

# Odnos dioničarstva i investicijskog bankarstva u Republici Hrvatskoj

---

Duspara, Ema

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **The University of Applied Sciences Baltazar Zaprešić / Veleučilište s pravom javnosti Baltazar Zaprešić**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:129:907125>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-09-13**

Repository / Repozitorij:

[Digital Repository of the University of Applied Sciences Baltazar Zaprešić - The aim of Digital Repository is to collect and publish diploma works, dissertations, scientific and professional publications](#)



**VELEUČILIŠTE**  
**s pravom javnosti**  
**BALTAZAR ZAPREŠIĆ**

**Zaprešić**  
**Specijalistički diplomski stručni studij**  
**Financijski menadžment**

EMA DUSPARA

**ODNOS DIONIČARSTVA I INVESTICIJSKOG BANKARSTVA U RH**

SPECIJALISTIČKI ZAVRŠNI RAD

Zaprešić, 2020. godine

**VELEUČILIŠTE**  
**s pravom javnosti**  
**BALTAZAR ZAPREŠIĆ**

**Zaprešić**  
**Specijalistički diplomski stručni studij**  
**Financijski menadžment**

**SPECIJALISTIČKI ZAVRŠNI RAD**

**ODNOS DIONIČARSTVA I INVESTICIJSKOG BANKARSTVA U RH**

**Mentor:**

**prof.dr.sc. Dragoljub Amidžić**

**Naziv kolegija:**

**INVESTICIJSKA ANALIZA**

**Studentica:**

**Ema Duspara**

**JMBAG studenta:**

**0234038649**

## Sadržaj

Sažetak.....	4
Abstract .....	5
1. Uvod.....	1
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Izvori podataka i metode prikupljanje.....	1
1.3. Sadržaj i struktura rada.....	1
2. Dioničarstvo .....	3
2.1. Pojam dioničarstva, dioničkih društava i dionica.....	3
2.2. Vrijednost dioničkog društva .....	5
2.3. Financiranje dioničkog društva .....	9
3. Tržište kapitala .....	15
3.1. Pojam i uloga tržišta kapitala .....	15
3.2. Infrastruktura tržišta kapitala.....	20
3.3. Struktura kapitala .....	23
4. Investicijsko bankarstvo .....	25
4.1. Pojam investicijskog bankarstva .....	25
4.2. Poslovi investicijskih banaka .....	26
4.3. Investicijsko bankarstvo u financiranju dioničkih društava .....	31
5. Odnos dioničarstva i investicijskog bankarstva.....	38
5.1. Uloga investicijskog bankarstva u emisiji dionica .....	38
5.2. Ograničenja investicijskog bankarstva .....	45
5.3. Situacija u Hrvatskoj .....	47
5.4. Preuzimanje Kraša d.d.....	54
Podaci .....	54
Vrijednost i privatizacija .....	54
Preuzimanje kraša.....	57
6. Zaključak.....	60
Literatura .....	62
Popis slika .....	64
Popis tablica .....	64
Popis grafikona.....	64

## Sažetak

*Ovaj završni rad ima za cilj objasniti pojam investicijskog bankarstva, razvoj investicijskog bankarstva u povijesti Republike Hrvatske i sve funkcije koje ono sadrži. Kako bi se shvatio položaj investicijskog bankarstva u Hrvatskoj potrebno je prvo definirati tržište kapitala, te dati uvid u njegov razvoj i infrastrukturu. Investicijske banke sudjeluju na tržištu kapitala kao posrednici ali i izdavatelji vrijednosnih papira, te je iz toga razloga bitna i njihova definicija kao i objašnjenja dana za dioničare i njihova prava. Cilj ovoga rada bio je kroz definiranje svih gore navedenih dijelova tržišta kapitala objasniti vezu između dioničara i investicijskih banaka u Republici Hrvatskoj.*

***Ključne riječi:*** investicijske banke, dioničari, dionice, tržište kapitala

## Abstract

*The purpose of this paper is to describe investment banking, their development throughout Croatian history, as well as all the functions that investment banking includes. In order to understand the position of investment banking in Croatia, it was first necessary to define the capital market, give an insight into its development and infrastructure. Investment banks have participated in the capital market as brokers or issuers of securities, and for this reason they are also important to define as well as the announcement given for shareholders and their rights. The aim of this paper was to explain the link between shareholders and investment banks in the Republic of Croatia by defining all the upper parts of the capital market.*

**Key words:** *investment banks, shareholders, shares, financial capital market*

# 1. Uvod

## 1.1. Predmet i cilj rada

Investicijsko bankarstvo je posebna aktivnost bankarstva koja povezuje tržište kapitala i one koji žele sudjelovati na tržištu kapitala. Uloga investicijske banke u ovome procesu je dvostruka: izdavačka i posrednička. Investicijsko bankarstvo je vrsta bankarstva koja spaja učesnike na tržištu kapitala. Javlja se u dvojnoj ulozi, prva uloga im je da omogućavaju pristup tržištu kapitala. Investicijske banke pružajući brokerske usluge omogućavaju raznim klijentima pristup sekundarnom tržištu kapitala. Druga uloga je kreiranje primarnog tržišta kapitala. Banke su često izdavatelji vrijednosnih papire. Na taj način razna poduzeća preko banaka mogu „izaći“ na tržište kapitala i prikupiti sredstava.

Predmet ovoga rada je upravo odnos investicijskog bankarstva i dioničarstva, koji se pokušava objasniti pomoću odnosa primarnog i sekundarnog tržišta. Kako bi do toga došlo, u radu je potrebno objasniti kako funkcioniraju dionička društva, odnosno kako se financiraju. Samim time se objašnjava i kako funkcionira tržište kapitala, te u kojem trenutku dolazi do interakcije između dioničara i investicijskih banaka.

## 1.2. Izvori podataka i metode prikupljanje

Tijekom proučavanja prikupljene literature od prikupljenih podataka pokušava se na što kvalitetniji način doći do postavljenih ciljeva i dobiti što kompletniju sliku problema i predmeta istraživanja. Prilikom pisanja ovog završnog rada primijenjene su različite metode, odnosno načini istraživanja, kao npr. metode deskripcije (postupak jednostavnog opisivanja činjenica, procesa i predmeta, te njihovih empirijskih potvrđivanja odnosa i veza) te selekcije odabrane stručne literature. Osim različite stručne literature i članaka, korištene su internetske stranice Zagrebačke burze te stranica Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.

## 1.3. Sadržaj i struktura rada

Svrha ovog diplomskog rada je izložiti kratku povijest dioničarstva i investicijskog bankarstva u Hrvatskoj i njihov odnos na tržištu kapitala.

Cilj ulaganja u dionice je postići određeni povrat, ali svako ulaganje nosi određene rizike. Stoga je potrebno pronaći ravnotežu između povrata i rizika, odnosno odabrati portfelj dionica s najvećim mogućim prinosom i najmanjim rizikom. Predmeti transakcija na tržištu mogu biti rad, kapital, proizvodi i usluge te dionička društva. Jedan od ključnih elemenata svake transakcije (čak i prodaje dioničkog društva) je cijena predmeta razmjene koja odražava njegovu vrijednost.

Poduzeća se mogu financirati na različite načine, a u ovom radu naglasak će biti stavljen na financiranje putem tržišta kapitala. Stoga je objašnjen pojam tržišta kapitala, njegova infrastruktura te se govori o strukturi kapitala. Postavlja se pitanje je li struktura kapitala nekog poduzeća, koja je određena odgovarajućim odlukama o financiranju, utječe na njegovu ukupnu vrijednost.

Nadalje, u radu se definira pojam investicijskog bankarstva, poslova kojima se investicijske banke bave, a time se dolazi i do srži problema, odnosno financiranju dioničkih društava. Jer se emisijom dionica se na tržištu od ulagača prikuplja novac potreban za financiranje poslovanja i razvoja dioničkog društva.

Plasman emisije dionica investitorima je najvažnija uloga investicijskih banaka, a kreiranje i upisivanje emisije su samo posljedica želje za što boljom distribucijom. Investicijsko bankarstvo se identificira s posredništvom između emitenata i investitora, bez promjene prirode potraživanja. To čini Investicijsko bankarstvo različitim od drugih banaka i ostalih financijskih institucija. Ono financijski posreduje samostalnom distribucijom štednje. Investicijsko bankarstvo obuhvaća sve poslove za financijske, investicije od pripreme same emisije pa do distribucije vrijednosnih papira, te savjetodavnu i distributivnu funkciju i funkciju preuzimanja rizika od strane investicijskih banaka.

Osim za prikupljanje kapitala putem javnog izdavanja vrijednosnih papira, tvrtke angažiraju investicijske bankare za realizaciju privatnih izdanja dionica/obveznica kvalificiranim (unaprijed poznatim) kupcima, za dovođenje 'venture capitala' te za pripremu i realizaciju poslova spajanja i/ili preuzimanja. Osim toga u ovom poglavlju daje se uvid u situaciju u Hrvatskoj kao i primjeru preuzimanja Kraša d.d. od strane najvećeg dioničara.

Nakon svega dolazi zaključak u kojem se daju zaključna autorova razmišljanja o temi rada, te sažetak cjelokupnog rada. Uz to, priložen je popis korištene literature te su navedeni popisi slika i tablica.



## 2. Dioničarstvo

### 2.1. Pojam dioničarstva, dioničkih društava i dionica

Dionica ili akcija je negotijabilan vrijednosni papir kojim se trguje na efektivnim burzama. Ona svome posjedniku daje pravo na alikvotan dio dioničkog kapitala dioničkog društva, nominalno naveden na dionici, ali stvarno naplativ u iznosu notiranja na burzi efekata na kojoj se dionica kotira. Papir daje posjedniku i pravo na dividendu kao dobit (čistog dohotka) na osnovi godišnje bilance dioničarskog društva. (Mrkušić, Mrkušić, 1993.)

Dioničko društvo je anonimno društvo. Sastoji se od mnogo anonimnih dioničara koji se vrbuju na primarnom tržištu, tj. na tržištu emisije dionica nakon javne objave. Dioničar može u svako vrijeme dobiti svoj kapital natrag prodajom dionice na efektivnoj burzi. Njegov kapital je izdan za razne svrhe kao što su kupnja tvornice, postrojenja, sirovine i sl. Novčani kapital se preobrazio u proizvodni kapital kojeg dioničar ne može više dobiti natrag u obliku proizvodnog kapitala. Dioničko društvo je trgovačko društvo u kojemu članovi (dioničari) sudjeluju s ulozima u temeljnome kapitalu podijeljenom na dionice. Temeljni kapital i dionice, osim onih bez nominalnog iznosa, moraju glasiti na nominalne iznose izražene u kunama. Najniži iznos temeljnog kapitala je 200.000,00 kuna.<sup>1</sup>

Dioničko društvo spada u trgovačka društva, a njegovo osnivanje i ustroj uređeni su Zakonom o trgovačkim društvima. Dioničko društvo ima svojstvo trgovca sa svim pravnim posljedicama koje iz toga proizlaze. Dioničko društvo je pravna osoba i pravnu osobnost stječe upisom u sudski registar. Posljedica pravne osobnosti dioničkog društva jest da ono ima imovinu odvojenu od imovine svojih članova kojom odgovara za svoje obveze. Članovi društva ne odgovaraju za njegove obveze i tu se misli na odgovornost koja bi bila propisana zakonom, a proizašla bi samo iz okolnosti da je riječ o članovima društva.<sup>2</sup>

Dionice su uložci, odnosno dijelovi temeljne glavnice društva kojima pojedini dioničari sudjeluju u društvu. Dionica svom imatelju – dioničaru daje upravljačka i imovinska prava. Dionica je vrijednosni papir koji izdaje dioničko društvo, a glasi na dio temeljnog kapitala društva i imatelju daje pravo članstva u društvu, odnosno prava i obveze koji iz toga članstva proizlaze. Iz toga slijedi da se na dionicu mora gledati kao na (Petrović et al, 2010):

- dio temeljnog kapitala društva,
- skup članskih prava i obveza imatelja dionice,
- vrijednosni papir.

