i dinamičnim tržištima kapitala. Emisija vrijednosnih papira je proces izdavanja novih vrijednosnih papira kao na primjer dionica ili obveznica, kojima se trguje na tržištima kapitala u cilju prikupljanja sredstava za financiranje različitih aktivnosti (Orsag, 2011). Proces emisije vrijednosnih papira odnosi se, stoga, na stvaranje (generiranje), izdavanje i prodaju različitih vrsta vrijednosnih papira s posebnim naglaskom na obveznice, dionice te na ostale vrijednosne papire. Emisija financijskih vrijednosnih papira je složen proces koji zahtijeva pažljivo planiranje i izvođenje. Poduzeće prvo moraju odrediti vrstu i količinu vrijednosnih papira koju želi izdati te utvrditi odredbe i uvjete povezane sa svakim vrijednosnim papirom. To uključuje kamatnu stopu ili isplatu dividende, datum dospelja i sve druge relevantne pojedinosti. Nakon što se ti detalji utvrde, uobičajeno je započeti suradnju s investicijskim bankama te ostalim specijaliziranim financijskim institucijama kako bi se izvršila emisija vrijednosnih papira i njihova prodaja ulagačima (Veselica, 2000).

Cijena i količina novih vrijednosnih papira izdanih u emisiji ovise o ponudi i potražnji na tržištu kapitala. Investitori koji kupuju nove vrijednosne papire u emisiji obično da će dobiti povrat na ulaganje kroz redovitu isplatu kamata ili kroz povećanje vrijednosti vrijednosnih papira tijekom vremena (Orsag, 2011).

Jedna od ključnih prednosti emisije financijskih vrijednosnih papira je ta što poduzećima omogućuje pristup širokom spektru potencijalnih investitora. To može uključivati institucionalne ulagače u koje spadaju mirovinski fondovi i investicijski fondovi, kao i pojedinačni ulagači koji žele diversificirati svoje portfelje. Osim što tvrtkama omogućuje pristup kapitalu, emisija financijskih vrijednosnih papira također može pomoći u poboljšanju likvidnosti i transparentnosti na tržištu. Unatoč tim prednostima, emisija financijskih vrijednosnih papira također može biti rizičan proces. Poduzeća moraju pažljivo razmotriti svoju financijsku poziciju i svoju sposobnost otplate duga ili dividende povezane s vrijednosnim papirima koje izdaju. Također moraju biti svjesni mogućih regulatornih prepreka i drugih rizika povezanih s emisijom vrijednosnih papira. Razumijevanjem koristi i rizika povezanih s ovim procesom, tvrtke mogu donositi informirane odluke o tome kako najbolje prikupiti kapital i zadovoljiti potrebe svojih dionika (Orsag, 2011).

U nastavku rada će se definirati značajke emisije vrijednosnih papira prema nizu izdavanja (primarne i sekundarne emisije vrijednosnih papira) kao i značajke otvorene i ograničene emisije vrijednosnih papira.

Emisija vrijednosnih papira može biti primarna ili sekundarna. Primarna emisija vrijednosnih papira odnosi se na prvi put kada se izdaju nove vrijednosne papire, dok se sekundarna emisija odnosi na ponovnu prodaju postojećih vrijednosnih papira na tržištu (Nemet, 2020).

**Primarna emisija vrijednosnih papira** početna je ponuda novih vrijednosnih papira, poput dionica ili obveznica, od strane izdavatelja prema cjelokupnoj javnosti ili odabranoj skupini investitora. Također se naziva i ponudom primarnog tržišta. Primarno tržište se može definirati kao tržište s ponudom potražnjom za novim vrijednosnim papirima, poput obveznica i dionica. Te se vrijednosnice prodaju ulagačima s ciljem osiguranja potrebnog eksternog financiranja (Mishkin i Eakins, 2005). U primarnoj emisiji, izdavatelj prodaje novoizdane vrijednosne papire investitorima u zamjenu za kapital kojim se vrši financiranje poslovnih operacija ili financiranje novih projekata. Izdavatelj može koristiti usluge investicijske banke ili drugog financijskog posrednika u poslovima izrade ponude, pripreme dokumenata za objavu i plasmana vrijednosnih papira potencijalnim ulagačima.

Cijena vrijednosnih papira u primarnom izdanju obično se utvrđuje kroz proces procjene tržišne potražnje za vrijednosnim papirima te se sukladno potražnji određuje i cijena ponude novoizdanog vrijednosnog papira (Madura, 2014). Nakon što su vrijednosni papiri izdani i prodani, njima se počinje trgovati na sekundarnim tržištima, kao što su burze ili tržišta

obveznica, gdje ih ulagači mogu kupovati i prodavati. Primarne emisije vrijednosnih papira važan su izvor kapitala za poduzeća, ali i vlade i druge subjekte koji trebaju prikupiti sredstva za razne svrhe. Ulagači koji sudjeluju u primarnoj emisiji vrijednosnica uobičajeno financiraju rane faze rasta poduzeća ili financiraju važnih projekata rasta.

**Sekundarna emisija vrijednosnih papira**, također poznata kao ponuda na sekundarnom tržištu kapitala, je prodaja prethodno izdanih financijskih vrijednosnih papira od strane njihovih sadašnjih vlasnika novim ulagačima. Drugim riječima, to je trgovina postojećim vrijednosnim papirima među investitorima putem sekundarnog tržišta, kao što su burze ili tržišta obveznica (Mishkin i Eakins, 2005).

U sekundarnoj emisiji vrijednosnih papira, njihov izdavatelj ne prima nikakve prihode od prodaje budući da su vrijednosni papiri već u optjecaju. Umjesto toga, prihod od prodaje ide sadašnjim imateljima vrijednosnih papira koji ih prodaju. Sekundarna izdanja osiguravaju likvidnost na tržištu kapitala jer omogućuju ulagačima kupnju i prodaju vrijednosnih papira bez potrebe da izdavanja novih vrijednosnih papira. Prodaja vrijednosnica na sekundarnom tržištu kapitala također pruža ulagačima priliku za prilagodbu visine udjele na temelju svojih investicijskih ciljeva ulaganja ili prilagodbu tržišnim uvjetima. Cijenu vrijednosnih papira u sekundarnoj emisiji određuje odnos ponude i potražnje na tržištu, a ne izdavatelj (Madura, 2014).

Na osnovu prethodno navedenog, u tablici 1 su sažeto prikazane temeljne značajke primarne i sekundarne emisije vrijednosnih papira.

**Tablica 1. Temeljne značajke primarne i sekundarne emisije vrijednosnih papira**

	<b>Primarna emisija</b>	<b>Sekundarna emisija</b>
Izdavatelj	Poduzeće, vlada ili druga institucija	Ne sudjeluje u sekundarnoj emisiji
Vrsta vrijednosnica	Novi vrijednosni papiri	Postojeći vrijednosni papiri
Posrednik	Investicijska banka	Brokeri i dileri na burzi vrijednosnih papira
Temeljna uloga	Financiranje rasta i razvoja poduzeća	Kupoprodaja, reputacija i održavanje likvidnosti

Izvor: izrada autora

Podaci prikazani u tablici 1 pokazuju da u primarnoj emisiji vrijednosnica, tvrtka ili institucija koja izdaje vrijednosne papire (kao što su dionice ili obveznice) surađuje s investicijskom bankom izdavanju i distribuciji novih vrijednosnih papira ulagačima. Investicijska banka

obično pomaže izdavatelju postaviti uvjete vrijednosnih papira, kao što su ponuđena cijena, broj dionica i naknade za preuzimanje. Investicijska banka zatim prodaje vrijednosne papire investitorima i zarađuje proviziju za svoje usluge.

U sekundarnoj emisiji, ulagači kupuju i prodaju postojeće vrijednosne papire na burzi. Burza pruža platformu za trgovanje vrijednosnim papirima, a brokeri, dileri ili upravitelji fondova olakšavaju transakcije. Izdavatelj vrijednosnih papira ne sudjeluje izravno na sekundarnom tržištu, ali tržišna aktivnost može utjecati na vrijednost vrijednosnih papira i reputaciju poduzeća.

**Otvorena emisija financijskih instrumenata** je proces izdavanja financijskih instrumenata, poput dionica ili obveznica, koji se provodi uz pomoć specijaliziranih financijskih organizacija, obično investicijskih banaka. Poduzeća koja žele izdati financijske instrumente i financijski posrednici poput investicijskih banaka mogu provesti otvorenu emisiju na nekoliko načina, kao što su „dogovorna kupnja, kupnja nadmetanjem, komisija ili emisija s prospektom“ (Orsag, 2002: 155). Prikaz vrsta otvorene emisije vrijednosnih papira pokazuje da vrste emisije vrijednosnih papira čine „kontinuum koji započinje od dogovorne prodaje s jednim potencijalnim kupcem, do emisije otvorene za mnoge potencijalne kupce ili ponude ograničene na nekoliko kupaca. Na izbor vrste otvorene emisije vrijednosnih papira utječu različiti faktori, a ponajviše veličina transakcije i stupanj koncentracije u gospodarskom sektoru u kojem poduzeće posluje“ (Ianotta, 2010: 122). Uz navedene čimbenike je nužno istaknuti i sigurnost te predvidivost količine i vrijednosti financiranja koja će se prikupiti putem određene vrste otvorene emisije vrijednosnih papira.

**Dogovorna kupnja** u sklopu otvorene emisije vrijednosnih papira je postupak u kojem se izdavatelj i financijski posrednik, koji je najčešće investicijska banka, unaprijed sklope dogovore o cijeni i količini vrijednosnih papira koje će posrednik kupiti od izdavatelja. U ovom postupku cijena i količina se prethodno dogovaraju, što znači da izdavatelj neće provesti ponudu za kupnju svojih vrijednosnih papira na tržištu, već to čini investicijska banka (Orsag, 2002).

Dogovorna kupnja se najčešće koristi kada izdavatelj želi osigurati da će svi emitirani vrijednosni papiri biti prodani. Iz navedenog proizlazi da su sigurnost i predvidivost te brzina izvedbe prodaje vrijednosnih papira najznačajnije prednosti dogovorne kupnje kao podvrste otvorene emisije vrijednosnih papira. Sigurnost prodaje je značajka dogovorne kupnje jer se izdavatelj može osigurati od rizika neprodanih vrijednosnih papira zato što financijski



posrednik (investicijska banka) preuzima obvezu kupnje svih izdanih vrijednosnih papira po unaprijed dogovorenoj cijeni. Na sigurnost prodaje se nadovezuje i predvidljivost prikupljenih sredstava jer izdavatelj može predvidjeti koliko će novca prikupiti od prodaje vrijednosnih papira, budući da su cijena i količina unaprijed dogovorene. Dogovorna kupnja je brža i jednostavnija u usporedbi s ponudom za kupnju putem javne ponude ili nadmetanja te ju je stoga poželjno koristiti u situacijama kada poduzeće treba u kratkom vremenskom roku pribaviti financijska sredstva i osigurati likvidnost za nove investicije i projekte (Ianotta, 2010).