Dionice se općenito mogu podijeliti u dvije osnovne vrste: dionice koje glase na donosioca i dionice koje glase na ime. Uz ove, gotovo svi pravni sistemi razlikuju više rodova dionica.

Prema Orsagu „dionica predstavlja pravo na dohodak tj. uputnica na prinost koji se kapitalizira i to određuje cijenu dionice. Ukoliko dioničko društvo ostvaruje veći dohodak onda i cijena

---

<sup>1</sup> Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15 (čl. 159.)

<sup>2</sup> Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15 (čl. 167. stav. 3.)

dionice raste, isto vrijedi i za obratnu situaciju gdje cijena dionice pada ako dioničko društvo ostvaruje manji dohodak. Dioničko društvo isplaćuje dividendu i onda ako nije ostvario dohodak u tekućoj godini iz razloga što bi neisplata dividendi dovela do kraha dionica na burzi i svatko bi se nastojao njih riješiti obarajući im cijenu. Cijena dionice ne ovisi samo o prinosu nego i o visini kamatnjaka kojemu se kapitaliziraju. Osnivanjem novog dioničkog društva ili pri povećanju dioničkog kapitala postojećeg dioničarskog društva, visina dioničarskog kapitala se odmjerava tako da očekivani dohodak društva bude dovoljno visoka se dioničarima podjeli dividenda koja im donosi kamatu na uplaćeni dio dioničkog kapitala. Prvobitno dividenda je ravna kamati plus premija na rizik, ali s vremenom može pasti, narasti ili ostati ista što ovisi o tečaju dionica na burzi na koji utječu čimbenici očekivanja.“<sup>3</sup>

Vlasništvo nad dionicama prikazano je na samim dionicama. To može biti određena pravna osoba ili fizička osoba ili imatelj dionica; ako je pravna osoba ili fizička osoba određena kao vlasnik, njezina prava mogu se prenijeti na treću osobu punim ili pak bianco indosamentom. Dionice su se nekada kao vrijednosni papiri tiskali kao papirnate dionice, dok se one danas izdaju isključivo u elektronskom obliku.

U prošlosti, dionice su bile izdavane u papirnatom obliku kao dionički certifikati, najčešće umjetnički obrađeni, i predstavljali su dokaz nečijeg vlasništva. U današnjem kompjuterskom dobu, ne postoji mogućnost u stvarnosti vidjeti dionički certifikat već elektronsku evidenciju vodi brokerska kuća klijenta. Postupak je takav iz nekoliko razloga. Prvi je lakše trgovanje dionicama. Ovlaštena brokerska kuća otvara posebne račune za čuvanje dionica klijenata, i oni su u svakom trenutku odvojeni od poslovanja brokerske kuće. To znači da (čak i u najgorem scenariju) ukoliko odabrana brokerska kuća propadne, dionice ostaju sigurne.

Plašt dionice predstavlja bit financijskog odnosa između izdavatelja i vlasnika dionica. Plašt dionice mora sadržavati sve osnovne karakteristike odnosa između njih, pa dionica mora imati sva obilježja određena zakonom. To su prema Orsagu (2011.) najčešće:

- oznaka da je dionica
- oznaka vrste dionice
- tvrtka odnosno naziv i sjedište izdavaoca dionice
- naziv i sjedište vlasnika dionice odnosno oznaka da glasi na donosioca
- novčana svota na koju glasi dionica
- rokovi isplate dividendi
- mjesto i datum izdavanja
- serijski broj dionice
- faksimil potpisa ovlaštenih osoba izdavatelja dionice
- prava iz dionice.

Zakon o trgovačkim društvima razlikuje redovne i povlaštene dionice koje imateljima daju različita prava. Razlika se svodi na različite mogućnosti korištenja prava na dobit (dividendu), prava glasa i raspodjelu kapitala u slučaju likvidacije društva. Redovne dionice "imatelju daju pravo glasa u glavnoj skupštini društva, pravo na isplatu dividende i pravo na isplatu dijela

---

<sup>3</sup> Orsag S. (2011.): Vrijednosni papiri, Revicon, Sarajevo, str.329

ostatka likvidacijske, odnosno stečajne mase društva."<sup>4</sup> Povlaštene dionice su dionice koje "imatelju daju neka povlaštena prava, npr. pravo na dividendu u unaprijed utvrđenom novčanom iznosu ili u postotku od nominalnog iznosa dionice, pravo prvenstva pri isplati dividende, isplati ostatka likvidacijske, odnosno stečajne mase i druga prava u skladu sa zakonom i statutom društva."<sup>5</sup>

Prednosti dioničarstva prema Ćesiću (2007.) „najviše se iskazuju kada društvo čiji ste suvlasnik uspješno posluje, tj. kada stvara dobit. Tada se korist dioničara očituje povećanjem vrijednosti dionica i/ili isplatom dividendi. Naime, društvo po pravilu zadržava dio ostvarene dobiti koju npr. ulaže u novu imovinu, uz očekivanje veće dobiti u sljedećim poslovnim godinama. Ulaganjem u vlastiti razvoj društvo gradi temelje za održavanje rasta dobiti u budućnosti, što će povećati vrijednost dionica. Drugi dio ostvarene dobiti društvo može isplatiti na račune svojih dioničara - tada govorimo o isplati dividendi.“

Isplata dividende nije obavezna; ponekad se dioničari mogu složiti da je za brži rast tvrtke najbolje uložiti svu dobit. Hoće li dioničko društvo isplatiti dividendu i koliku ovisi o volji uprave. U praksi se većina dioničara priklanja izreci “bolje vrabac u ruci, nego golub na grani”. Dioničari preferiraju isplatu dividendi jer je povećanje vrijednosti dionica kao očekivani rezultat intenzivnog akumuliranja dobiti mnogo više neizvjesne od trenutne podjele dividendi.

Vlasništvo odnosno pravo ma vlasništvo kao i sudjelovanje u dobiti bolji je aspekt ulaganja u dionice. No nasuprot toga je manje privlačna strana, obveza preuzimanja potpunog rizika poslovanja. Ukoliko dođe do gubitaka, neuspjeha u poslovanju, dioničari brzo dođu do te, manje privlačne strane. Ako tvrtka ostane bez sredstava za ulaganje, vrlo brzo dolazi do potrebe za financiranjem putem zaduživanja. Takva situacija povlači i neisplatu dividendi, a time dolazi do pada vrijednosti dionica, a u najcrnjem scenariju i do stečaja. U slučaju stečaja, nakon što se isplate svi vjerovnici društva, dioničari imaju pravo na dio likvidacijske mase, a nju čini ostatak od prodaje imovine. Dioničari nažalost rijetko dođu do te mase, jer su dugovi tvrtke u stečaju u najčešćem slučaju puno veći od vrijednosti imovine.

## 2.2. Vrijednost dioničkog društva

Cilj ulaganja u dionice je ostvariti određeni prinos, međutim svako ulaganje sa sobom nosi i određeni rizik. Stoga je potrebno pronaći ravnotežu između prinosa i rizika tj. izabrati portfelj dionica koji nosi najveći mogući prinos uz najmanji mogući rizik. Suvremena teorija portfelja posvećena je rješavanju problema upravljanja rizikom i optimizaciji portfelja. Zanimljivo je da je teoretska podloga suvremene teorije portfelja bila predložena 1950-ih, ali tek razvojem računalne tehnologije dolazi u širu primjenu 1990-ih. Pojam vrijednosti u ekonomiji znači svojstvo materijalne ili nematerijalne robe ili prava koja se mogu zamijeniti za druge stvari ili prodati za novac, pa je stoga pojam vrijednosti u suvremenoj ekonomiji povezan s kupnjom i prodajom, odnosno razmjenom na tržištu. U eksternom financiranju glavna je briga bila kako

---

<sup>4</sup> Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15 (čl. 167. stav. 2.)

<sup>5</sup> Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15 (čl. 167. stav. 3.)

se zajmodavac može zaštititi. Financijska analiza je postala sveobuhvatnija, te se uspoređuju financijski uvjeti i djelovanje različitih poduzeća.

„Na samom početku, potrebno je definirati temeljne pojmove moderne teorije portfelja, a to su očekivani prinos i varijanca dionice, odnosno očekivani prinos i varijanca portfelja sastavljenog od N dionica.“<sup>6</sup> Kako bi izračunali očekivani prinos dionice potrebni su povijesni prinosi, dok se oni računaju na temelju poznatih cijena.

Na osnovu cijena iz promatranog razdoblja računaju se mjesečni prinosi dionica. Za mjesec t i dionicu X mjesečni prinos definira se relacijom (Aljinović, Z., Marasović B., Šego B. (2011):

$$R_x(t) = \left( \frac{P_x(t)}{P_x(t-1)} \right)$$

gdje je:

$P_x(t)$  cijena dionice X u razdoblju t

$P_x(t-1)$  cijena dionice X u razdoblju t-1

Ovakav način definiranja prinosa temelji se na pretpostavci cijena dionica u kontinuiranom vremenu. Kao alternativa može se izračunati diskretni prinos definiran relacijom (Aljinović, Z., Marasović B., Šego B. (2011):

$$R_x(t) = \frac{P_x(t)}{P_x(t-1)} - 1$$

Prinos izračunan kontinuiranim ukamaćivanjem uvijek je manji od prinosa izračunatog diskretnim ukamaćivanjem.

Može se uočiti da formule za prinos u gornjim relacijama uzimaju u obzir samo cjenovni prinos. Ako se uzme u obzir i dividenda, tada se ukupni prinos računa formulom (Aljinović, Z., Marasović B., Šego B. (2011):

$$R_x(t) = \ln \left( \frac{P_x(t) + Div_x(t)}{P_x(t-1)} \right)$$

Uzevši u obzir navedene formule za izračun mjesečnog prinosa, može se predstaviti formula za izračun očekivanog prinosa dionice X, a ta formula glasi (Aljinović, Z., Marasović B., Šego B. (2011):

---

<sup>6</sup>Aljinović, Z., Marasović B., Šego B. (2011): op.cit., str. 121. –135

$$E(R_x) = \frac{\sum_{t=1}^M R_x(t)}{M}$$

Formula se temelji na pretpostavci normalne distribucije prinosa. Oznaka M predstavlja broj opaženih podataka.

Varijanca dionice, koja predstavlja najznačajniju mjeru rizika dionice, računa se prema sljedećoj formuli (Aljinović, Z., Marasović B., Šego B. (2011):

$$\sigma^2_x = E[R_x - E(R_x)]^2 = \frac{\sum_{t=1}^M (R_x(t) - E(R_x))^2}{M}$$

„Temeljni model moderne teorije portfelja je upravo Markowitzov model optimizacije portfelja. U praksi je izrazito visoko vrednovan što dokazuje činjenica da je H.M. Markowitz 1990. godine dobio Nobelovu nagradu iz ekonomije. H.M. Markowitz je 1952. godine u svom članku Portfolio Selection, postavio temelje moderne teorije portfelja, prezentirajući model optimizacije portfelja u uvjetima neizvjesnosti i rizika. Mnogo zanimljivija bila je njegova knjiga Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment iz 1959. godine u kojoj je Markowitz razvio teoriju prema kojoj se rizik i prinos mogu uravnotežiti u dobro odabranoj kombinaciji vrijednosnica, odnosno portfelju.“<sup>7</sup>

Osnovna ideja Markowitza je uspostaviti matematički model za odabir portfelja, koji može proizvesti najvišu stopu povrata, ali uz određene rizike. Markowitz takav investicijski portfelj naziva najvišom stopom povrata s danom stopom rizika, odnosno najnižim rizičnim investicijskim portfeljem s danom stopom povrata. Koristeći Markowitzov model, investitori mogu odabrati najbolji ili učinkovitiji portfelj od mogućih portfelja koji zadovoljavaju njihovu sklonost riziku. (Aljinović, Z., Marasović B., Šego B. (2011)

Osnovne pretpostavke Markowitzevog modela prema Aljinoviću, Marasoviću i Šegi su:

- prinosi na dionice su distribuirani po normalnoj distribuciji,
- investitori žele maksimizirati svoju ekonomsku korist,
- investitori su racionalni i imaju averziju prema riziku,
- investitori su dobro obaviješteni o svim relevantnim činjenicama potrebnim za donošenje investicijske odluke,
- nema transakcijskih i poreznih troškova,
- vrijednosnice su savršeno djeljive.

Mnogi radovi su pokušali utvrditi tržišne nesavršenosti koje će prouzročiti učinak na procjenu. Razvoj teorije portfolija i njezina primjena je nastala 1960-ih godina. Prvi ju je razotkrio Markowitz 1952. godine. Kasnije su teoriju proširili Sharpe, Lintner, Fama i mnogi drugi. Ta teorija govori da se rizik pojedinačne imovine ne bi trebalo prosuđivati temeljem

---

<sup>7</sup>Aljinović Z., Marasović B., Šego B. (2011.): Financijsko modeliranje, II. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Split, str. 137

moćućih odstupanja od oćekivanog povrata, nego temeljem njenog granićnog doprinosa cjelokupnom riziku portfolija imovine. Ovisno o stupnju korelacije te imovine s drugim imovinama u portfoliju, pojedinaćna će imovina biti viće ili manje rizićna.

Daljnje usavrćavanje Sharpeova modela odrećivanja cijene kapitala za procjenu financijske imovine dovelo je do modela iz 1970-ih, koji je pokazao da, sve dok se rizik moće dalje diverzificirati u portfelj imovine, odrećeni korporativni rizici nemaju nikakve veze s ulagaćima u imovinu poduzeća. Fokusira se na trćiće nedostatke prilikom procjene odabira imovine, financiranja i dividendi tvrtke. Kasnije se u radu spominje kao CAPM model.

Predmet razmjene na trćiće mogu biti rad, kapital, proizvodi i usluge, te dionićka drućtva. Poduzeća se prodaju i kupuju na trćiće, kao i rad, kapital i proizvodi. Jedan od kljućnih elemenata svake kupoprodaje, pa i kupoprodaje dionićkog drućtva je cijena predmeta razmjene, koja odraćava njegovu vrijednost. Općenito govoreći, postoje tri pristupa procjeni poduzeća (Orsag, 2011.):

- procjena diskontiranog novćanog toka koja povezuje vrijednost aktive, sa sadašnjom vrijednoću oćekivanog budućeg novćanog toka te aktive
- relativna procjena koja procjenjuje vrijednost aktive sagledavajući cijene 'usporedive' imovine u usporedbi s općom varijablom poput zarade, novćanog toka, knjigovodstvene vrijednosti ili prodaje
- procjena slućajnih zahtjeva koja koristi modele odrećivanja cijena opcija u svrhu odrećivanja vrijednosti aktive, koja dijeli karakteristike opcija. Imovinom poduzeća koja je financijska, trguje se kao s jamstvima, a dijelom opcija koje se temelje se na stvarnoj imovini, npr. projektima, patentima i rezervama ulja se ne trguje, pa se one nazivaju stvarne opcije. U rezultatima moće biti znaćajnih razlika, ovisno o pristupu koji se koristi.

Većina procjena koja se u praksi radi su relativne procjene kroz procjenu diskontiranog novćanog toka. Eskontna stopa je funkcija rizika procijenjenih novćanih tokova, s vićim stopama za imovinu vićeg rizika i manjim stopama za sigurnije projekte. Postoje tri pristupa procjeni diskontiranih novćanih tokova (Orsag, 2011.):

- procjena udjela kapitala u poslovanju,
- procjena cjelokupnog poduzeća, koja ukljućuje, osim kapitala, ostale potražitelje u poduzeću (vlasnike obveznica, povlaćtene dionićare itd.),
- procjena poduzeća u dijelovima, poćevći s operacijama poduzeća i dodavajući utjecaje duga i ostalih nekapitalnih potraživanja na vrijednost.

Vrijednost kapitala se dobiva diskontiranjem oćekivanih novćanih tokova na kapital, odnosno rezidualnih novćanih tokova nakon pokrivanja svih troćkova, potrebnih za ponovno investiranje, poreznih obveza i neto plaćanja duga (kamate, plaćanje glavnice, te osiguranje novog duga), na raćun kapitala, odnosno stope povrata koju zahtijevaju kapitalni investitori u poduzeću. Model za diskontiranje dividendi je specijalan model procjene kapitala, kod kojeg je vrijednost kapitala sadaćnja vrijednost oćekivanih budućih dividendi. Vrijednost poduzeća se dobiva diskontiranjem oćekivanih novćanih tokova poduzeća, tj. rezidualnih novćanih

tokova nakon pokrivanja svih operativnih troškova, potreba reinvestiranja i oporezivanja, ali prije plaćanja duga ili vlasnika dionica, po cijeni ponderiranog prosječnog troška kapitala, koji predstavlja trošak različitih komponenti financiranja koje poduzeće koristi, ponderiran na osnovu proporcija njihove tržišne vrijednosti. (Orsag, 2011.)

„WACC predstavlja procijenjenu srednju vrijednost troškova različitih komponenata u financiranju, s težišnicama temeljenim na tržišnoj vrijednosti svake komponente. Trošak duga je tržišna stopa po kojoj poduzeća mogu uzimati kredit, prilagođeno bilo kojoj poreznoj pogodnosti kredita. Trošak povlaštenih dionica, međutim, jest dividenda koja se isplaćuje imateljima povlaštenih dionica. Trošak kapitala koristan je na dvije razine. Na kompozitnoj razini, to je ono što poduzeća moraju kolektivno učiniti, kako bi njihova ulaganja bila isplativa. To je i prikladna stopa popusta koja se može koristiti kako bi se snizili očekivani budući novčani tokovi, te na taj način došlo do procjene vrijednosti poduzeća.“ (Orsag, Dedi, 2011.)

Iako se ove tri metode koriste različitim definicijama novčanog tijeka i diskontne stope, sve dok se u postupku ocjenjivanja koristi isti skup pretpostavki, procjena se može uspostaviti. Ako dođe do razlika u novčanim tokovima i eskontnim stopama Može dovesti do pristranije procjene vrijednosti kapitala, a istodobno diskontiranje novčanog tijeka tvrtke s troškovima kapitala može ukazivati na nižu procjenu vrijednosti tvrtke. (Orsag, Dedi, 2011.)

Analitičari su inventivni kada je riječ o korištenju relativne procjene. Neki uspoređuju multiplikatore po poduzećima, dok drugi uspoređuju multiplikatore poduzeća s multiplikatorima poduzeća iz prošlosti.

Procjenom diskontiranog novčanog toka, vrijednost poduzeća se određuje njegovim očekivanim novčanim tokovima. Uz ostale nepromjenjive parametre, veći novčani tokovi, manji rizik i veći rast bi trebali donijeti veću vrijednost. (Orsag, 2011.)

### 2.3. Financiranje dioničkog društva

„Dugoročni rast poduzeće može ostvariti eksterno ili interno.“<sup>8</sup> Pri tome se kao ključni moment razlikovanja internog od eksternog rasta (ekspanzije) uzima način povećanja, odnosno proširenja poslovnih aktivnosti. Radi se o tome vrši li se povećanje ili pak proširenje vlastitih poslovnih aktivnosti poduzeća koje vrši ekspanziju (koje raste) ili se radi o preuzimanju poslovnih aktivnosti drugih poduzeća, koju vrši poduzeće kroz aktivnosti fuzije i akvizicije (M&A). (Orsag, 2011.)

Interni rast poduzeća se prema Orsagu (2011.) ostvaruje povećanjem obujma, odnosno proširenjem oblika njegovih vlastitih poslovnih aktivnosti. To se odnosi na:

- horizontalnu ekspanziju, tj. ekspanziju postojećih poslovnih aktivnosti poduzeća povećanjem postojećih proizvodnih i uopće poslovnih kapaciteta

---

<sup>8</sup> Silvije Orsag, Damir Gulin, Poslovne kombinacije, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, 1996., str. 128

- vertikalnu, komplementarnu ili pak konglomeratsku ekspanziju osvajanjem novih poslovnih aktivnosti.

U oba slučaja aktivnosti na ekspanziji poduzeća odvijaju se unutar poduzeća, dakle interno, kao što i sva povećanja imovine poduzeća rezultiraju iz investicija poduzeća u realne imovinske oblike.

Interni rast poslovnih aktivnosti može se financirati iz internih ili eksternih izvora financiranja poduzeća. Interne izvore financiranja predstavljaju oblici zadržanih zarada, akumulirana novčana sredstva amortizacije, materijalne i nematerijalne imovine kao i drugi tzv. nenovčani troškovi. Amortizaciju možemo promatrati kao slobodno raspoloživ kapital, ali upotrijebljena u ostale poslovne svrhe je posuđena, jer je njena namjena, zamjena osnovnih sredstava. Eksterni su svi ostali izvori financiranja poduzeća, dakle, svi tuđi izvori financiranja kao i povećanje vlasničke glavnice emisijom novih dionica. Čak ako se za financiranje rasta, odnosno ekspanzije koriste i eksterni izvori financiranja, govorit će se o internom rastu, ako je ekspanzija vršena u cilju povećanja i/ili proširenja vlastitih poslovnih aktivnosti poduzeća. (Orsag, 2011.)