Nedostaci dogovorne kupnje vrijednosnih papira su potencijalni niži prihodi jer je cijena po kojoj financijski posrednik kupuje vrijednosne papire unaprijed dogovorena, pa izdavatelj može propustiti priliku za zaradu ako se cijena poveća nakon primarne emisije vrijednosnih papira putem dogovorne kupnje. Značajno niža razina transparentnosti u odnosu na javne ponude predstavlja ključan nedostatak dogovorne kupnje u odnosu na druge oblike otvorene emisije vrijednosnih papira. Investitori na javnim ponudama vrijednosnih papira imaju jasan uvid u podatke o količini i cijeni prodanih vrijednosnih papira, dok dogovorna kupnja može biti manje transparentna jer detalji ne moraju biti poznati javnosti. Ujedno je važno naglasiti nedostatak koji proizlazi iz potencijalnog konflikta interesa od strane financijskog posrednika (investicijske banke) pri dogovornoj kupnji. Investicijska banka može imati konflikt interesa jer predstavlja izdavatelja i kupuje vrijednosne papire od njega te joj može biti u interesu ostvariti što veću razliku između kupovne cijene vrijednosnica od izdavatelja i prodajne cijene od ulagača (Tuch, 2005).

**Kupnja nadmetanjem** se odnosi na nabavu vrijednosnih papira na tržištu putem konkurentskog procesa u kojem sudjeluju pozvani potencijalni ulagači u vrijednosne papire. „Oblik nadmetanja znači da se investicijske grupe nadmeću za pravo kupnje emisije na licitaciji“ (Veselica, 2000: 231). Primarni cilj ovog procesa je postići optimalnu cijenu za izdane vrijednosne papire. Naime, izdavatelj poziva zainteresirane kupce da dostave ponude za kupnju određene količine vrijednosnih papira po unaprijed utvrđenoj cijeni. Nakon toga, potencijalni kupci ulaze u proces nadmetanja ili aukcije, pri čemu onaj koji ponudi najviše ili onaj s najpovoljnijim uvjetima ima privilegiju kupnje vrijednosnih papira (Veselica, 2000).

Ova metoda se obično koristi kada postoji potreba za prodajom značajnog broja vrijednosnih papira i više potencijalnih kupaca iskaže interes. Često se koristi u prodaji državnih obveznica, korporativnih obveznica i drugih vrijednosnih papira. Glavna prednost kupnje nadmetanjem je vezana uz značajku da se prodavatelju omogućuje postizanje najpovoljnije

cijene za izdane vrijednosne papire. Međutim, postoje nedostaci, kao što je složen, skup, a često i dugotrajan proces pripreme nadmetanja. Nedostatak je vezan i uz značajku da se u procesu nadmetanja može ograničiti broj potencijalnih kupaca zainteresiranih za stjecanje određenih vrijednosnih papira, a ograničenjem broja kupaca nije moguće postići realnu cijenu ili cijenu koja bi u optimalnim uvjetima mogla biti postignuta samo da se nadmetanjem obuhvate svi zainteresirani ulagači (Che i Kim, 2010).

**Komisija** ili komisijska prodaja vrijednosnica je oblik otvorene emisije vrijednosnih papira u kojem se investicijska banka javlja kao posrednik u prodaji vrijednosnica između izdavatelja i zainteresiranih ulagača. Stoga je komisijsku prodaju vrijednosnih papira moguće odrediti kao postupak pri kojem vlasnik vrijednosnih papira angažira usluge posrednika, treće strane ili komisionara (investicijske banke) kako bi se omogućila prodaja vrijednosnih papira u njegovo ime, u zamjenu za proviziju na postignutu prodajnu cijenu vrijednosnica. Djelujući kao poveznica između prodavatelja i kupca, investicijska banka ili komisionar poduzima potrebne radnje kako bi se osigurala neometana i učinkovita prodaju vrijednosnih papira. Tako Slakoper ističe da je osnovni razlog primjene odredaba ugovora o komisiji na ugovore o upravljanju portfeljem usklađivanje ugovora o komisiji s ugovorima o prodaji, budući da oba uključuju poslove koje komisionar obavlja u ime komitenta. (Slakoper, 2006). Provizijska prodaja vrijednosnih papira prvenstveno se koristi za tvrtke koje nemaju značajno priznanje ili veličinu, zbog čega je investicijskim bankarima nepraktično preuzeti povezane rizike. Ovaj pristup ističe se isplativošću (Mateljan, 2015). Prodaja vrijednosnih papira temeljena na proviziji koristi se i u situacijama kao što je prodaja dionica u vlasništvu manjinskih dioničara, likvidacija vrijednosnih papira tijekom stečajnog postupka, otuđenje vrijednosnih papira u vlasništvu institucionalnih ulagača ili fondova i distribucija vrijednosnih papira koji su ostali neaktivan na računu dulje vrijeme.

Proces komisijske prodaje vrijednosnih papira obično se provodi tako što prodavatelj daje ovlaštenje komisionaru da proda svoje vrijednosne papire po unaprijed određenoj cijeni ili cijeni koju određuje tržište. Komisionar zatim oglašava vrijednosne papire za prodaju i traži potencijalne kupce. Po pronalasku kupca, komisionar ulazi u pregovore oko cijene i uvjeta prodaje te nakon toga obavlja transakciju u ime prodavatelja. Komisionar naplaćuje naknadu za svoje usluge u obliku provizije, obično predstavljene kao postotak vrijednosti transakcije. Nakon obavljene transakcije, komisionar isplaćuje prodavatelju preostali iznos dobiven oduzimanjem provizije i ostalih troškova (Mateljan, 2015).

**Emisija s prospektom** je složen postupak emisije vrijednosnih papira. Kako ističe Čulinović-Herc (2003), cilj tržišta kapitala je zaštita investitora, što se odnosi na dioničare i vjerovnike trgovačkih društava. Zaštita ulagatelja obuhvaća dvije dimenzije - pružanje informacija o društvu i njegovim financijskim izvještajima te o prava koja stječe imatelj vrijednosnih papira. Glavni instrument zaštite koji izdavatelj mora objaviti pri izdavanju vrijednosnih papira javnom ponudom je upravo prospekt. U njemu se nalaze svi relevantni podaci o društvu, a potencijalni ulagatelji mogu odlučiti hoće li uložiti svoj novac u to društvo ili ne. Informacije u prospektu moraju biti istinite i potpune, a svi ulagatelji trebaju imati jednaki pristup informacijama. Prospekt je stoga ključna komponenta pri izdavanju novih vrijednosnih papira na tržištu kapitala te bez prospekta nije moguće osigurati prikupljanje sredstava od ulagatelja u zamjenu za novoizdane vrijednosne papire. Sam prospekt se ubraja u službene dokumente koji pružaju sveobuhvatne i detaljne podatke o tome tko je izdavatelj vrijednosnice, ponudi konkretnih vrijednosnih papira, uvjetima i ciljevima izdavanja, kao i o potencijalnim rizicima, troškovima i drugim relevantnim informacijama koje mogu utjecati na odluku ulagača da uloži u ove vrijednosne papire (Čulinović-Herc, 2009).

Iz prethodno navedenog se zaključuje da je prospekt obvezujući dokument koji je potrebno dostaviti potencijalnim ulagateljima kako bi se smanjila rizičnost ulaganja koja proizlazi iz asimetričnih informacija, odnosno kako bi ulagači mogli donijeti informirane odluke o kupnji vrijednosnih papira. Emisija s prospektom se uobičajeno koristi za ponudu velikih količina vrijednosnih papira, u vidu korporativnih obveznica ili dionica. Procedura za izdavanje prospekta je skupa i dugotrajna te stoga zahtijeva značajnu pozornost izdavatelja vrijednosnih papira kako bi se postigao uspjeh na tržištu kapitala.

Uz emisiju s prospektom kao širi pojam za emisiju vrijednosnih papira putem otvorene ponude, potrebno je spomenuti i postupak prvog izlaska na tržište kapitala ili uvođenja na tržište putem inicijalne javne ponude. Emisija s prospektom oblik je neizravne javne ponude vrijednosnih papira te uključuje prodaju vrijednosnih papira široj javnosti ili institucionalnim ulagačima korištenjem prospekta koji detaljno opisuje relevantne informacije vezane uz vrijednosne papire za koje je investitor zainteresiran. Ova vrsta izdavanja obuhvaća i nove i postojeće vrijednosne papire koje je prodao izdavatelj pa obuhvaća i primarnu i sekundarnu ponudu dionica. Suprotno tome, inicijalna javna ponuda (IPO) predstavlja poseban oblik emisije u kojem tvrtka u privatnom vlasništvu odlučuje postati subjekt kojim se javno trguje tako što prvi put ustupa dionice široj javnosti. Prema Rončeviću, Vukoviću i Gregoriću (2021), inicijalna javna ponuda (IPO) dionica odnosi se na primarno izdavanje dionica

poduzeća općoj investitorskoj javnosti. Tvrtka obično angažira usluge posrednika, kao što je investicijska banka, da nadzire proces IPO-a, uključujući određivanje cijene, promociju i prodaju dionica. Proces IPO-a provodi se pod visokom razinom regulatornog nadzora, pri čemu tvrtka mora precizno formulirati i podnijeti Komisiji za vrijednosne papire i burzu izjavu o registraciji u kojoj su sadržane sveobuhvatne informacije o njezinom financijskom i operativnom stanju. Inicijalna javna ponuda (IPO) je stoga specifična emisije izdanja koja uključuje početni prijelaz privatne tvrtke u subjekt kojim se javno trguje na tržištu kapitala.

Proces inicijalne javne ponude se provodi kroz niz koraka. U prvom koraku se planira proces IPO-a, uključujući vrijeme ponude, iznos (broj) vrijednosnica, planiranje ciljane cijene i drugih aspekata inicijalne javne ponude. Zatim se odabire financijski i pravni savjetnik te se izrađuje prospekt, koji se dostavlja na odobrenje regulatoru, a u RH je to Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). Po odobrenju od strane HANFA-e, pristupa se promociji ponude dionica na prikladnim javnim događanjima, s ciljem dobivanja povratnih informacija o interesu za vrijednosnice koje se po prvi put uvrštavaju na tržište kapitala. Konačna cijena ponude se određuje nakon završetka promocije, a nakon završetka procesa, vrijednosnice mogu uvrstiti se na domaću Zagrebačku burzu ili na međunarodne burze. Proces provedbe inicijalne javne ponude se strogo regulira u cilju transparentne provedbe, kako bi se dioničarima i investitorima omogućilo stjecanje povjerenje u prethodno privatno poduzeće koje se odlučilo na emisiju dionica (ili drugih vrijednosnica) i kako bi se potaknuo zdrav rast tvrtke kroz prikupljanje novca od javnih investitora (Rončević i sur., 2021).

Na temelju prikazanih vrsti otvorenih emisija vrijednosnih papira koje se kreću od privatnih do potpuno javnih ponuda, zaključuje se da svako poduzeće ima širok spektar mogućnosti odabira načina ponude ovisno o konkretnim ciljevima financiranja poduzeća emisijom vrijednosnih papira.

**Ograničena emisija vrijednosnih papira** se provodi kada poduzeća izdaju vrijednosne papire samo određenoj skupini ulagača. Ova skupina ulagača obično se sastoji od institucionalnih ulagača u koje je moguće svrstati različite fondove (mirovinske i investicijske) kao i investicijske banke i osiguravajuća društva. Ova vrsta emisije može uključivati korporativne i državne vrijednosne papire. Međutim, ranjivost ovakve emisije proizlazi iz činjenice da je ograničena na uski krug ulagača, što ju čini rizičnijom od otvorene emisije. Razlog zašto je ova emisija rizičnija je taj što nema „prave zaštite“ za same ulagače jer u samoj emisiji ne sudjeluju financijski posrednici, a time nije osigurana ni regulatorna zaštita ulagača kao u otvorenim emisijama. Unatoč tome, prednost za poduzeća je ta što mogu

prikupiti ogromne količine financijskih sredstava u relativno kratkom vremenskom razdoblju, a troškovi provedbe emisije su znatno niži. Ograničena emisija vrijednosnih papira je učinkovit način za prikupljanje kapitala, ali zbog svoje nesigurnosti u odnosu na otvorenu emisiju može biti znatno rizičnija za ulagače. Poduzeća koja planiraju ograničenu emisiju trebaju pažljivo razmotriti rizike i prednosti te vrste emisije i provjeriti jesu li financijski sposobna za preuzimanje takvih rizika, a ulagači trebaju biti posebno oprezni zbog potencijalno niske razine zaštite njihovih prava (Orsag, 2011).

Na temelju prethodnog opisa ograničene emisije vrijednosnih papira, moguće je izdvojiti nekoliko ključnih značajki navedenog procesa. Ograničena emisija vrijednosnih papira osmišljena je za odabranu grupu ulagača, kao što su institucionalni ulagači, kvalificirani ulagači, trenutni dioničari, osoblje i drugi kvalificirani dionici. Navedena vrsta emisije ne podrazumijeva javnu ponudu vrijednosnih papira, stoga se javno ne promiče ulaganje. Umjesto toga, ponuda je ograničena na određenu skupinu ulagača. Ograničena emisija usmjerena na određenu skupinu ulagača i obično nosi višu razinu rizika u usporedbi s javnom ponudom. To je zbog mogućnosti da ulagači nemaju dovoljno informacija o dostupnim vrijednosnim papirima, što može rezultirati nepotpunom prosudbom o izloženosti rizicima ulaganja. Tvrtka može imati koristi od ograničene emisije zbog nepostojanja troškova vezanih uz oglašavanje i regulatorno izvješćivanje, što rezultira smanjenjem troškova izlaganja. Smanjena transparentnost posljedica je provođenja ograničene emisije, jer su ulagači uskraćeni za pristup cjelovitim podacima o izdavatelju i vrijednosnicama, a ti su podaci inače dostupni putem javne ponude.

Tri su načina provedbe ograničene emisije vrijednosnih papira, i to: „privatni plasman, ograničeni javni plasman i uvođenje“ (Orsag, 2002: 152).

**Privatni plasman** je način emitiranja vrijednosnih papira kojim se ta sredstva distribuiraju unaprijed definiranim kupcima. Ova metoda nudi alternativu poduzećima koja nisu organizirana kao dionička društva i koja se ne mogu plasirati na javno tržište kapitala na kojem već posluju druga dionička društva. Međutim, privatni plasman nosi rizik za ulagače jer kad se ti financijski instrumenti jednom pridruže na tržištu kapitala, mogu se suočiti s dodatnim troškovima. Ovaj pristup uključuje identifikaciju potencijalnih investitora, uključujući mirovinske fondove, uzajamne fondove, imućne pojedince i financijske institucije, nakon čega slijedi prodaja vrijednosnih papira od strane poduzeća zainteresiranim investitorima.

Pod privatnim plasmanom vrijednosnica se, stoga, podrazumijeva ponuda novoizdanih vrijednosnih papira poduzeća ciljanoj skupini ulagača izvan javnih tržišta. Privatno plasiranje vrijednosnih papira pruža tvrtkama priliku za stjecanje kapitala izvan konvencionalnih javnih tržišta kapitala, kao što su burze. Ovaj je pristup obično prikladan za tvrtke kojima nedostaje veličina ili resursi potrebni za uključivanje u inicijalnu javnu ponudu (IPO) i predavljanje svojih dionica na javnim tržištima kapitala. Privatno plasiranje vrijednosnih papira je ograničeno i nedostupno široj javnosti, što rezultira smanjenom transparentnošću i ograničenom dostupnošću informacija o aktivnostima društva. Povijesno gledano, privatni plasman vrijednosnih papira karakterizirala je niska likvidnost, što ga čini poželjnom opcijom ulaganja samo za velike financijske institucije ili institucionalne ulagače koji posjeduju kapacitet i volju za stjecanjem te takvu imovinu zadržati (Radić, 2021).

**Ograničeno javno plasiranje** vrijednosnih papira odnosi se na postupak izdavanja vrijednosnih papira ograničenoj skupini ulagatelja, uz zadržavanje određene razine transparentnosti u tom procesu. To podrazumijeva da tvrtka otkriva informacije o izdanju i izgledima za ulaganje, ali samo odabrana skupina ulagača može sudjelovati u ponudi. Za razliku od privatnog plasmana, ograničeni javni plasman uključuje određeni stupanj otvorenosti i vidljivosti u izdavanju vrijednosnih papira, što može privući širi raspon potencijalnih ulagača koji prethodno nisu bili uključeni u privatni plasman. Nadalje, financijski posrednici, poput investicijskih banaka i brokera, mogu igrati ulogu u olakšavanju distribucije vrijednosnih papira tijekom ograničenog javnog plasmana. Unatoč tome, ograničeno javno plasiranje podrazumijeva ograničenja broja ulagatelja koji mogu sudjelovati u ponudi, čime se umanjuje njezina otvorenost i transparentnost u usporedbi s javnom ponudom vrijednosnih papira. Troškovi povezani s izdavanjem vrijednosnih papira često su veći od onih koji nastaju pri privatnom plasmanu (Radić, 2021). Prema Veselici (2000), temeljna značajka ograničenog javnog plasmana jest da je, s obzirom na mogućnost pristupa financiranju ograničena i orijentirana na određene skupine ulagača, pri čemu ne moraju svi ulagači biti unaprijed poznati.

Postupak uvođenja podrazumijeva uvrštenje vrijednosnih papira na organizirana tržišta kapitala, kao što su burze. Nakon privatnog i ograničenog javnog plasmana, tvrtke imaju izbor uvesti svoje vrijednosne papire na tržište kapitala, omogućujući svim investitorima da ih slobodno kupuju i prodaju. Ovaj proces također može uključivati prijenos trgovanja vrijednosnim papirima na drugo sekundarno tržište, čime se otvara pristup novim ulagačima i potencijalno većem tržištu. Opcija uvođenja je vrlo korisna za poduzeća jer može povećati

likvidnost i vrijednost njihovih vrijednosnih papira, kao i povećati dostupnost kapitala za buduće poslovne pothvate (Veselica, 2000). Na temelju značajki i pojava oblika ograničeno financiranja se može zaključiti da poduzeća donose odluke o ograničenoj emisiji zbog niza čimbenika. Ograničena emisija služi kao alternativa otvorenoj emisiji, koje se događa kada se vrijednosni papiri prodaju na otvorenom tržištu, dostupnom svim potencijalnim ulagačima. Zadržavanje visokog stupnja kontrole nad vlasništvom i upravljanjem te očuvanje stabilnosti vlasničke strukture je često razlog za odabir ograničene emisije vrijednosnica. Usmjerenost na specijalizirane investitore koji posjeduju velike količine kapitala i opsežno znanje o ulaganju u vrijednosne papire za poduzeće predstavlja potencijalnu prednost što je također važan razlog odabira ograničene emisije.

#### **2.4. Regulatorni okvir za provjeru i odobrenje prospekta te izvršenje ostalih obveza vezanih uz uvrštavanje vrijednosnih papira na tržište kapitala**

Koncept regulacije javne ponude i uvrštenja vrijednosnih papira na uređeno tržište kapitala u RH obuhvaća nekoliko komponenti. To uključuje Zakon o tržištu kapitala i pripadajuće podzakonske propise, Uredbu o prospektu i njezine izmjene, kao i provedbene i delegirane akte Europske unije. Štoviše, uključene su i smjernice i drugi dokumenti izdani od strane „Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala“ (Matek i Poljak, 2019).

Regulatorna agencija u čijoj je nadležnosti emisija vrijednosnica je „Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga“ (HANFA). U svojem djelokrugu rada, HANFA je sukladno europskoj pravnoj stečevini, u 2021. godini izdala „Smjernice o provjeri i odobrenju prospekta te o izvršavanju ostalih obveza u vezi s javnom ponudom i uvrštenjem vrijednosnih papira na uređeno tržište“. Navedeni dokument je nastao temeljem Uredbe (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća (od 14. lipnja 2017.) te putem propisa istaknutih u Zakonu o tržištu kapitala (NN 65/18 i 17/20; dalje: ZTK). „Propisi EU određuju regulatorni okvir financijskih usluga koji se implementira u zakone država članica“ (Matek i Poljak, 2019: 87) , pa tako i u zakonodavstvo Republike Hrvatske.

Prije detaljnijeg prikaza HANFA-inih smjernica, obrazložit će se zahtjevi koji proizlaze iz prethodno spomenute Uredbe (EU). Uredbu (EU) 2017/1129, donijeli su Europski parlament i Vijeće 14. lipnja 2017. Uredba se odnosi na izdavanje prospekta u slučaju kada se vrijednosni papiri stavljaju na raspolaganje široj javnosti i njima se naknadno trguje na financijskim

tržištima unutar Europske unije. Uredbom je zamijenjena Direktiva 2003/71/EZ i ima značajan značaj za pružanje usluga kupoprodaje vrijednosnih papira na području EU. Primarni cilj ove Uredbe je osigurati viši stupanj zaštite ulagatelja kroz provedbu propisa koji uređuju sastavljanje, odobravanje i distribuciju prospekta povezanih s javnom ponudom ili trgovanjem na uređenom tržištu.

Prospekt je opsežan pisani dokument koji pruža detaljne informacije o izdavatelju i vrijednosnim papirima koje nudi. Obuhvaća bitne informacije o poslovanju izdavatelja i mogućim rizicima povezanim s ulaganjem u određene vrste vrijednosnih papira. Navedenom uredbom uvode se novi propisi u vezi s ponudama za mala i srednja poduzeća s ciljem poboljšanja njihove pozicije i dostupnosti financiranju putem uređenih tržišta kapitala (Matek i Poljak, 2019).

HANFA-ine Smjernice izrađene su kako bi zadovoljile potrebe izdavatelja, ponuditelja koji svoje vrijednosne papire žele uvrstiti na uređeno tržište. Smjernice služe kao cjelovit izvor informacija o procesu podnošenja zahtjeva za suglasnost HANFE na prospekt kojim se obuhvaća javna ponuda te prospekt uvrštavanje vrijednosnih papira na tržište kapitala. Također, Smjernice imaju za cilj upoznati sudionike na tržištu kapitala njihovim pravima i obvezama koje se odnose na javnu ponudu kao i na uvrštenje vrijednosnih papira, a koja su propisana Uredbom o prospektu i ZTK (HANFA, 2021).