Kontinuirano poslovanje nastoji ostvariti svako poduzeće. Preduvjet kontinuiteta je novac, a ukoliko želi opstati na tržištu, svako bi poduzeće moralo raspolagati "dostatnom" količinom vlastitih izvora financiranja za pokriće trajnih potreba. Značaj vlastitih izvora financiranja proizlazi, ne samo zbog novca za financiranje poslovanja i razvoja, već što će često od vlastitih izvora ovisiti i mogućnost pribavljanja i korištenja tuđih izvora financiranja. Postoje i druge prednosti koje takvo financiranje pruža, od cijene, stabilnosti i sigurnosti, pa do omogućavanja vođenja samostalne i elastične poslovne politike. (Orsag, 2011.)

Definirajući rast poduzeća, kao dugoročni porast njegove veličine i njegovih poslovnih operacija, ne postoji neko opće prihvaćeno mjerilo rasta poduzeća. S financijskog motrišta, koriste se tri mjere rasta poduzeća (Orsag, 2011.):

- povećanje prodaje poduzeća
- povećanje profita poduzeća
- povećanje imovine poduzeća

Osnovni cilj svakog dioničkog društva je povećati bogatstvo svojih dioničara. Kako bi tvrtka uspješno postigla taj cilj, okrenula se osnovnoj djelatnosti koja je postignuta rastom njezinih prirodnih i financijskih rezultata.

Za rast tvrtke može se reći da je dugoročni rast razmjera tvrtke i njezinih poslovnih aktivnosti, a koncept rasta implicitno se podrazumijeva u javnom procesu tvrtke. Stoga je postupak obično povezan s drugim pitanjima kapitala tvrtke. Te emisije osiguravaju stvarni rast tvrtki koje kotiraju na burzi i rast poslovnih aktivnosti. Samo uvrštavanje na tržište može postati preduvjet za buduće širenje tvrtke. Rast je jedna od osnovnih ekonomskih potreba i preduvjet za neograničeni kontinuitet poslovanja. Osnovni razlozi za želju za rastom tvrtke ogledaju se



u mogućnostima: diverzifikacija, stabilnost, poslovna ekonomija, mogućnosti upravljanja i dobit od "okretanja" (Orsag, Gulin, 1996.)

„Ekonomski efekti ogledaju se uslijed učinaka poslovne ekonomije (ekonomije razmjera) i drugih učinaka rasta ostvarenih osvajanjem operacija nehorizontalnog tipa. Tržišni efekti ogledaju se u povećanju tržišne snage kroz zauzimanje važnijeg položaja na tržištu outputa i inputa te ostvarivanju monopolskih (oligopolskih) ekstraprofita. Financijski efekti, osim kroz povećanje prihoda i smanjenje troškova, mogu se očitovati i kroz postizanje bolje strukture kapitala i smanjenja troška kapitala.“ (Orsag, Gulin, 1996.)

Tvrtke koje nude dionice na tržištu kapitala moraju ih objaviti. Zarada po dionici može se izračunati kao povijesna, primarna i potpuno razrijeđena zarada po dionici, ovisno o strukturi kapitala. U slučaju pojedinačne strukture kapitala, izračunavat će povijesni pokazatelj, dok će se u ostalim slučajevima za izračun koristiti složena struktura kapitala (kada osim običnih, poduzeće emitira konvertibilne dionice i konvertibilne obveznice). (Orsag, 2011.)

Iako se maksimizacija profita najčešće nudi kao cilj poduzeća, s financijskog stajališta ova motivacija nije tako obuhvatna kao maksimiziranje bogatstva dioničara. Ako je to cilj poduzeća, dionice su dokaz o vlasništvu nad poduzećem. Naime, bogatstvo dioničara prikazano je tržišnom cijenom dionice poduzeća, koja je odraz odluka o investiranju, financiranju i upravljanju imovinom poduzeća. Uspjeh poslovnih odluka se odražava preko učinka koji odluke imaju na cijenu dionice. Načelo maksimizacije dioničke dobiti osigurava racionalan vodič za poslovanje i djelotvoran razmještaj sredstava, te se koristi kao cilj pri razmatranju načina donošenja financijske odluke. Prinos je moguće definirati kao dobit prije oporezivanja uvećanu za pasivne kamate, ali za vlasnike banke, odlučujući je kriterij uspješnosti rentabilnost dioničkog kapitala, kao omjer dobiti nakon oporezivanja i vlastitih izvora. (Orsag, 2011.)

Dividenda je važan čimbenik uspješnosti društva, ali uvećanje vrijednosti dionica kroz dobit nakon oporezivanja je dominantni kriterij za usporedbu uspješnosti poslovanja i pozitivno kolerira s tržišnom kapitalizacijom dionica.

„Uspješno financijsko poslovanje poduzeća povećava tržišnu vrijednost dionice, koju vlasnik može prodati po većoj cijeni nego ju je platio i tako zaraditi na razlici u cijeni dionice, a isto tako sudjelovati i u isplati dividendi koje isplaćuje dioničko društvo, koje ostvaruje dobit. Dioničko društvo koje trajno ili duže vrijeme u poslovanju ostvaruje gubitke, smanjuje vrijednost temeljnog kapitala, što izaziva pad tržišne cijene dionice pa dioničar može i izgubiti uloženi kapital u kupnju dionica, a nema ni dividendi.“<sup>9</sup>

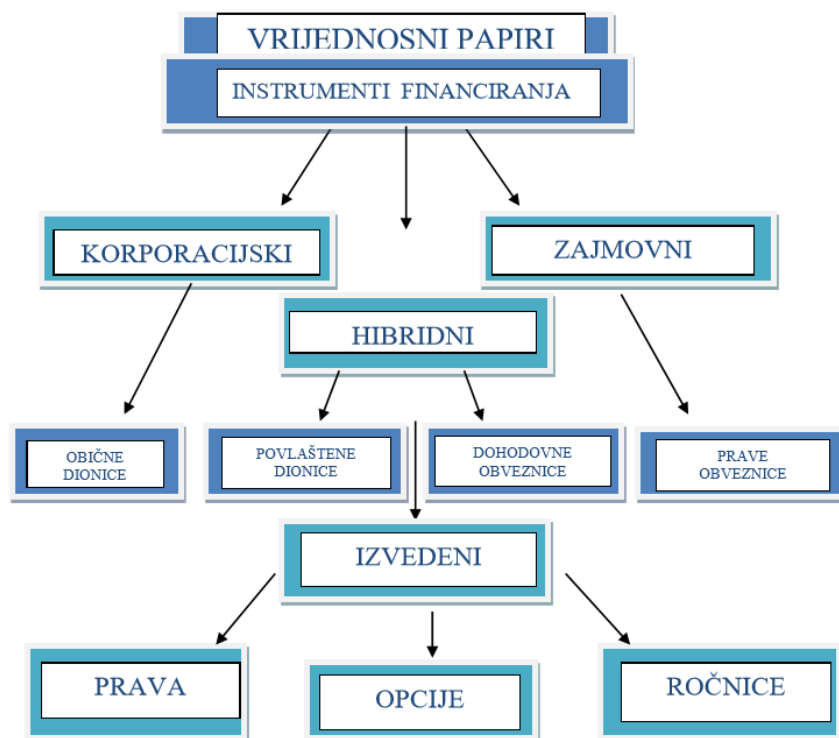
Poduzeće je financijsko - ekonomski sustav kojemu je cilj stabilno poslovanje sada i u budućem razdoblju. Da bi se postiglo stabilno poslovanje, tvrtka mora pronaći izvor financiranja, odnosno prikupljanje sredstava za vlastite aktivnosti. Način financiranja može biti drugačiji, ali ovdje će fokus biti na financiranju izdavanja vrijednosnih papira.

---

<sup>9</sup> Lešić Z., Gregurek M. (2013.): Financijske institucije i tržišta, Baltazar, Zaprešić

Osobni razlozi mogu biti pokretačka snaga rasta malih privatnih tvrtki, a ne sposobnost upravljanja individualnim poduzetnicima. Putem javne ponude upravljanje tvrtkom dobiva profesionalni menadžer. Uz to, prodajom dijela ili cijelog poduzeća može se ostvariti likvidnost vlasnika i mogućnost diverzifikacije rizika kroz ulaganje vlasnika u druge oblike ulaganja. Javno vlasništvo također znači da je moguće eliminirati postojeća osobna jamstva. To je obično provedba izlazne strategije. Visoko likvidne dionice pružaju osnivačima financijsku slobodu i oni imaju priliku profitirati od njihovih poduzetničkih napora i uspjeha. Početna javna ponuda dionica tijekom plasmana (početno tržište) obično dovodi do naglog povećanja cijena. Na taj se način ostvarena premija cijene dionice može koristiti za ostvarivanje prihoda postojećih dioničara. (Curl, 2000.)

Slika 1. Vrijednosni papiri kao instrumenti financiranja



Izvor: Orsag, S. (2011): *Vrijednosni papiri: investicije i instrumenti financiranja*, Sarajevo, Revicon

Instrumenti financiranja prema Orsagu „predstavljaju pisane potvrde o učešću u vlasništvu poduzeća ili druge pravne osobe, odnosno o učešću u odobrenom kreditu takvim subjektima. Tim se certifikatima osiguravaju interesi financijera u poduzeću. S druge strane, vrijednosne se papire može tretirati kao svojevrsno obećanje da će se ustupljena sredstva vratiti i platiti određena naknada za njihovo korištenje (obveznice) odnosno da će se ustupljenim sredstvima racionalno gospodariti kako bi se ona uvećala i omogućila isplata rente na tako stečeni udio u poduzeću (dionice).“<sup>10</sup>

Osiguranje interesa vlasnika vrijednosnih papira se prema Orsagu (2009.) „može temeljiti na realnoj (materijalnoj) imovini, preko raznih garancija trećih osoba, pa sve do ugleda tvrtke i

<sup>10</sup> Orsag, S. (2011) *Vrijednosni papiri: investicije i instrumenti financiranja*. Sarajevo: Revicon, str. 348

perspektive njenih projekata. O snazi osiguranja kao i o hijerarhijskom položaju koji vrijednosni papiri osiguravaju vlasnicima u raspodjeli dobiti i udjela u likvidacijskoj masi poduzeća ovisi i rizik ulaganja u vrijednosne papire. Rizik bi trebalo uskladiti s perspektivnom profitabilnošću ulaganja i udjelom financijera u upravljanju i kontroli poslovanja poduzeća.“<sup>11</sup>