Smjernice HANFA-e odnose na različite vrste zahtjeva koje HANFA zaprima vezano uz upis vrijednosnih papira na tržište kapitala sukladno Uredbi o prospektu i ZTK. Smjernice se odnose na šest vrsta zahtjeva, koji se sastoje od: „zahtjeva za odobrenje prospekta, zahtjeva za odobrenje univerzalnog registracijskog dokumenta i sigurnosne obavijesti, zahtjeva za donošenje odluke o odobrenju dopunskog prospekta, zahtjev za izostavljanje informacija iz prospekta, zahtjeva za obavijest i prijenos odobrenja prospekta drugom nadležnom tijelu u državama članicama“ (HANFA, 2021). Smjernice koje se odnose na odobrenje prospekta primjenjuju se i na ostale vrste zahtjeva navedene u njima te daju cjelovite upute i informacije o postupku prijave, te evaluaciji i izdavanju odobrenja za prospekt od strane HANFE (Radić, 2021).

HANFA kao nadležno tijelo provjerava sadržaj zahtjeva i propisanih priloga zahtjeva temeljem kriterija provjere sadržaja nacрта prospekta. Podnositelj zahtjeva treba dostaviti HANFI zahtjev i priloge u elektroničkom obliku putem sustava za dostavu podataka u



elektroničkom obliku. Zahtjev se sastavlja koristeći obrazac ZP<sup>1</sup>, koji se dostavlja u PDF formatu s naprednim elektroničkim potpisom. Prilozi se također dostavljaju u elektroničkom obliku u PDF formatu, osim ako se radi o originalnoj punomoći za zastupanje ili njezinoj preslici ovjerenoj kod javnog bilježnika. Potrebno je platiti naknadu HANFI u skladu s važećim pravilnikom, a ostale propisane dokumente i informacije treba priložiti prema Smjernicama. Pod pratećom dokumentacije se podrazumijeva dostavljanje podneska s obrazloženjem Zahtjeva, nacrt projekta sukladno zahtjevu, punomoć za zastupanje pred HANFOM ako je podnositelj zahtjeva imenovao punomoćnika da ga predstavlja te potvrdu o uplati naknada koje se uplaćuju HANFI (HANFA, 2021).

U podnesku s obrazloženjem Zahtjeva nužno moraju biti navedeni svi potrebni podaci. Konkretno, zahtjev bi trebao sadržavati sljedeće podatke:

1. Ako je Podnositelj zahtjeva tvrtka, potrebno je navesti njezino sjedište, poslovnu adresu i OIB. Ako je Podnositelj fizička osoba, potrebno je navesti njezino ime i prezime, adresu prebivališta kao i OIB,
2. U obrazloženju zahtjeva se obrazlaže sama potreba za upućivanjem zahtjeva i navodi se o kojoj se vrsti prospekta radi - prospekt izdanja te prospekt ponude i/ili uvrštenja,
3. Potrebno je navesti podatke o vrsti vrijednosnih papira koji se žele uvrstiti na uređeno tržište ili se isti papiri žele ponuditi na kupoprodaju na uređenom tržištu,
4. Za ponudu ili izdanje je važno navesti novčanu protuvrijednost, ako je takav podatak moguće ustupiti.
5. Kontakt podatke osobe za kontakt kako bi HANFA mogla kontaktirati odgovornu osobu u svrhu odobrenja prospekta,
6. Obrazloženje okolnosti sukladno odredbama članka 18. Uredbe o prospektu, u slučaju da podnositelj upućuje zahtjev u kojem traži izostavljanje određenih podataka iz prospekta sukladno čl. 18. koji je naveden u Uredbi o prospektu,
7. Druge podatke koji su važni prema stajalištu podnositelja i
8. Listu dokumenata koja se prilaže Zahtjevu (HANFA, 2021).

Ove informacije su bitne za postupak odobrenja prospekta kojim se vrijednosni papiri nude/uvrštavaju na uređeno tržište kako bi HANFA mogla evaluirati zahtjev i odlučiti o njegovom odobrenju temeljem relevantnih kriterija.

---

<sup>1</sup>Obrazac ZP predstavlja ključni instrument za regulaciju i nadzor financijskih tržišta u Hrvatskoj. Njime se osigurava da se svi relevantni akteri na tržištu pridržavaju se zakona i propisa, čime se stvara povjerenje investitora i održava integritet financijskih tržišta. Ovaj obrazac, zajedno s postupkom koji ga prati, igra ključnu ulogu u održavanju stabilnog i transparentnog financijskog okruženja u zemlji. (HANFA, 2021).

Prva ili inicijalna verzija prospekta, kao i svi naknadni nacrti, elektronički se dostavljaju HANFI u formatu koji omogućuje pretraživanje određenog teksta ili ključnih riječi. Ovaj postupak služi kao učinkovita i brza metoda za pregled nacrt prospekta. HANFA može zatražiti od podnositelja i dostavu drugih dokumenata. Kako bi se ispunili regulatorni zahtjevi, HANFA-i je nužno dostaviti ovjerenu presliku zapisnika s glavne skupštine izdavatelja kako bi se potvrdilo da se odlučilo o izdavanju, kao i o ponudi ilio uvrštavanju vrijednosnih papira na uređeno tržište. Uz to, potrebno je osigurati preslike odluka drugog nadležnog tijela, kao što je upravni i/ili nadzorni odbor ili upravni odbor. HANFA također može zahtijevati prijevode ili objašnjenja za pojedine pojmove koji se nalaze u dostavljenoj dokumentaciji. Nadalje, od podnositelja se može tražiti da potvrdi da su svi podaci dostavljeni HANFA-sukladni s domaćim zakonima kojima se provodi Direktiva 2004/109/EZ Europske unije (HANFA, 2021).

Smisao ove izjave podnositelja proizlazi iz potrebe da potvrdi da su ispunjeni svi zakonski propisi u vezi s objavljivanjem informacija o vrijednosnim papirima te da su sve potrebne informacije dostupne javnosti. Opisana je izjava potrebna kada izdavatelj predstavlja nacrt univerzalnog registracijskog dokumenta kojeg je potrebno odobriti ili kadase podnosi dokument bez prethodnog odobrenja ciljem stjecanja statusa čestog izdavatelja. HANFA ima pravo od podnositelja zahtjeva zatražiti objašnjenje u vezi s postupkom ispunjenja zahtjeva za izmjenama ili dodatnim informacijama iz čl. 9. st. 9. Uredbe o prospektu, što je uobičajeno kada se univerzalni registracijski dokument dostavlja bez da je prethodno odobren. Uz navedenu dokumentaciju, HANFA može zatražiti i druge relevantne podatke ili dokumentaciju u svrhu provedbe provjere i odobrenja prospekta (HANFA, 2021).

Po primitku zahtjeva Podnositelja, HANFA kontakt osobi promptno dostavlja potvrdu zaprimanja putem elektroničke pošte. Potvrda treba biti poslana u krajnjem roku do završetka drugog radnog dana od dana kada je zahtjev zaprimljen u računalni sustav HANFE. Potvrda ujedno treba sadržavati klasifikaciju predmeta pod kojim je Zahtjev podnesen, kao i podatke za kontakt predstavnika HANFE koji može odgovoriti na sva pitanja u vezi sa Zahtjevom.

HANFA ima objektivne i jasne temeljne kriterije koji se koriste prilikom ocjene nacrt prospekta, a to su kriteriji potpunosti, razumljivosti i dosljednosti financijskih informacija, kao i pregled izloženosti podnositelja zahtjeva rizicima. Podnositelj zahtjeva u težnji za ispunjenjem kriterija potpunosti, razumljivosti i dosljednosti financijskih informacija treba zadovoljiti obveze za objavu financijskih informacija u prospektu u skladu s europskim

propisima i HANFINIM smjernicama koje se odnose na prikaz alternativnih pokazatelja (mjera) uspješnosti u poslovanju poduzeća.

Prospekt treba sadržavati financijska izvješća za određena razdoblja, a važno je osigurati usporedivost tih izvješća, bilo da su konsolidirana ili nekonsolidirana. Podnositelj zahtjeva je odgovoran osigurati da su financijski podaci u prospektu usklađeni s revidiranim i/ili nerevidiranim financijskim izvješćima. Ovi financijski izvještaji također se koriste u izračunu alternativnih mjera uspješnosti. Podnositelj zahtjeva mora pripremiti financijska izvješća kao i okvir financijskog izvještavanja. Postoje posebne smjernice za prikaz stanja bilance i računa dobiti i gubitka u prospektu.

Podnositelj zahtjeva mora točno izračunati promjene u financijskim informacijama i udio pojedinačnih financijskih informacija. To podrazumijeva razlikovanje usporednih pokazatelja prikazanih u bilančnim stavkama i stavkama iz računa dobiti i gubitka. Na primjer, u bilanci se uspoređuje stanje na dan 31.12. na prethodno razdoblje, npr. 30. rujna. Pri analizi računa dobiti i gubitka pojedine stavke iz jedne poslovne godine uspoređuju se s istom stavkom iz prethodne godine. Ključno je da se financijska izvješća usklađena s važećim financijskim okvirom za izdavatelje vrijednosnih papira te sa odredbama koje su navedene u Delegiranoj uredbi (EU) 2019/980. (HANFA, 2021).

Uz osiguranje potpunosti, razumljivosti i dosljednosti financijskih instrumenata, podnositelj zahtjeva ima obvezu realno predstaviti analizu izloženosti rizicima u odjeljku prospekta pod nazivom „Čimbenici rizika“. U tom je odjeljku potrebno detaljno opisati specifične rizike povezane s izdavateljem i/ili vrijednosnim papirima. Ovi rizici moraju biti proizlaziti iz podataka i informacija koji su podneseni u dokument koji sadrži obavijest o vrijednosnicama kao i u dokumentu za registraciju. Razina rizika se procjenjuje na temelju njihove vjerojatnosti i potencijalnog negativnog utjecaja na poslovanje poduzeća (Hladika i Marić, 2014). Izdavatelj mora detaljno navesti najkritičnije rizike, uključujući procjenu njihove vjerojatnosti i učinka na izdavatelja i/ili vrijednosne papire, rangirajući ih u kategorije niske, srednje ili visoke razine rizika. Prikaz čimbenika rizika mora biti dosljedan u cijelom prospektu.

Prilikom utvrđivanja rizika jedinstvenih za izdavatelja, moraju se uzeti u obzir i ključna revizijska pitanja sukladno izvješću neovisnog revizora. HANFA slijedi smjernice Uredbe o prospektima za procjenu važnosti i prikaza čimbenika rizika, ovisno o njihovoj prirodi i kategoriji, tijekom postupka provjere i odobravanja prospekta (HANFA, 2021).

HANFA može naložiti podnositelju i provedbu izmjena nacrt projekta. U slučaju da Agencija tijekom postupka pregleda ocijeni da podneseni projekt nije razumljiv, dosljedan ili potpun, Agencija može zatražiti izmjene ili dopune nacrt prospekta i/ili popratnih dokumenata. Ukoliko podnositelj zahtjeva zatraži pismenu obavijest o promjenama, HANFA će se pridržavati odredbi Zakona o općem upravnom postupku (NN 47/09, 110/21) i o tome obavijestiti podnositelja zahtjeva poštom.

HANFA će obavijestiti podnositelja zahtjeva u inicijalnom zahtjevu za izmjene koji se šalje e-poštom. Rok za dostavu potrebnih izmjena i/ili dopuna ovisi o opsegu i složenosti potrebnih izmjena ili dopuna. HANFA ima ovlast zatražiti dodatne izmjene i nadopune projekta i prateće dokumentacije i u slučaju nerazumljivosti ili nelogičnosti u nacrtu projekta, odnosno u slučajevima kada nacrt projekta nije adekvatne kvalitete ili nije adekvatno organiziran te su potrebne njegove izmjene i/ili dopune (HANFA, 2021).

HANFA načelno određuje rok za dostavu dopuna ili izmjena nacrt prospekta. Međutim, ako je potrebno, podnositelj zahtjeva može zatražiti produljenje roka prije isteka roka koji je HANFA odredila. Zahtjev za produljenje podnositelj upućuje e-poštom naznačenoj kontakt osobi u HANFI. Podnositelj zahtjeva mora dati razumljivo i opravdano obrazloženje zahtjeva za produljenje i navesti novi rok. HANFA će produljenje odobriti ako ocijeni da su razlozi za zahtjev opravdani te pritom utvrđuje novi rok prilagođen konkretnim okolnostima koje je istaknuo podnositelj. U suprotnom, HANFA će zahtjev odbiti. Podnositelj zahtjeva se obavještava o odluci putem e-pošte, osim ako ne zatraži pismenu obavijest (HANFA, 2021).

Podnositelj je dužan HANFI dostaviti izmijenjeni i dopunjeni nacrt prospekta prije roka navedenog u Tehničkoj uputi. To mora biti učinjeno na način propisan uputom te je Agenciji potrebno dostaviti tri verzije nacrt prospekta. Ove verzije uključuju označenu verziju s jasnim izmjenama, pročišćenu verziju te obrazloženje svake izmjene i dopune nastale kao odgovor na primjedbe HANFE (istaknute u opciji *Trackchanges*). Ako su promjene očite same po sebi, dovoljno je istaknuti u kojim su dijelovima prospekta napravljene izmjene i/ili dopune. Uz nacrt prospekta podnositelj je dužan dostaviti i ostalu potrebnu dokumentaciju prema zahtjevima HANFE. Ukoliko Podnositelj zahtjeva ne želi ili nije u mogućnosti izvršiti potrebne izmjene ili dopune, HANFA zadržava pravo uskratiti odobrenje prospekta uz navođenje razloga za takvu odluku (HANFA, 2021).

HANFA će putem e-pošte komunicirati s Podnositeljem zahtjeva kako bi ga obavijestila o statusu Zahtjeva i zatražila dostavu konačne verzije prospekta na odobrenje nakon što je

utvrdila da ispunjava sve temeljne kriterije za odobrenje prospekta. Zahtjev će se smatrati valjanim ako HANFA potvrdi da je nacrt prospekta u skladu sa zakonskim propisima i sadrži svu potrebnu dokumentaciju. Konačna verzija prospekta dostavljena je HANFI na autorizaciju u neizmijenjenom elektroničkom obliku, točnije kao PDF datoteka. Uključeni su skenirani potpisi osoba odgovornih za sadržaj prospekta, zajedno sa svim relevantnim informacijama iz čl. 42. st. 2. Delegirane Uredbe 2019/980 koja zahtijeva da se navedene koji su podaci ažurirani u usporedbi s prethodno poslanom verzijom (HANFA, 2021).

U slučaju da su odredbe čl. 42. st. 2. Delegirane Uredbe 2019/980 ostale nepromijenjene, podnositelj zahtjeva dužan je dostaviti izjavu koja sadrži potpise svih osoba odgovornih za informacije sadržane u prospektu, zajedno s konačnom verzijom navedenog prospekta. Ovom se izjavom mora potvrditi da, osim izmjena učinjenih tijekom postupka odobrenja prospekta, nisu napravljene daljnje izmjene prethodno dostavljenog nacrt prospekta ili bilo koje prethodno dostavljene dokumentacije sukladno čl. 42. st. 2. Uredbe 2019/980 (HANFA, 2021).

Po odlučivanju o Zahtjevu, HANFA postupa hitno s najkasnijim rokom do isteka radnog dana kada je donijeta odluka. Njezina je obveza pravodobno objaviti odluku o odobrenju prospekta na svojim internetskim stranicama te dostaviti fizički primjerak podnositelju zahtjeva ili njegovom opunomoćeniku.

Prospekt je nakon odobrenja nužno javno objaviti. Sukladno odredbama ZTK, ponuditelj ima pravo objaviti prospekt tek nakon HANFA-inog odobrenja (čl. 349. ZTK) (Čulinović-Herc i Zubović, 2016). Osoba odgovorna za prospekt mora osigurati da bude dostupan javnosti ponude vrijednosnica na uređenom tržištu. U slučaju inicijalne javne ponude, prospekt mora biti dostupan najmanje šest radnih dana prije završetka ponude. Ukoliko konačna cijena ponude i/ili količina vrijednosnih papira nije sadržana u prospektu, isti se dostavlja HANFI kako je propisano u čl. 17. st. 2. Uredbe o prospektu (HANFA, 2021).

U slučaju da konačni uvjeti vrijednosnih papira navedeni ni u prospektu ni u pratećoj dokumentaciji, Podnositelj je te podatke dužan objaviti zajedno s posebnim sažetkom za svako pojedino izdanje, a preferira se da su podaci dostupni prije samog početka ponude ili uvrštenja vrijednosnica na uređeno tržište. Konačne uvjete i sažetak potrebno je dostaviti HANFI, pridržavajući se odgovarajućih smjernica (Čulinović-Herc i Zubović, 2016).

Prilikom popunjavanja ZP obrasca Podnositelj je dužan priložiti određenu dokumentaciju, uključujući i podnesak s obrazloženjem koji sadrži različite podatke i informacije poput

podataka o tvrtki, sjedištu, poslovnoj adresi, OIB-u podnositelja ili osobnim podacima fizičke osobe. Podnesak također mora sadržavati popis dokumenata koji se dostavljaju kao prilog, kontakt podatke osobe odgovorne za komunikaciju i sve druge dodatne bitne podatke ili informacije koje podnositelj smatra potrebnima (HANFA, 2021).

U slučaju da se nakon prvog odobrenja osnovnog prospekta pojave značajne nove informacije, pogreške ili netočnosti, Podnositelj zahtjeva mora odmah pripremiti dopunu. Ova izmjena je ključna u osiguravanju točne procjene vrijednosti vrijednosnih papira. Regulatorno tijelo, HANFA, pregledat će i odobriti dodatak na jednak način kao i prtvorni prospekt, s naglaskom na njegovu temeljitost i usklađenost. Nadalje, dopuna mora biti objavljena jednako kao i sam prospekt. Kako navodi Skerlev, odluka o odobrenju prospekta smatra se pozitivnom odlukom nadležnog tijela, ističući njenu sveobuhvatnu i lako razumljivu prirodu (Skerlev, 2015).

Ako je potrebno, dopunjuje se i sažetak, zajedno s prijevodima, kako bi se pružile potpune nadopunjene informacije na temelju kojih potencijalni ulagači mogu donijeti objektivne odluke o isplativosti i rizicima ulaganja (HANFA, 2021).

U skladu s propisima navedenim u Uredbi o prospektu, države članice mogu izuzeti podnositelja od obveze objave prospekta, ako ukupni iznos naknada koje se naplaćuju za vrijednosnice izdavatelja unutar EU ne prelazi prag od 8.000.000 EURu razdoblju od 12 mjeseci. Republika Hrvatska također je utvrdila ovaj prag od 8.000.000 eura. U Hrvatskoj izdavatelji i ponuditelji nemaju obvezu objave prospekta tijekom javne ponude vrijednosnih papira ako ukupni iznos naknade ostane ispod tog praga, što je potvrdila HANFA 2021., osim ako su vrijednosnice uvrštene i kotiraju na hrvatskom tržištu kapitala. Izdavatelj vrijednosnice od 1.000.000 EUR do 8.000.000 EUR te svejedno dužan javnosti pružiti ključne podatke, na lako dostupan i pravodoban način. Minimalni oblik i sadržaj ovog dokumenta propisuje HANFA. Izdavatelj i/ili ponuditelj nije obavezan obavijestiti HANFA-u o korištenju izuzeća od obveze objave prospekta.

### **3. PRIKAZ SADRŽAJA PROSPEKTA UVRŠTENJA U KOTACIJU JAVNIH DIONIČKIH DRUŠTAVA PODUZEĆA ERICSSON NIKOLA TESLA, d.d.**

Sadržaj prospekta uvrštenja u kotaciju javnih dioničkih društava poduzeća Ericsson Nikola Tesla, d.d. informira zainteresirane korisnike o vrijednosnim papirima koji su se uvrstili na tržište kapitala te pruža detaljne podatke o čimbenicima rizika kao i o izdavatelju dionica te o predmetu poslovanja izdavatelja. U cilju što bolje informiranosti ulagača, u prospektu su sadržani i podaci o imovini te zaduženosti i dobiti i gubitku izdavatelja kao i o reviziji temeljnih financijskih izvješća. Navedeni su i podaci o odgovornim osobama te interesu članova uprave i nadzornog odbora. Na kraju prospekta su dostupne opće informacije o odobrenjima, promjenama nakon izdavanja prospekta, revizorima, obrtnom kapitalu te dokumentaciji koju zainteresirani ulagači mogu dobiti na uvid (Ericsson Nikola Tesla, 2023). Savjetnik pri uvrštenju u kotaciju javnih dioničkih društava je bila investicijska banka Raiffeisen bank, a prospekt je izrađen 2003. godine kada su dionice predstavljenog poduzeća uvrštene u kotaciju javnih dioničkih društava.

#### **3.1. Opći podaci o vrijednosnicama poduzeća Ericsson-Nikola Tesla**

U općim podaci su predstavljeni o tvrtki Ericsson Nikola Tesla, dioničkom društvu koje proizvodi telekomunikacijske sustave i uređaje. Glavni je ured tvrtke smješten u Zagrebu, Hrvatska, na adresi Krapinska 45. Kapital tvrtke podijeljen je na 1.331.650 redovnih dionica, od kojih je svaka s nominalnom vrijednošću od 300 kuna. Nadalje se obrazlaže da su dionice tvrtke dematerijalizirane i postoje samo kao elektronički zapisi u računalnom sustavu Središnje depozitarne agencije (SDA), te da svaka dionica nosi jedan glas na skupštini dioničara. Dionice tvrtke registrirane su pri SDA pod kodom ERNT-R-A. Obrazložena su i prava dioničara te je istaknuto da dioničari imaju pravo sudjelovati u raspodjeli dobiti i donošenju odluka na skupštini dioničara (Ericsson Nikola Tesla, 2023). U prikazu obveza izdavatelja je istaknuto da je poduzeće obvezno sazvati skupštinu najmanje jednom godišnje, a dioničare treba obavijestiti o važnim odlukama i poslovnom rezultatu. Također je obrađen porezni tretman dionica. Danas (2023.) se porez na kapitalnu dobit oporezuje s 10% (Porezna uprava, 2023).