„Značaj vrijednosnih papira, instrumenata financiranja, proizlazi iz prednosti koje oni imaju za financiranje poduzeća i drugih pravnih osoba. Za kupce vrijednosnih papira oni predstavljaju najmobilniji oblik investicije koji se lako može unovčiti na razvijenim sekundarnim tržištima i s kojima mogu vršiti razne druge poslovne radnje. Konačno, sa stanovišta društva u cjelini vrijednosni papiri omogućavaju mobilizaciju decentralizirane štednje stanovništva u privredne svrhe koja je minijaturizirana na uštede pojedinaca.“<sup>12</sup>

Dionice se prema Orsagu „mogu definirati kao pismene isprave o uloženim sredstvima u vlasničku glavnici dioničkog poduzeća (korporacije). Pri tome vlasnik može biti različito naznačen na samoj dionici svojim imenom i prezimenom odnosno tvrtkom ili pak dionica može glasiti na njegova donosioca koji je ujedno i njezin vlasnik, dakle, korisnik svih prava iz dionice. Dionice su prenosivi vrijednosni papir, što znači da glase po naredbi vlasnika. Dionice na ime prenose se indosamentom (nasljeđem), a one na donosioca, slično novčanicama, njihovom fizičkom predajom.“<sup>13</sup>

Za odluke financijskog menadžmenta prema Vidučiću (2012.) važne su dvije vrste rizika:

- poslovni rizik – nastaje uslijed djelovanja čimbenika koji se odražavaju na gotovinski tijek iz poslovanja, a može se podijeliti na: neizbježivi, sustavni ili tržišni rizik na koji utječe stanje u gospodarstvu, tehnološke promijene i slično, i na izbježivi, nesustavni ili korporacijski rizik na kojeg utječu čimbenici vezani za samu tvrtku kao što su: štrajkovi, razvitak novih proizvoda i slično
- financijski rizik koji se javlja vezano za način financiranja poduzeća, on se javlja kod tvrtki koje koriste dugovno financiranje (zaduživanje-kredit i sl.), čime nastaje dodatni rizik za dioničare kompanije tj. rizik bankrota koji je determiniran strukturom kapitala (odnos duga prema dioničkoj glavnici) te dospijecem duga prema vjerovnicima.

Smatra se da obveznice imaju manji rizik od dionica. Ulaganja u obveznice izvršena kupnjom obveznica od izdavatelja obično se drže do datuma dospijeca, a u tu svrhu se redovito prikupljaju kuponi (odnosno kamate), kao i cjelokupni iznos ulaganja na dospijecu. Rizik koji ulagači snose (osim rizika inflacije) jest da izdavatelj obveznica možda neće moći ispuniti svoje obveze, platiti kamate i otplatiti glavnici ulaganja. To se naziva kreditnim rizikom.

„Glavna prednost financiranja dokapitalizacijom tj. emisijom dionica je mogućnost pribavljanja potrebnog kapitala. Na taj se način može prikupiti više sredstava nego što se može dobiti uzimanjem kredit od banaka ili iz drugih sličnih izvora. Individualni investitori

---

<sup>11</sup> Orsag, S. (2011) Vrijednosni papiri: investicije i instrumenti financiranja. Sarajevo: Revicon, str. 348

<sup>12</sup> Orsag S. (2009.): Financiranje emisijom vrijednosnih papira, RIFIN, Zagreb, str.139

<sup>13</sup> Orsag S. (2009.) Financiranje emisijom vrijednosnih papira, str. 326

na raspolaganju imaju određenu štednju koja sama nije dovoljna za neko poduzeće, ali emisija vrijednosnih papira putem tržišta omogućuje povezivanje individualnih štednji pojedinaca koje kroz ulaganja služe poduzeću za financiranje velikih projekata, podmirenje dugova, restrukturacije i ostale aktivnosti zbog kojih se poduzeće odlučuje na financiranje emisijom. Posebnost financiranja emisijom dionica je i to što je investitorima važno da su dugoročni vrijednosni papiri tržišni instrumenti koji se mogu preprodavati na sekundarnom tržištu kapitala.“<sup>14</sup>

Kao izvor sredstava s najmanjim rizikom, obveznice imaju najveću prednost. Obveznice također karakteriziraju niži troškovi emisije u odnosu na emisije dionica. Pri izdavanju obveznica komercijalne banke djeluju kao aranžeri. Uz svoju ulogu aranžera, oni mogu djelovati i kao sponzori za izdavanje korporativnih obveznica. U tom će slučaju banka otkupiti sve obveznice, odnosno, bez obzira na kamate na obveznice i prodaju na primarnom tržištu, tvrtka će od banke dobiti sredstva koja planira prikupiti emisijom. To znači da banka sama snosi rizik prodaje i preprodaje obveznica. Stoga je razumljivo da će banka prije zaključenja takve transakcije procijeniti kreditni rizik tvrtke, posebno ako ne uzima imovine u zalog.

Ostale prednosti obveznica uključuju pozitivne marketinške učinke koje donosi potreba za transparentnošću investitora. Nedostatak obveznica je što su njihove cijene osjetljive na promjene čimbenika kao što su kamatne stope i opće tržišne cijene, duga dospjeća, povećana tržišna potražnja i troškovi realizacije.

Različiti faktori utječu na izbor izvora financiranja. Neki od njih su ciljevi poduzeća, očekivanja, ali i dobre i loše strane pojedinih izvora financiranja. Izbor izvora financiranja ovisi o tome je li poduzeće trenutno u prosperitetnom ili stagnirajućem stanju, pa se izvori financiranja rangiraju u skladu s tim.

---

<sup>14</sup> Orsag, S., Vrijednosni papiri; Investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo, 2011

## 3. Tržište kapitala

### 3.1. Pojam i uloga tržišta kapitala

„Tržište kapitala po svojoj veličini i raznolikosti danas ima nezamjenjivu i vrlo važnu ulogu u globalnom ekonomskom razvoju jer državi, privredi, financijskim institucijama, stanovništvu i svim zainteresiranim stranama omogućuje brojne pozitivne efekte.“<sup>15</sup> Javni sektor svojim zaduživanjem na tržištu kapitala ostvaruje niže troškove financiranja te pridonosi smanjenju rizika koji se odnosi na tradicionalno financiranje posredovanjem banaka, a privredi se omogućuje stalno vrednovanje vlastite imovine i nesmetan pristup dugoročnim novčanim sredstvima ili trajnim sredstvima, tj. kapitalu. Za segment stanovništva i sve zainteresirane investitore tržište kapitala je profitabilna ulagačka opcija i alternativa bankovnom depozitu.<sup>16</sup>

„Financijsko se tržište može najopćenitije definirati kao mjesto na kojem se susreću ponuda i potražnja financijskih sredstava. Promet financijskim sredstvima odvija se uporabom određenih financijskih instrumenata. Financijski su instrumenti, u najširem smislu riječi, ugovori u kojima su sadržana prava i obveze iz nekoga financijskog odnosa. Stoga se financijsko tržište može definirati i kao mjesto na kojem se obavlja promet financijskim instrumentima.“<sup>17</sup>

„U užem smislu financijsko tržište jest mjesto na kojem se obavlja promet vrijednosnih papira. Riječ je o tržištima vrijednosnih papira, na kojima dionička društva konkuriraju svojim investicijskim projektima za kapital decentraliziran i minijaturiziran kod malih štediša po najpovoljnijim uvjetima. Kako bi se tim štedišama osigurale atraktivne zamjene za klasične oblike štednje, organizacija financijskih tržišta mora omogućiti što je moguće učinkovitije funkcioniranje mehanizma tih tržišta.“<sup>18</sup>

Financijska tržišta možemo promatrati dijeleći ih s obzirom na način organiziranja, vrijeme pojavljivanja financijskog instrumenta u trgovanju (početak ili naknadno trgovanje) i s obzirom na ročnost financijskih instrumenata (Orsag, Dedi, 2014.):

---

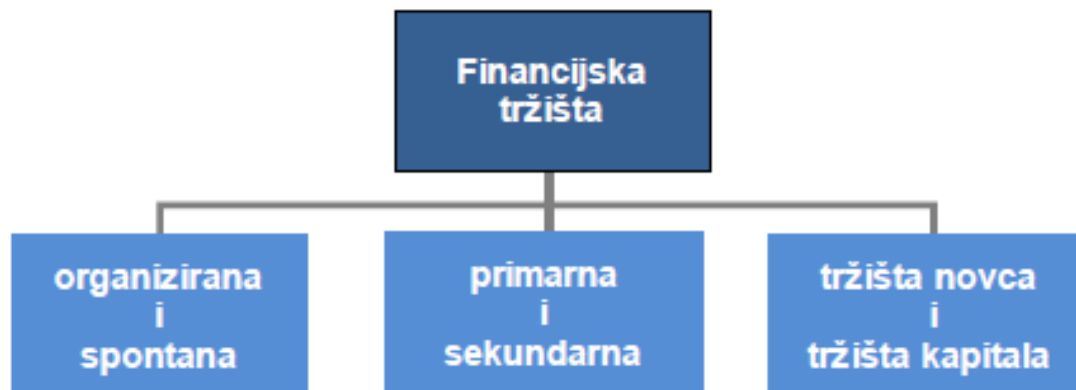
<sup>15</sup> Grahovac, T. (1995.) Uloga i funkcija tržišta kapitala. Slobodno poduzetništvo 24/1995., str 151. – 159.

<sup>16</sup> Orsag, S. i Dedi, L. (2014.) Tržište kapitala: udžbenik za ekonomske škole, Zagreb: Alka script

<sup>17</sup> Prohaska, Z. (1996.) Analiza vrijednosnih papira, Zagreb, Infoinvest, str. 15.

<sup>18</sup> Orsag, S. i Dedi, L. (2014.) Tržište kapitala: udžbenik za ekonomske škole, Zagreb: Alka script

Slika 2. Podjela financijskih tržišta



Izvor: Orsag, S. i Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala: udžbenik za ekonomske škole*, Zagreb: Alka script

„Tržište kapitala može biti primarno ili sekundarno. Operacije na tržištu kapitala mogu se odvijati spontano ili pak organizirano, pa se može govoriti o institucijama tržišta kapitala. U modernoj organizaciji sekundarnog trgovanja može se govoriti i o terciarnom i kvartarnom tržištu kapitala.“<sup>19</sup>

Prema Foley-u „jedna od osnovnih uloga tržišta kapitala je povezivanje suficitarnih i deficitarnih ekonomskih subjekata, gdje dolazi do alokacije financijskih sredstava od suficitarnih prema deficitarnim financijskim subjektima. Alokacija se događa pomoću prodaje vrijednosnih papira (dionica, obveznica) ekonomskih subjekata koji nemaju dovoljno financijskih sredstava onim subjektima koji imaju viškove financijskih sredstava.“<sup>20</sup>

U razvijenim tržišnim gospodarstvima gdje je razvijen financijski sustav kada pojedino poduzeće kotira na burzi, omogućen mu je brži rast nego poduzećima koja ne kotiraju na burzi jer je sposobnost nabavljanja kapitala znatno olakšana i uspješnija.