### 3.2. Prikaz čimbenika rizika

U sklopu prikaza čimbenika rizika kojima je izloženo poduzeće Ericsson Nikola Tesla obuhvaćeni su politički i tržišni rizici, financijski rizici te tehnološki i operativni rizici. Također su istaknuti rizici vezani uz ljudske potencijale te uz onečišćenje okoliša.

U svezi s političkim rizicima je istaknuto da poduzeće većinu svoje prodaje ostvaruje izvozom u zemlje Europe, Afrike i Azije. Izdavatelj također uvozi većinu telekomunikacijskih usluga s pratećom opremom iz inozemstva. Stabilnost i uspješnost u međunarodnim gospodarskim odnosima su, stoga, bitni čimbenici poslovanja izdavatelja te je poslovanje izloženo rizicima uvođenja međunarodnih sankcija i međudržavnih sukoba. U vrijeme kada je prospekt izdan, 2003. godine, Republika Hrvatska je još uvijek prolazila kroz fazu tranzicije iz jednog političko-gospodarskog sustava u drugi, zbog čega pravni i regulatorni poslovni okvir još nije bio potpuno izgrađen, a sudska praksa se još nije bila dovoljno iskristalizirala te je istaknuto da izvršna vlast i zakonodavac mogu donošenjem propisa bitno utjecati na stanje u djelatnosti izdavatelja. (Ericsson Nikola Tesla, 2023).

U svezi s tržišnim rizicima, opisani su rizici izloženosti intenzivnoj konkurenciji u telekomunikacijskom sektoru u svijetu i na regionalnoj razini, te je istaknuto kako ti trendovi utječu na poslovanje Izdavatelja. Izdavatelj je, u vrijeme izdavanja prospekta, uspio zadržati rast prodaje, posebno u izvozu na tržišta poput Rusije, Švedske, Bjelorusije, Bosne i Hercegovine, Crne Gore, Sudana, Ukrajine i drugih. Međutim, izvozna ekspanzija donosi i rizike, kao što su fluktuacije cijena nafte i specifičnosti tih tržišta uz naglašeni intenzitet konkurencije. U sklopu financijskih rizika je bila osobito naglašena izloženost valutnim rizicima, zbog ovisnosti međunarodne trgovine o tečaju američkog dolara (USD) (Ericsson Nikola Tesla, 2023).

Tehnologija Izdavatelja se temelji na tehnološkim dostignućima Ericsson grupe. Zaposlenici Izdavatelja se educiraju o korištenju tehnologije te je kašnjenje u primjeni novih tehnoloških rješenja smanjeno zahvaljujući Centru za istraživanje i razvoj u Hrvatskoj. Djelatnost Izdavatelja se veže primarno uz fiksnu telefoniju i bilježi se pad prodaje na tom području, što dovodi do smanjenja sredstava namijenjenih za razvoj tehnologije. Kao rezultat, Izdavatelj ovisi o odlukama grupacije Ericsson vezano uz smanjenje dostupnih sredstava za istraživanje i razvoj (Ericsson Nikola Tesla, 2023).



U analizi rizika vezanih uz ljudske potencijale, istaknuto je da se uspjeh Izdavatelja uvelike se može zahvaliti njihovim visokokvalificiranim i iskusnim zaposlenicima koji su educirani za dostizanje vrlo uspješnih poslovnih rezultata. Dodatno, učinkovito upravljanje na svim razinama odigralo je značajnu ulogu u njihovom uspjehu. Izdavač veliki naglasak stavlja na edukaciju zaposlenika, što je posebno važno s obzirom na njihovu pripadnost telekomunikacijskoj industriji. Dok su troškovi osoblja u Hrvatskoj povoljniji nego u zapadnoj Europi, konkurenti Izdavatelja u istočnoj Europi i Aziji imaju niže troškove. Izdavač planira provesti organizacijske promjene usmjerene na smanjenje broja zaposlenika, što može rezultirati povećanjem izdataka za otpremnine. Ovo je važno jer se Izdavatelj okreće i ka korištenju usluga drugih tvrtki. Jedan rizik koji treba uzeti u obzir je mogućnost da ključni menadžeri i stručnjaci napuste tvrtku (Ericsson Nikola Tesla, 2023).

U svezi s rizicima vezanim uz onečišćenje okoliša je istaknuto da su proizvodni pogodni prvenstveno bili korišteni za proizvodnju tiskanih pločica i standardne površinske obrade. Ti su procesi uključivali korištenje različitih opasnih kemikalija, što je rezultiralo proizvodnjom različitih vrsta opasnog otpada. Izdavatelj je 1996. godine započeo s implementacijom sustava zaštite okoliša kako bi se podigla ukupna razina ekološke održivosti u poslovanju. Sustav je uključivao zamjenu štetnih kemikalija s manje štetnima. Audit sustava za zaštite okoliša uglavnom se fokusiraju na aktivnosti površinske obrade za koje je utvrđeno da su sukladni sa zahtjevima. Međutim, nije moguće procijeniti troškove sanacije potencijalnih utjecaja na okoliš uslijed eventualnih nesreća (Ericsson Nikola Tesla, 2023).

### **3.3. Podaci o izdavatelju vrijednosnica**

Ericsson Nikola Tesla d.d., ugledna hrvatska tvrtka, vodeći je specijalizirani proizvođač i izvoznik telekomunikacijske opreme, softverskih rješenja i usluga u srednjoj i istočnoj Europi. Nastala transformacijom cijjenjenog društvenog poduzeća "Nikola Tesla", poznatog po proizvodnji telekomunikacijskih sustava i uređaja, ova tvrtka utjelovljuje osebujni pravni okvir bivše Jugoslavije. Njegovo osnivanje 13. svibnja 1995., sa značajnim temeljnim kapitalom od 501.366.225 HRK, učvrstilo je njegovu prisutnost u industriji, nakon čega se registriralo na cijjenjenom Trgovačkom sudu u Zagrebu 13. lipnja 1995. Značajno, strateška odluka donesena tijekom glavne skupštine dioničari su 17. prosinca 1998. smanjili temeljni kapital za 101.871.225 kuna na 399.495.000 kuna. Nakon isteka šestomjesečnog roka za reklamaciju u studenom 1999. godine, društvo je uredno isplatilo 101.067 tisuća kuna, od čega je 804.000 kuna raspoređeno u vlastite dionice. Ovo smanjenje kapitala ostvareno je usklađivanjem nominalne vrijednosti izdanih dionica sa 100 DEM na 300 kuna. Uz

Telefonaktiebolaget LM Ericsson kao glavnog dioničara koji drži impresivnih 49,07 posto dionica, a mali dioničari koji posjeduju 48,18 posto, preostalih 2,75 posto dionica bile su u vlasništvu cijenjenog Fonda za privatizaciju na dan 30. travnja 2003. (Ericsson Nikola Tesla, 2023.).

### **3.4. Podaci o djelatnosti izdavatelja**

Primarna funkcija Izdavatelja uključuje kreiranje i pružanje programskih rješenja i usluga u sektoru telekomunikacija, bavljenje projektiranjem i integracijom integralnih komunikacijskih rješenja za operatere u telekomunikacijskom sektoru, pružanje specijaliziranih informacijskih i komunikacijskih usluga za poslovni sektor te provođenje testiranja, prodaje i održavanja komunikacijskih sustava i rješenja. U sklopu podataka o djelatnosti izdavatelja su transparentno prikazani i podaci o nagradama i priznanjima za poslovanje poduzeća, ali i podaci o sudskim i drugim sporovima u koje je poduzeće bilo uključeno u trenutku izdavanja prospekta za uvrštenje u kotaciju javnih dioničkih društava (Ericsson Nikola Tesla, 2023).

### **3.5. Podaci o imovini, zaduženosti, dobiti i gubitcima poduzeća te obavljenoj reviziji**

U prospektu je prikazana usporedba podataka o ukupnoj aktivi poduzeća na 31.12.2002. i 01.04.2003. godine. Ukupna aktiva je na posljednji dan 2002. iznosila 1 438 048 000 kn, a na dan 01.04.2003. je iznosila 1 492 894 000 kn. Na dan 31.12.2002. koeficijent zaduženosti je iznosio 30%, a tri mjeseca kasnije se smanjio na 27%. Iskazana je neto dobit u 2002. godini u visini od 130 032 000 kn uz zaradu po dionici od 98,96 kn, a na tromjesečnoj razini u 2003. godini je ostvareno 39 611 000 kn dobiti uz zaradu po dionici od 30,14 kn. Reviziju financijskih izvještaja izvršila je tvrtka Arthur Andersen d.o.o., koja je pozitivno ocijenila dostavljena izvješća. Revizija je provedena sukladno Međunarodnim revizijskim standardima, dok su financijska izvješća sastavljena prema Međunarodnim financijskim standardima izvještavanja, kako je propisano Zakonom o računovodstvu RH (Ericsson Nikola Tesla, 2023).

### **3.6. Ostale informacije**

U prospektu poduzeća Ericsson Nikola Tesla su navedeni interesi članova uprave i nadzornog odbora. Jedan član nadzornog odbora je u vrijeme izdavanja prospekta posjedovao pet dionica poduzeća, dok ostali članovi uprave i nadzornog odbora nisu ujedno bili i dioničari poduzeća. U općim informacijama su istaknuti podaci o odobrenju za objavu prospekta za uvrštenje poduzeća u kotaciju javnih dioničkih društava. Komisija za vrijednosne papire

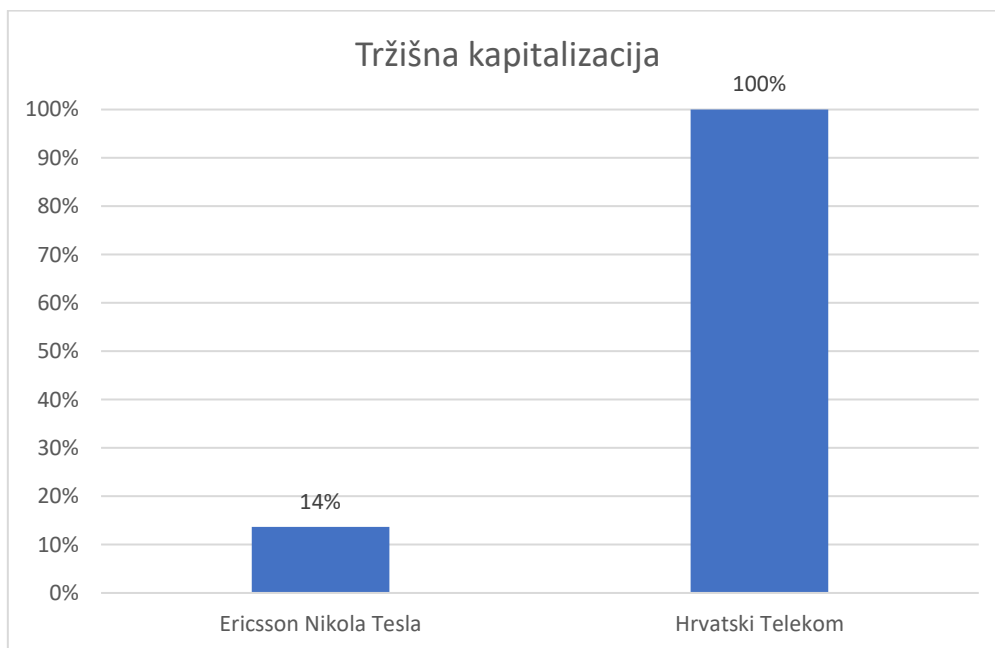
Republike Hrvatske dala je suglasnost za izdavanje prospekta, a uprava i nadzorni odbor prihvatili su i potpisali prospekt. Sva ovlaštenja i suglasnosti su u skladu s relevantnim propisima Republike Hrvatske koji su izdani ili dobiveni za prospekt (Ericsson Nikola Tesla, 2023).