Kao što je prikazano na slici 1, „u najširem smislu tržište kapitala obuhvaća dogovorno tržište dugoročnih kredita i glavnice te tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Tržište vrijednosnih papira jest tržište kapitala u užem smislu. Poduzeća trebaju kapital za različite svrhe. Ponajprije za vođenje dnevnih operacija potreban je obrtni kapital, a za dugoročno financiranje potrebno je formiranje fiksnih sredstava, financiranje proširenja i razvoja novih procesa ili proizvoda.“<sup>21</sup>

Fakins i Mishkin (2005.) smatraju da poduzeće može stvoriti takav dugoročni kapital na dva načina:

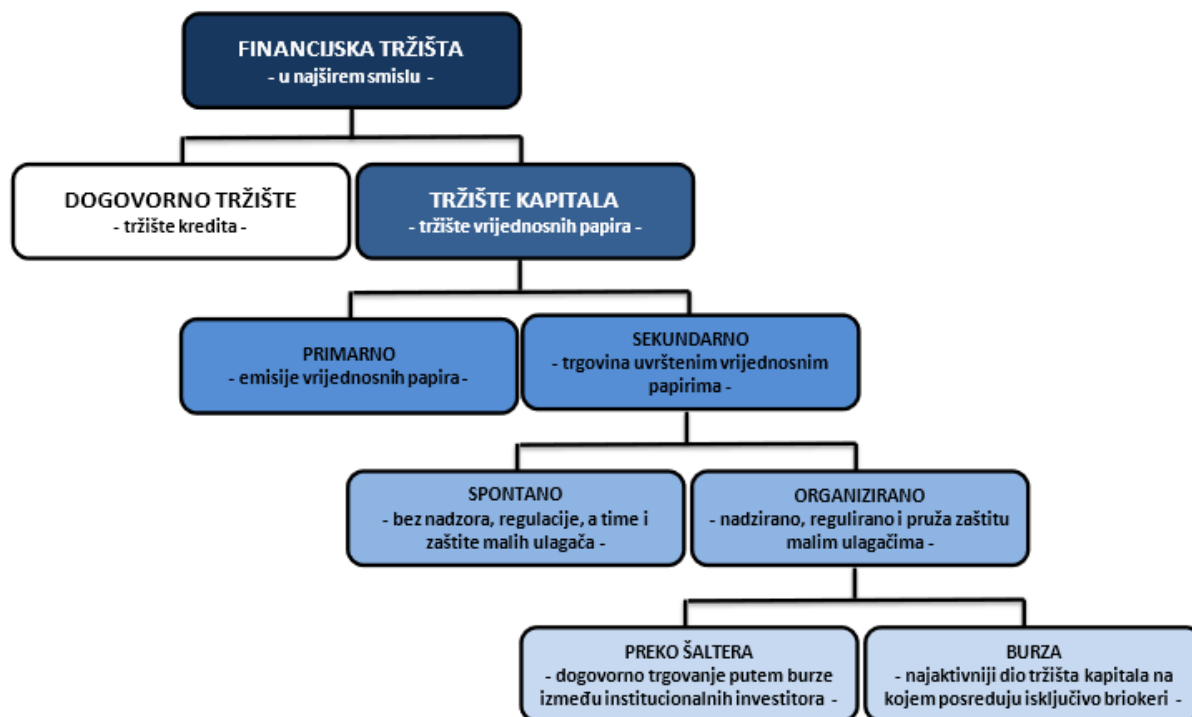
- interno, kroz tijek novca poduzeća, ili
- eksterno, kroz bankarski sustav ili javna tržišta kapitala, ovisno o veličini i prirodi poduzeća.

<sup>19</sup> Orsag, S. i Dedi, L. (2014.) *Tržište kapitala: udžbenik za ekonomske škole*, Zagreb: Alka script

<sup>20</sup> Foley Bernard, J. (1998.): *Tržišta kapitala*, MATE, Zagreb, str.20-25

<sup>21</sup> Foley Bernard, J. (1998.): *Tržišta kapitala*, MATE, Zagreb, str.20-25

Slika 3. Struktura financijskog tržišta



Izvor: Orsag, S. (2011): *Vrijednosni papiri: investicije i instrumenti financiranja*, Sarajevo, Revicon

Stoga se vrijednosni papiri mogu prodati samo jednom na primarnom tržištu, jer to uključuje uvođenje novih vrijednosnih papira od početnog izdavanja. Investicijske banke, pojavljuju se kao posrednici na glavnim tržištima kapitala. Na primarnom su tržištu posebno važne informacije o kreditnoj sposobnosti izdavatelja vrijednosnih papira i ocjeni tvrtke. (Mishkin, Eakins, 2005.)

„Na sekundarnom tržištu, vrijednosni papiri mijenjaju svoje vlasnike i ono omogućuje mobilnost te održavanje likvidnosti. Kada individualni investitor kupi vrijednosni papir na sekundarnom tržištu, osoba koja je prodala papir zauzvrat dobiva novac, no tvrtka koja je izdala vrijednosnicu ne dolazi do novih sredstava.“<sup>22</sup> To znači da prvobitni izdavatelji vrijednosnih papira koji su predmet trgovanja nisu direktno uključeni u transakcije na sekundarnom tržištu. Izdavatelji vrijednosnica dobivaju ovim putem relevantne informacije o trenutnoj tržišnoj vrijednosti financijskih instrumenata, a time i tržišnu vrijednost svojeg poduzeća. Zbog nedovoljne likvidnosti i veće neizvjesnosti u nemogućnosti unovčavanja potraživanja na sekundarnom tržištu, ulagači će oklijevati ulagati u takve vrijednosnice, što će uvelike utjecati na opseg trgovanja na primarnom tržištu. (Vidučić, 2011.)

<sup>22</sup> Orsag S. (2009.) *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, str. 11

„Osim podjele na primarno i sekundarno tržište, postoji podjela na tržište kapitala u užem smislu te tržište kapitala u širem smislu. Tržište kapitala u užem smislu je tržište za transakcije srednjoročnim i dugoročnim kreditnim i vlasničkim vrijednosnicama javno emitiranim ili privatno plasiranim. Dodamo li ovom tržištu i tržište srednjoročnih i dugoročnih bankarskih kredita dobivamo tržište kapitala u širem smislu.“ (Vidučić, 2011.)

„Tržišta kapitala imaju brojne važne funkcije, no prvenstveno ona su mehanizam koji omogućuje prijenos sredstava koja se mogu investirati od ekonomskih subjekata s financijskim viškom prema onima s financijskim manjkom. To se postiže prodajom vrijednosnica, dionica ili obveznica, onima koji imaju višak sredstava.“ (Foley, 1993.)

Tržišta kapitala su tržišta koja trguju vlasničkim udjelom (dionicama) i dužničkim (obveznicama) instrumentima s dospelom dužim od godinu dana. Glavni nosioci vrijednosnih papira na tržištima kapitala su korporacije i vlade. Kućanstva su glavni dobavljači sredstava za te vrijednosne papire. S obzirom na njihov dug i rok dospelosti, ti instrumenti imaju širu fluktuaciju cijena na sekundarnim tržištima na kojima trguju nego instrumenti na tržištu novca. Naime, uz sve druge konstante dužnički instrumenti s dugoročnim dospelom imaju veću fluktuaciju cijena za određenu promjenu u kamatnim stopama nego dužnički instrumenti s kratkoročnim dospelom. (Saunders, Cornett, 2006.)

Kao glavni akteri na tržištu kapitala pojavljuju se institucionalni investitori u užem smislu kao najvažnije nebankovne financijske institucije. Prikupljanjem sredstava od brojnih štediša i poduzeća predstavljaju najveće kupce vrijednosnih papira na tržištima. Na taj način se oslobađa kapital raspoloživ za investicije, odnosno ulaganja u produktivne svrhe, što u konačnici ima pozitivan utjecaj na rast gospodarstva. Uvođenjem financijskih inovacija, deregulacijom i globalizacijom financijskih tržišta značaj nebankovnih financijskih posrednika postao je sve veći, a financijski sustavi sve razvijeniji. Tržišta kapitala i institucionalnih, nebankovnih investitora preuzela su odlučujuću u logu razvoja financijskih sustava. Tržišno orijentirani sustav je mnogo volatilniji, u stanju je brže transferirati kapital prema novim (mladim) kompanijama u rastućim industrijskim granama, te je u stanju udovoljiti različitim preferencijama ulagača u smislu odnosa rizičnosti i povrata te likvidnosti i transparentnosti ulaganja. (Prga, I. et al., 2009.)

„Institucionalni investitori važan su dio financijske strukture, jer smanjuju transakcijske troškove i omogućuju individualnim investitorima da profitiraju od postojanja financijskih tržišta.“<sup>23</sup> Pojedinačni ulagači imaju pravo dobiti odgovarajući povrat kupnjom udjela u investicijskim fondovima, premijama osiguravajućih društava ili uplatom mirovinskih fondova. „U većini slučajeva, samostalnim ulaganjima na tržištu ostvarili bi niže povrate uslijed nemogućnosti ulaska na određena tržišta (devizno, novčano, tržište državnih obveznica

---

<sup>23</sup> Olgić Draženović B., (2012.): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske, doktorska disertacija, Sveučilište u Rijeci



i sl), potrebnih visokih denominacija ili ulaganja u nedjeljivu imovinu, nedostupnosti informacija ili nedostatka stručnih znanja i razumijevanja tržišnih odnosa.“<sup>24</sup>

Odnosno, zbog velike uloge pojedinačnih ulagača, institucionalni ulagači imaju veliku količinu kombinirane štednje, smanjujući tako transakcijske troškove, a troškove profesionalnog upravljanja portfeljem dijeli velik broj ulagača. Ukratko, zbog ekonomije razmjera, a ponekad i mogućnosti zarade od ekonomije opsega, moguće je da pojedinačni ulagači ostvare maksimalan povrat pod danim uvjetima rizika. Iz navedenog proizlazi mogućnost maksimiziranja povrata za dani rizični profil individualnih ulagatelja zbog mogućnosti da profitiraju na ekonomiji obujma, a ponekad i na ekonomiji obuhvata. (Mishkin, Eakins, 2005.)

Prema tome, prednosti institucionalnih investitora u odnosu na direktna ulaganja na financijskim tržištima su (Davis i Steil 2001):

- Diverzifikacija rizika – različitim kombinacijama domaćih vrijednosnih papira i međunarodnim ulaganjima omogućuje se povoljniji odnos rizika i povrata ulaganja za razliku od direktnih investitora;
- Veća likvidnost ulaganja – institucije preferiraju velika i likvidna tržišta kapitala i standardizirane instrumente visokog stupnja utrživosti, što ulagateljima pruža sigurnost i mogućnost dezinvestiranja<sup>18</sup>;
- Informacijska intermedijacija – sposobnost institucionalnih investitora da prikupljaju i procesuiraju informacije;
- Usklađivanje aktive i obveza po dospijeću – prevladavaju dugoročne obveze te profitabilniji i rizičniji instrumenti dužeg roka dospijeća, iako se u slučaju ročne transformacije sredstava ne dovodi u pitanje likvidnost institucionalnog investitora;
- Ekonomija razmjera – manji su prosječni troškovi za investitora zbog veličine institucija, visokih iznosa prikupljenih sredstava i manjih transakcijskih troškova.