#### 4. USPOREDBA TRGOVANJA DIONICAMA ERICSSONA NIKOLE TESLE S PODUZEĆEM U POVEZANOM INDUSTRIJSKOM SEKTORU

Za usporedbu značajki trgovanja dionicama poduzeća Ericsson Nikola Tesla s poduzećem koje posluje u povezanom industrijskom sektoru odabrano je poduzeće Hrvatski Telekom d.d. Kriteriji za usporedbu su tržišna kapitalizacija, tržišna cijena dionica te visina dividende i zarade po dionici.

Na grafikonu 1 je prikazana tržišna kapitalizacija odabranih poduzeća. Tržišna kapitalizacija je pokazatelj kojim se određuje kolika je ukupna vrijednost poduzeća na uređenom tržištu kapitala.

**Grafikon 1. Tržišna kapitalizacija poduzeća Ericsson Nikola Tesla, d.d. i Hrvatski Telekom, d.d.**



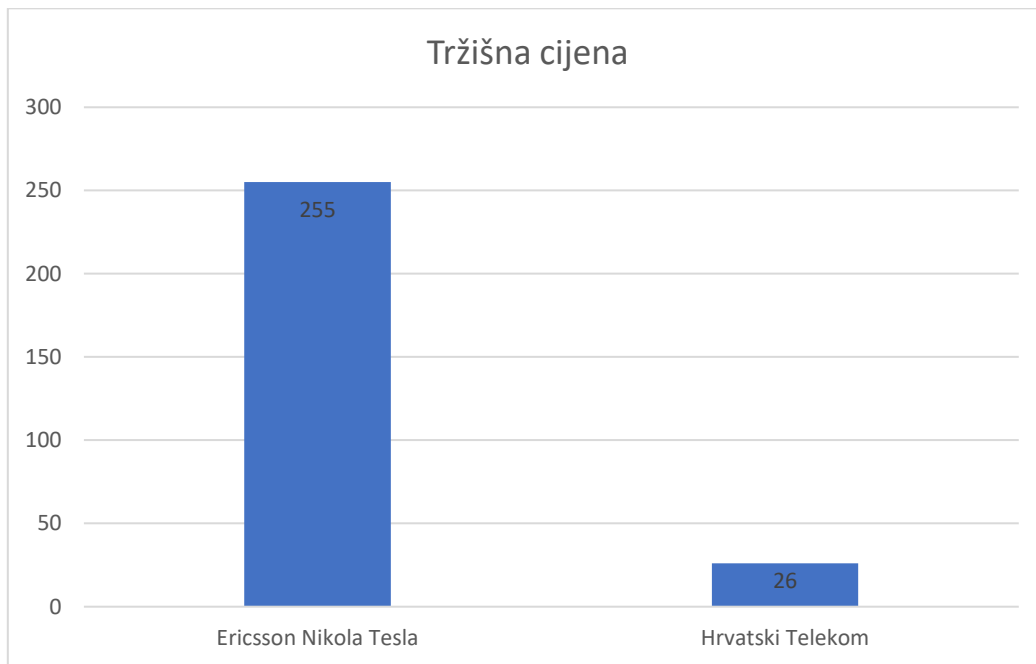
Izvor: [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRHT00RA0005&tab=stock\\_info](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRHT00RA0005&tab=stock_info), 10.09.2023.

Podaci o tržišnoj kapitalizaciji odabranih poduzeća prikazati su kao postotni udjeli te je vidljivo da je tržišna kapitalizacija poduzeća Ericsson Nikola Tesla znatno niža te iznosi tek 14% ukupne tržišne kapitalizacije poduzeća Hrvatski Telekom. Navedeni pokazatelj ukazuje na činjenicu da se poduzeće Ericsson Nikola Tesla d.d. u manjem obujmu i vrijednosti dionica oslanja na financiranje putem uređenog tržišta kapitala u odnosu na poduzeće Hrvatski

Telekom d.d. Tako je tržišna kapitalizacija Ericssona Nikola Tesla, d.d. 279,65 milijuna eura u odnosu na 2048,14 milijuna eura tržišne kapitalizacije poduzeća Hrvatski Telekom d.d.

Odabrana poduzeća također imaju znatno različite omjere tržišne cijene po dionici što je prikazano na grafikonu 2.

**Grafikon 2. Omjer tržišnih cijena dionica poduzeća Ericsson Nikola Tesla, d.d. i Hrvatski Telekom, d.d.**



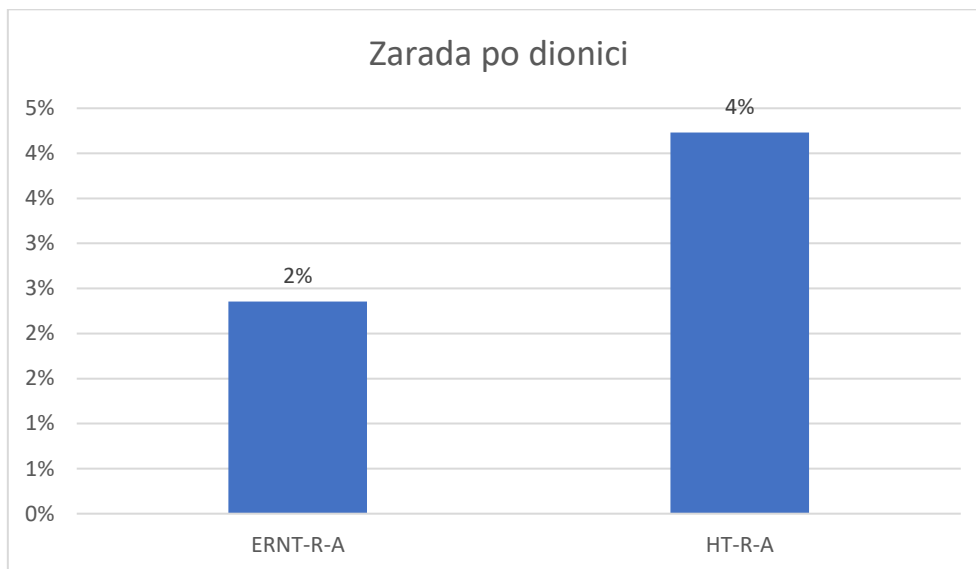
Izvor: [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRHT00RA0005&tab=stock\\_info](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRHT00RA0005&tab=stock_info), 10.09.2023.

Kako je vidljivo iz tablice 2, poduzeće Ericsson Nikola Tesla koje ima manju tržišnu kapitalizaciju te je ponuda dionica ovog poduzeća manja, postiže višestruko višu tržišnu cijenu u odnosu na Hrvatski Telekom. Prikazana razlika u tržišnoj cijeni dionice je, naravno, i odraz konkurentnosti poduzeća na tržištu kapitala, kao i početne (nominalne) cijene dionice koja će biti prikazana u narednom grafikonu. Tako je tržišna cijena dionice Ericsson Nikola Tesla d.d. 255 €, a tržišna cijena Hrvatskog Telekom d.d. je 26 €. Tržišna cijena dionice ERNT-R-A je 9,81 puta veća u odnosu na tržišnu cijenu dionice HT-R-A. Značajna ulaganja u visokospecijalizirani kadar te izvozna orijentacija Ericssona Nikole Tesle razlog su opstojnosti i trenda rasta dionice ERNT-R-A na tržištu kapitala.

Dividenda je za dionicu poduzeća ERNT-R-A za 2023. godinu iznosila 6,00 €, a za dionicu poduzeća HT-R-A je iznosila 1,1 €. Na temelju podataka o dividendi i cijeni dionice, moguće je izračunati zaradu po dionici kao pokazatelj koji u značajnoj mjeri utječe na motivaciju

investitora za kupnju dionica. Podaci o zaradi po dionici odabranih poduzeća prikazani su na grafikonu 3.

**Grafikon 3. Zarada po dionici poduzeća ERNT-R-A i HT-R-A**



Izvor: [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRHT00RA0005&tab=stock\\_info](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRHT00RA0005&tab=stock_info), 10.09.2023.

Na temelju pokazatelja zarade po dionici se zaključuje da je omjer dividende (zarade) i cijene (ulaganja) u dionicu dvostruko viši za poduzeće Hrvatski Telekom d.d. što obrazlaže motivaciju investitora u navedenu dionicu. Kod dionice ERNT-R-A je izraženija perspektiva dugoročnog rasta dionice kao motivacija za investitore.

U osvrtu na odabire načina financiranja odabranih poduzeća je važno naglasiti da je stupanj oslanjanja na financiranje putem emisije vrijednosnih papira na tržištu kapitala uvelike ovisan o karakteristikama samog tržišta. Iz primjera je vidljivo da je tržišna kapitalizacija Hrvatskog Telekoma d.d. viša u odnosu na Ericsson Nikolu Teslu. Problem takve odluke proizlazi iz činjenice da je hrvatsko tržište kapitala i dalje nedovoljno razvijeno da bi samostalno predstavljalo stup eksternog financiranja poduzeća te je hrvatsko gospodarstvo tradicionalno bankocentrično. Radi se o malom tržištu s ograničenim brojem institucionalnih investitora, od kojih glavninu čine mirovinski fondovi koji akumuliraju individualnu štednju građana iz II. stupa mirovinskog osiguranja. To znači da je razina aktivnosti na tržištu kapitala ujedno povezana sa stopom zaposlenosti u Hrvatskoj te sa dinamičnim poslovnim ciklusima na tržištu rada. Kako su u hrvatskom gospodarstvu navedena kretanja vrlo volatilna, može se ocijeniti da je ispravnije u većoj mjeri diferencirati eksterne izvore financiranja poduzeća i ne ovisi previše o tržištu kapitala, što je slučaj kod poduzeća Ericsson Nikola Tesla s manjom tržišnom kapitalizacijom, ali visokim potencijalima rasta.

## 5. ZAKLJUČAK

U radu je prikazano financiranje poduzeća emisijom vrijednosnih papira. Financiranje poduzeća je ključan preduvjet njegova rasta i razvoja te dostizanja ciljeva u poslovanju, a najšire se može podijeliti na vlastito i eksterno ili tuđe financiranje. Vlastito financiranje je financiranje vlastitim sredstvima, a eksterno financiranje može biti bankovno ili dugovno financiranje te financiranje emisijom vrijednosnih papira. Postoje i druge vrste financiranja poput *mezzanine* financiranja ili skupnog financiranja (*crowdfunding*).

Emisija vrijednosnih papira se može podijeliti na primarnu i sekundarnu te na otvorenu i ograničenu emisiju. Primarna emisija podrazumijeva izdavanje novih vrijednosnih papira kojima se dalje trguje na tržištu kapitala putem burzi i drugih posrednika u sekundarnoj emisiji. Otvorena emisija se može provesti putem dogovorne kupnje, kupnje nadmetanjem te putem komisijske prodaje i emisije s prospektom. Vrste ograničene emisije vrijednosnih papira su privatni plasman, ograničeni javni plasman te uvođenje vrijednosnih papira na tržište kapitala. Otvorena emisija vrijednosnica ima značajne prednosti za ulagače zbog transparentnosti informacija i bolje razine zaštite njihovih interesa.

Ponuda i uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište kapitala u RH provodi se sukladno Uredbi (EU) 2017/1129, Zakonu o tržištu kapitala te podzakonskim aktima. HANFA je kao regulatorna agencija izdala Smjernice za provjeru i odobrenje prospekta te izvršenje ostalih obveza vezanih uz uvrštavanje vrijednosnih papira na tržište kapitala. Nakon dostave, HANFA provjerava zahtjeve za upis vrijednosnih papira. Pritom primjenjuje kriterije za provjeru prospekta koji se odnose na potpunost, razumljivost, dosljednost i razina izloženosti rizicima. HANFA ima ovlaštenje za traženje izmjena nacrtu prospekta prije njegova konačnog odobrenja koje treba biti javno objavljeno.

U radu je prikazan sadržaj skraćenog prospekta poduzeća Ericsson Nikola Tesla. Prospekt za uvrštenje Ericssona Nikole Tesle, d.d., na javno dioničko tržište daje sveobuhvatne informacije zainteresiranim stranama o dionicama i poslovanju izdavatelja, uključujući čimbenike rizika, financijska izvješća te podatke o odgovornim osobama. Dodatno, prospekt pokriva opće informacije o odobrenjima, revizorima, obrtnom kapitalu i dostupnoj dokumentaciji koju potencijalni ulagači mogu dobiti na uvid.

U konačnici su uspoređene dionice poduzeća Ericsson Nikole Tesle i Hrvatskog Telekomu. Primarna područja usporedbe obuhvaćala su tržišnu kapitalizaciju, tržišnu cijenu dionice, dividendu i zaradu po dionici. Razlika između tržišnih cijena dionica Ericssona Nikole Tesle i

Hrvatskog Telekoma je značajna, pri čemu su dionice Ericssona Nikole Tesle procijenjene približno 9,81 puta više od dionica Hrvatskog Telekoma. Hrvatski Telekom ima viši omjer dividende i cijene dionice od Ericssona Nikole Tesle što može biti motivacija za kupnju od strane investitora, dok su investitori u Ericsson Nikola Tesla d.d. motivirani prvotno mogućnostima dugoročnog rasta. U Hrvatskoj je tržište kapitala nerazvijeno, a gospodarstvo se pretežno oslanja na banke za financiranje. Kako bi prevladao ograničenja tržišta kapitala, Ericsson Nikola Tesla se manje oslanja na tržište kapitala u odnosu na HT, d.d.



## LITERATURA

1. Bago, A., Pilipović, O. (2016). Crowdfunding. *Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku*, (3-4/2016), 23-36.
2. Bingula, A. (2021). Odrednice privateequity ulaganja u odabranim europskim državama (diplomski rad). Split: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu.
3. Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007). Osnove korporativnih financija. *Zagreb: Mate*.
4. Che, Y. K., Kim, J. (2010). Biddingwithsecurities: Comment. *American EconomicReview*, 100(4), 1929-1935.
5. Čondić-Jurkić, I. (2015). Crowdfunding–što znamo o alternativnom izvoru financiranja?. *Notitia-časopis za održivi razvoj*, 1(1), 71-83.
6. Čulinović Herc, E., Zubović, A. (2015). Modaliteti prodaje dionica iz portfelja Republike Hrvatske–aktualnosti u primjeni. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 36(1), 71-108.
7. Čulinović-Herc, E. (2003). Prospekt pri javnoj i privatnoj ponudi vrijednosnih papira- Zakon o tržištu vrijednosnih papira i pravci razvoja u europskom pravu. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 24(1), 113-144.
8. Čulinović-Herc, E. (2009). Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 30(1), 135-170.
9. Čulo, I., Mahaček, D., Filipović, A. (2004). Transformacija društvenih poduzeća u Republici Hrvatskoj. *Ekonomski vjesnik: ReviewofContemporaryEntrepreneurship, Business, andEconomicIssues*, 17(1-2), 135-158.
10. Čaćan, M. (2019). *Analiza financijskog položaja i uspješnosti poduzeća Autocesta Rijeka-Zagreb d.d.* (Završni rad). Rijeka: Veleučilište u Rijeci.
11. Domšić, I. (2019). Investicijske opcije i financijski rizici. *Hrvatski časopis za OSIGURANJE*, (1), 93-109.
12. ERICSSON-NIKOLA TESLA. Skraćeni prospekt. Dostupno na: [https://www.ericsson.hr/documents/20181/21635/ETK\\_prospectus\\_final.pdf/f61ba32b-c174-4549-a788-68e2a10f72c7](https://www.ericsson.hr/documents/20181/21635/ETK_prospectus_final.pdf/f61ba32b-c174-4549-a788-68e2a10f72c7), pristupljeno 29.04.2023.
13. GiurcaVasilescu, L. (2010). Financijski jaz za mala i srednja poduzeća i mezzanine kapital. *Economicresearch-Ekonomska istraživanja*, 23(3), 57-67.
14. Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijanić, D. I., Vukičević, M., Zbašnik, D. (2011). *Bankarsko poslovanje*. RRiF plus.
15. HANFA (2021). Smjernice o provjeri i odobrenju prospekta te o izvršavanju ostalih obveza u vezi s javnom ponudom i uvrštenjem vrijednosnih papira na uređeno tržište. Dostupno na: [https://www.hanfa.hr/media/8796/smjernice\\_prospekt\\_web.pdf](https://www.hanfa.hr/media/8796/smjernice_prospekt_web.pdf), pristupljeno 18.04.2023.
16. Hladika, M., Marić, M. (2014). Analiza investicijskog portfelja društava za osiguranje u Republici Hrvatskoj. *Ekonomska misao i praksa*, (2), 509-540.
17. Iannotta, G. (2010). *Investment Banking A guide to underwritingandAdvisoryservices*. NY: Springer.
18. Ježovita, A. (2015). Mogućnosti ocjene kvalitete zaduženosti poduzeća primjenom financijskih pokazatelja profitabilnosti. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru*, (Posebno izdanje 2015), 158-173.

19. Jurman, A. (2005). Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*, 23(2), 313-338.
20. KlačmerČalopa, M., Cingula, M. (2012). Financijske institucije i tržište kapitala. *Varaždin: TIVA: Fakultet organizacije i informatike*.
21. Madura, J. (2014). *Financial markets and institutions*. Boston: Cengage learning.
22. Marković, I. (2000). *Financiranje: teorija i praksa financiranja trgovačkih društava*. Zagreb: RRIF-plus.
23. Mašek, A., Penavin, S. (2002). Komercijalni zapis kao instrument kratkoročnog korporacijskog financiranja. *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, 15(1-2), 43-48.
24. Matek, P. P. i Poljak, D. (2019). Zaštita potrošača financijskih usluga u Europskoj uniji. *FIP-Financije i pravo*, 7(1), 85-113.
25. Mateljan, M. (2015). *IPO-Facebook vs. Twitter*. (Završni rad). Split: Ekonomski fakultet Sveučilišteu Splitu.
26. Miletić, M. (2011). Utjecaj objave dividende na kretanje cijena dionica u Republici Hrvatskoj. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 24(3), 147-156.
27. Mishkin, F. S. i Eakins, S. G. (2005). *Financijska tržišta i institucije*. Zagreb: MATE, d.o.o.
28. Omerhodžić, S. (2013). Vrednovanje obveznica. *Tranzicija*, 15(32), 112-130.
29. Orsag, S. (2011). *Vrijednosni papiri: Investicije i instrumenti financiranja*. Zagreb; Revicon d.o.o.
30. Pervan, I. (2006). Dobrovoljno financijsko izvješćivanje na Internetu: analiza prakse hrvatskih i slovenskih dioničkih društava koja kotiraju na burzama. *Financijska teorija i praksa*, 30(1), 1-27.
31. Peyer, U. C., Vermaelen, T. (2005). The many facets of privately negotiated stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 75(2), 361-395.
32. Ploh, M. (2017). Ograničenja i mogućnosti financiranja malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj. *FIP-Financije i pravo*, 5(1), 79-106.
33. Porezna uprava. Oporezivanje putem kapitalnih dobitaka. Dostupno na: <https://www.porezna-uprava.hr/Stranice/Vijest.aspx?NewsID=3498&List=Vijesti>, pristupljeno 02.05.2023.
34. Rončević, A., Vuković, J., Gregorić, M. (2021). Financiranje poslovanja poduzeća emisijom dionica-pregled i trendovi u Republici Hrvatskoj. *Obrazovanje za poduzetništvo-E4E: znanstveno stručni časopis o obrazovanju za poduzetništvo*, 11(2), 119-129.
35. Skerlev, B. (2015). Odgovornost iz prospekta. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, 65(1), 137-165.
36. Slakoper, Z. (2006). Sličnosti i razlike ugovora o polaganju, skrbništvu i upravljanju portfeljem vrijednosnih papira. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, 56(Posebni broj), 315-333.
37. Šarić, M. (2015). Model poslovnog restrukturiranja Imunološkog zavoda d.d. iz Zagreba. *Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu*, 6(1), 107-115.
38. Šimunković, M. (2016). Fondovi Europske unije, prilike i mogućnosti za rast gospodarstva: dio II: Mogućnosti financiranja iz EU fondova. *Suvremena trgovina*, 41(3), 48-49.

39. Tipurić, D. i sur. (2008). *Korporativno upravljanje*. Zagreb: Sinergija.
40. Tuch, A. F. (2005). InvestmentBanks as Fiduciaries: Implications for ConflictsofInterest. *Melb. UL Rev.*, 29, 478.
41. Učkar, D., Urti, J. (2015). Utjecaj financijske strukture na profitabilnost hrvatskih poduzeća. *OeconomicaJadertina*, 5(2), 13-25.
42. Veselica, V. (2000). Razumijevanje poduzeća i njegovo financiranje. *Ekonomski pregled*, 51(3-4), 203-235.
43. Vuković, M., Šodan, S. (2017). Utjecaj kvalitete dobiti na troškove financiranja. *Ekonomska misao i praksa*, (2), 677-694.
44. Zhang, S. (2016). Institutionalarrangementsanddebtfinancing. *Research in International Business andFinance*, 36, 362-372.
45. Živko, I. (2006). Kamatni rizik u bankarstvu–izvori i učinci. *Ekonomska misao i praksa*, (2), 199-214.