„Institucionalni investitori kao “veliki igrači” na tržištu neizbježni su u procesu financiranja državnih deficita i otplate javnog duga kupnjom državnih vrijednosnih papira te se u većini razvijenih ekonomija javljaju kao najvažniji kreditori države. Stoga se može reći da su za razvoj institucionalizirane štednje ključnu ulogu imale državne vlasti i to: razvojem tržišta javnog duga te raznim državnim i društvenim reformama.“<sup>25</sup> Promatrajući to sa šireg aspekta, može se reći da intervencija države može dovesti do poboljšanja tržišta kapitala ali i cijelog gospodarstva. Osnovni problem koji se može javiti u postupanju institucionalnih investitora proizlazi iz različitih ciljeva investitora i fond menagera odnosno iz mogućnosti da fond menager upravlja imovinom suprotno interesima klijenta ili u skladu s interesima povezane financijske institucije. (Stiglitz i dr., 1993.)

---

<sup>24</sup> Olgić Draženović B., (2012.): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske, doktorska disertacija, Sveučilište u Rijeci

<sup>25</sup> Olgić Draženović B., (2012.): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske, doktorska disertacija, Sveučilište u Rijeci

Snage ponude izvode se iz superiorne sposobnosti institucionalnih investitora u izvršavanju funkcija financijskog sustava u odnosu na ostale oblike ulaganja (bankovni depoziti i direktna ulaganja u vrijednosne papire). Viša kompetitivnost institucionalnih investitora koja potiče investitore na ulaganja proizlazi iz sljedećih čimbenika ponude (Davis i Steil 2001):

- mogućnost diverzifikacije portfolija (zakonodavni okvir i razvijenost financijskog tržišta);
- rast likvidnosti;
- poboljšanje korporativne kontrole;
- jačanje procesa deregulacije koji pogoduju razvoju institucionalnih investitora;
- korištenje prednosti tehnološkog razvoja neophodnih za pribavljanje i obradu informacija;
- povećana kompetitivnost na tržištu;
- smanjenje troškova potrebnog vremena potrebnih za osnivanje financijske institucije;
- povećanje količine i vrsti distribucijskih kanala.

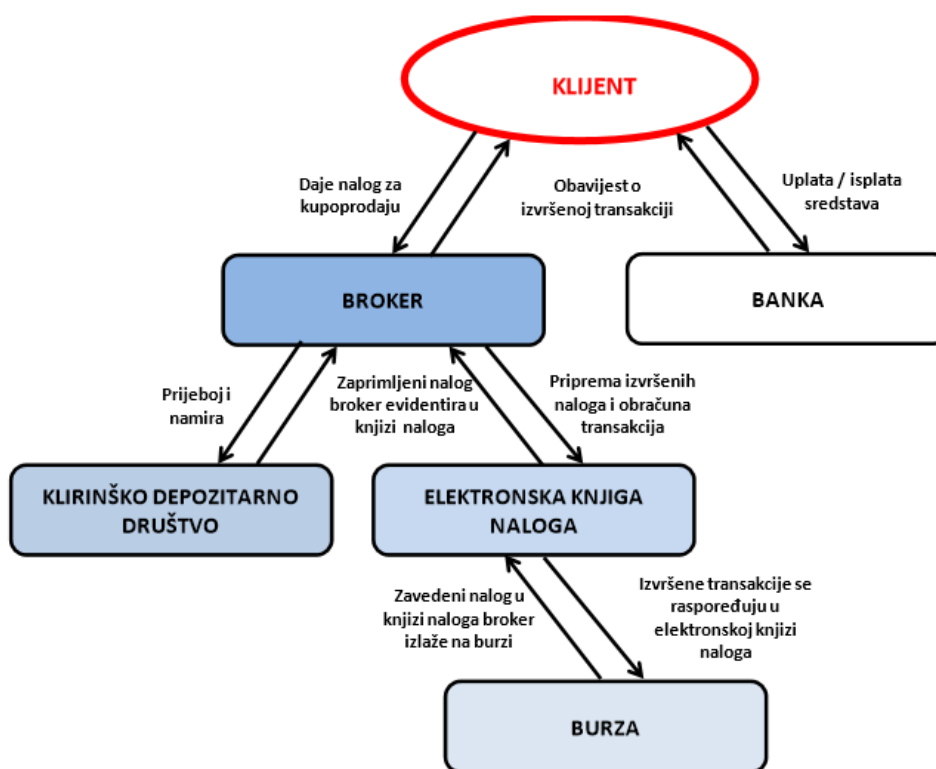
### 3.2. Infrastruktura tržišta kapitala

Institucije koje djeluju na hrvatskom tržištu kapitala, regulatorne, uslužne i ostale institucije imaju zadaću da pripreme potrebnu infrastrukturu za efikasno djelovanje i nadzor tržišta kapitala.

Institucije tržišta kapitala prema Gašparoviću (2001.) u Hrvatskoj su:

- Središnje klirinško depozitarno društvo (u daljnjem tekstu: SKDD);
- Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (Hanfa);
- Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja;
- Direkcija za nadzor društava za osiguranje;
- Hrvatska narodna banka (u daljnjem tekstu: HNB);
- Burza

Slika 4. Funkcioniranje burzovne trgovine



Izvor: Jurjević M. (2016.): *Poduzetničko reorganiziranje investicijskog društva u RH, specijalistički poslijediplomski rad, Zagreb*

Slika 3. prikazuje način funkcioniranja burzovne trgovine na hrvatskom financijskom tržištu. Najvažniji sudionici su klijent i njegova poslovna banka, broker, elektronska knjiga naloga, burza (ZSE) i klirinško depozitarno društvo (SKDD). U centru svega je klijent i njegov odnos s poslovnom bankom u kojoj ima novčani račun i brokerom kojemu daje nalog za trgovinu. Broker obavlja radnje u elektronskoj knjizi naloga i burzi te u klirinškom depozitarnom društvu u svezi s prijebojem i namirama vrijednosnih papira.

SKDD je nezaobilazna institucija svakog razvijenog, efikasnog i sigurnog tržišta kapitala. Poznata je u financijskom svijetu pod nazivom središnji depozitorij, koji svojim postojanjem pruža investitorima jamstvo da će se procesi prijeboja (eng. clearing) i namire sklopljenih pravnih poslova s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima (eng. settlement) odvijati punom pravnom sigurnošću te neće biti nesporazuma između kupaca i prodavatelja vrijednosnih papira.<sup>26</sup>

Kako bi se očuvala stabilnost i osigurala zakonitost poslovanja subjekata tržišta kapitala kao i cjelokupnog financijskog sustava, 2005. osnovana je Hrvatska agencija za nadzor financijskih

<sup>26</sup> <http://www.skdd.hr/> (pristupljeno 11.08.2019.)

usluga (HANFA). Hanfa je samostalna pravna osoba s javnim ovlastima u čijem su djelokrugu i nadležnosti<sup>27</sup>:

- nadzor financijskog tržišta,
- nadzor svih pravnih ili fizičkih osoba (subjekti nadzora) koje se bave pružanjem financijskih usluga, savjetovanjem na financijskom tržištu, prodajom, posredovanjem ili upravljanjem imovinom korisnika financijskih usluga te
- nadzor financijskih usluga koje subjekti nadzora pružaju.

Agenciji za zaštitu tržišnog natjecanja cilj je osigurati moderan pristup provedbi sustava mjera zaštite tržišnog natjecanja koji je usredotočen na preventivno djelovanje i obustavljanje praksa koje narušavaju tržišno natjecanje i nanose štetu potrošačima, a ne na zaštitu konkurenata.

HNB je hrvatska središnja banka. Cilj Hrvatske narodne banke jest održavanje stabilnosti cijena. Ne dovodeći u pitanje ostvarivanje svojega osnovnog cilja, Hrvatska narodna banka podupire gospodarsku politiku Republike Hrvatske i pritom djeluje u skladu s načelima otvorenoga tržišnog gospodarstva i slobodne konkurencije.<sup>28</sup>

Burza je organizirano tržište na kojem se trguje određenom robom, uslugama, vrijednosnim papirima i novcem. Tu se sastaju kupci i prodavatelji koji na temelju određenih pravila sklapaju kupoprodajne ugovore. Burze dijelimo prema predmetu poslovanja i prema imovinskopravnim obilježjima. U Hrvatskoj su do 2007. godine postojale dvije glavne burze, Zagrebačka i Varaždinska burza. U 2007. godini proces spajanja Varaždinske i Zagrebačke burze priveden je kraju i u Hrvatskoj danas postoji samo jedna burza, i to Zagrebačka burza.<sup>29</sup>

Prema Orsagu (2009.) „na tržištu kapitala važnu ulogu obavljaju financijski posrednici i posrednici pri kupnji vrijednosnih papira. Tu se ubrajaju specijalisti za kupoprodaju vrijednosnih papira, burzovni mešetari, investicijske kuće, banke i druge financijske organizacije, te investicijski bankari.“<sup>30</sup>

U financiranju vrijednosnim papirima, Orsag (2009.) definira investicijske fondove kao „institucije koje kanaliziraju ušteđena sredstva pojedinaca na tržište kapitala. Radi se o institucionalnim investitorima koji posreduju na tržištu vrijednosnih papira tako da emitiraju svoje vrijednosne papire, prvenstveno dionice, kojima prikupljaju sredstva za kupnju vrijednosnih papira poduzeća i drugih primarnih emitenata. Zbog toga se dionice investicijskih kuća nazivaju sekundarnim vrijednosnim papirima.“<sup>31</sup> Investicijski fondovi najvažniji su institucionalni investitori. Svoju osobnu ušteđevinu polažu na tržište kapitala. Investicijski fondovi izdaju svoje vrijednosne papire, uglavnom dionice, kako bi prikupili sredstva potrebna za kupnju vrijednosnih papira tvrtki i drugih glavnih izdavatelja. Zbog toga se dionice investicijskog fonda nazivaju sekundarnim vrijednosnim papirima. Otvoreni

---

<sup>27</sup> <http://www.hanfa.hr/> (pristupljeno 11.08.2019.)

<sup>28</sup> <http://www.hnb.hr/> (pristupljeno 11.08.2019.)

<sup>29</sup> <http://zse.hr/> (pristupljeno 11.08.2019.)

<sup>30</sup> Orsag S. (2009.) *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, str. 16

<sup>31</sup> Orsag, S. i Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala: udžbenik za ekonomske škole*, Zagreb: Alka script

investicijski fondovi najčešće se pojavljuju. Ti se fondovi često nazivaju uzajamnim fondovima, posebno za prilike u Sjedinjenim Državama. (Orsag, Dedi, 2014.)

„Najvažniju funkciju s aspekta poduzeća koja iznose na tržište vrijednosnih papira imaju investicijski bankari. Zbog toga je potrebno detaljnije obraditi značaj i ulogu investicijskog bankarstva. Investicijsko bankarstvo označava posredovanje pri emisiji vrijednosnih papira i uopće financijsko posredovanje prilikom financiranja projekata. Time su obuhvaćeni svi poslovi od pripreme same emisije pa do distribucije vrijednosnih papira krajnjim kupcima odnosno investitorima. Izraz investicijski bankar označava specijalistu za posredovanje pri emisiji vrijednosnih papira i to kako pojedinaca tako i organizacije u kojima se obavljaju ti poslovi, investicijske banke. Formalno gledano investicijske banke postoje samo u Sjedinjenim Američkim Državama i Kanadi. U ostalim zemljama banke posluju kao univerzalne banke koje uz kreditne poslove obavljaju i poslove investicijskog bankarstva. Tako je uređen i naš bankarski sustav što ne isključuje specijalizaciju pojedinih financijskih institucija u smjeru investicijskog bankarstva.“<sup>32</sup>

### 3.3. Struktura kapitala

Velika se kontroverza razvila oko pitanja da li struktura kapitala nekog poduzeća, koja je određena odgovarajućim odlukama o financiranju, utječe na njegovu ukupnu vrijednost. Tradicionalisti tvrde da poduzeće može smanjiti svoj trošak kapitala i povećati tržišnu vrijednost po dionici pravilnom upotrebom financijske poluge. Modigliani i Miller, s druge strane, tvrde da su u odsutnosti poreza i drugih tržišnih nesavršenosti, ukupna vrijednost poduzeća i pripadajući troškovi kapitala neovisni o strukturi kapitala. Teza se temelji na naznaci da postoji očuvanje investicijske vrijednosti. Bez obzira kako se dijeli između potraživanja duga i trajnog kapitala, investicijska vrijednost poduzeća ostaje ista. Prema tome, za korištenje financijske poluge kaže se da je beznačajno. Vidjeli smo da je behavioristička podrška MM pozicije temeljena na procesu arbitraže.

U svijetlu poreza na prihod, postoji bitna prednost upotrebe duga, koja se smanjuje prisustvom neizvjesnosti poreznog zaklona, posebno ako je korištenje financijske poluge visoko. Uvođenjem poreza na osobni prihod i višu stopu poreza na osobni prihod od duga u odnosu na prihod od dionica, porezna prednost duga se smanjuje. Kod ekstremnog korištenja financijske poluge, troškovi stečaja djeluju na štetu korištenja financijske poluge. Kombinacija neto poreznog efekta i troškova stečaja rezultirat će u optimalnoj kapitalnoj strukturi. Druge tržišne nesavršenosti - poput institucionalnih ograničenja na ponašanje kreditora i investitora u dionice - ometaju uravnoteženje cijena dionica prema očekivanom povratu i riziku. Kao rezultat svega toga, korištenje financijske poluge može utjecati na vrijednost poduzeća. (Karaman, 2010.)

„Naime, kada su bilance financijskih posrednika „snažne“, njihov stupanj financijske poluge (omjer duga i kapitala) postaje niži od zahtijevanog. Budući da posrednici u bilanci imaju višak kapitala, moraju pronaći način kako ga dalje oploditi – u industrijskim poduzećima ovo se naziva višak kapaciteta. U financijskim poduzećima višak kapaciteta se može shvatiti kao

---

<sup>32</sup> Orsag S. (2009.): *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, RIFIN, Zagreb, str.17

likvidnost, pri čemu je snaga agregatne likvidnosti povezana s time koliko financijski posrednici traže zajmoprimce u koje će uložiti višak sredstava. Autori promatraju kako se ponašaju pojedinci u situaciji kada se bilance kontinuirano prilagođavaju tržišnim kretanjima (tzv. „mark-to-market“ računovodstvo).<sup>33</sup>

„Kada bi financijski posrednici bili pasivni te ne bi prilagođavali bilance promjenama u neto imovini tada bi stupanj financijske poluge padao kada imovina raste, a veza između financijske poluge i veličine bilance bi bila negativna. Podaci pokazuju da komercijalne banke ciljaju fiksni stupanj financijske poluge bez obzira na ciklus. Autori smatraju da je to zato da bi dobile povoljnije ocjene rejting agencija te imale niže troškove pribavljanja kapitala. S druge strane, investicijske banke su izrazito prociklične, i to na način da se stupanj financijske poluge (omjer duga i kapitala) povećava za vrijeme ekspanzija (što drastično povećava likvidnost) te se smanjuje za vrijeme recesija (što može uzrokovati nedostatak likvidnosti, koji je zabilježen u zadnjih godinu dana, te pad vrijednosti imovine). Takvo ponašanje uzrokuje snažnu procikličnost. U tom smislu, kada dolazi do viška likvidnosti, cijene imovina snažno rastu, a u slučaju pada cijena imovine dolazi do nagle rasprodaje imovine koja uzrokuje drastičan pad cijena.“<sup>34</sup>

Jurman (2005.) navodi kako „izdavatelji vrijednosnih papira mogu biti poslovne organizacije, država, gradovi i lokalne zajednice tj. sve one pravne osobe koje mogu steći povjerenje investitora da će njihov novac, investiran u kupnju vrijednosnih papira, biti iskorišten za poslovnu aktivnost ili za opće dobro. Osim toga, izdavatelji vrijednosnih papira moraju uvjeriti investitore da će oni dobiti i odgovarajući prinos na svoja ulaganja: kod kupnje dionica to su kapitalni dobitak (razlika u cijeni dionice između kupnje i prodaje) i dividende, a kod obveznica to su kamate. Kamate na obveznice obično su malo više od bankovnih kamata na štednju pa je kupnja zanimljivija investitorima od same štednje. Ipak, to je ulaganje s umjerenim ili vrlo malim rizikom jer se očekuje da su izdavatelji obveznica isto tako pouzdani kao i banke.“

U našoj zemlji izdavanje obveznica uobičajenije način prikupljanja novca za potrebe državnog proračuna, a tek su rijetka poduzeća (na primjer: Podravka) i lokalne zajednice (na primjer: Istarska županija i grad Koprivnica) odlučile financirati dio svojih potreba emisijom obveznica. Ulaganje u dionice više je rizično od štednje ili ulaganja u obveznice, ali zato investitori očekuju i više prinose od kapitalnog dobitka i od dividende.

---

<sup>33</sup>Financijski sustav i makoekonomska otpornost, dostupno na: <http://hub.dev.perpetuum.hr/hr/financijski-sustav-i-makroekonomska-otpornost-%E2%80%93-%C5%A1to-misle-sredi%C5%A1nji-bankari>

<sup>34</sup> Financijski sustav i makoekonomska otpornost, dostupno na: <http://hub.dev.perpetuum.hr/hr/financijski-sustav-i-makroekonomska-otpornost-%E2%80%93-%C5%A1to-misle-sredi%C5%A1nji-bankari>

## 4. Investicijsko bankarstvo

### 4.1. Pojam investicijskog bankarstva

„Unatoč svom nazivu, investicijska banka nije ni banka ni financijski posrednik u uobičajenom smislu, odnosno, ona ne uzima depozite koje potom posuđuje. Umjesto toga, investicijska banka drugačiji je tip posrednika koji pomaže korporacijama pri izdavanju vrijednosnica. Prvo savjetuje korporaciju o vrsti vrijednosnica koju bi trebala izdati (dionice ili obveznice); nakon toga pomaže plasirati (potpisuje) vrijednosnice kupujući ih od korporacije po unaprijed utvrđenoj cijeni i prodajući ih po tržištu. Investicijske banke mogu ujedno djelovati pri sklapanju poslova i zgrabiti ogromne naknade pomažući korporacijama pri stjecanju vlasništva nas drugim kompanijama putem spajanja i preuzimanja“.<sup>35</sup>

„Investicijsko bankarstvo je posebna podgrana bankarstva koja povezuje tržište kapitala i one koji žele sudjelovati na tržištu kapitala. Uloga banke u ovome procesu je dvostruka: izdavačka i posrednička. Banka sudjeluje u primarnoj emisiji financijskih instrumenata, odnosno omogućuje nastajanje i izlaženje financijskih instrumenata na tržišta kapitala. Isto tako banka omogućuje svojim klijentima, putem brokerskih poslova, pristup sekundarnom tržištu kapitala. Banka koja u svojem poslovanju obuhvaća poslove investicijskog bankarstva, primarno obavlja uslugu posrednika. Posredovanje banke znači da se banka javlja kao agent ili izvršitelj za treću stranu. U tom slučaju banka sudjeluje u poslovima investicijskog bankarstva, ali ne za sebe nego za treću stranu.“<sup>36</sup>

Prema Gregureku i Vidakoviću (2011.) postoje dvije posredničke funkcije investicijskog bankarstva:

- alociranje imovine vlasnicima financijskih instrumenata usklađivanjem oscilacija vrijednosti ovisno o riziku/prinosu/likvidnosti koje se dodaju financijskoj imovini, na temelju usklađivanja s realnom imovinom
- izravno spajanje putem financijskog tržišta štednje i banaka s onima koji žele investirati dodatna sredstva.

Funkcije investicijskih banaka su mnogostruke (Gregurek, Vidaković, 2011.):

- pomoć pri odlučivanju i kreaciji emisije (analiza projekta, kreiranje vrijednosnice, pribavljanje odobrenja od nadležnih komisija za vrijednosnice, pribavljanje rejtinga, izrada prospekta);
- upis (engl. *underwriting*) cijele emisije ili organizacije sindikata (kupovne grupe) uz preuzimanje rizika rasprodaje na malo ili preko dilera;
- prodaja ili distribucija vrijednosnica;
- brokersko-dilerski poslovi na sekundarnom tržištu;
- poslovi stjecanja, spajanja, pripajanja i rekonstruiranja poduzeća;
- osnivanje i vođenje investicijskih fondova.

<sup>35</sup> Mishkin, F.S., (2006.): Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta. Zagreb, str. 42.

<sup>36</sup> Gregurek M., Vidaković N. (2011.): Bankarsko poslovanje, RRIF plus d.o.o., Zagreb

Investicijske banke danas su prema Mishkinu (2006.) „full service“ financijske tvrtke koje obavljaju poslove na primarnom i sekundarnom tržištu vrijednosnica. Iako nose naziv „investicijska banka“, nisu banke niti su depozitne institucije, a još manje su investicijske razvojne banke, već se ovim pojmom označava svaka financijska institucija kojoj je glavno obilježje posredovanje pri emisiji i distribuciji vrijednosnica, a sve više i održavanje emisijskog tečaja i sekundarnog tržišta. Stoga je ispravnije govoriti o investicijskom bankarstvu nego o investicijskim bankama, o čemu svjedoči i lista najvećih takvih institucija u svijetu.

Gregurek i Vidaković (2011.) ističu „kako Banka može sa svojim sredstvima sudjelovati u ovoj funkciji, a ne samo posrednik. Kod financijskih instrumenata postoje mnoge varijacije, no dva osnovna instrumenta su dionice koje predstavljaju obvezu poduzeća po kapitalu, odnosno obveze poduzeća prema vlasniku; te dužnički instrumenti – obveznice koje predstavljaju financijske obveze poduzeća prema vlasnicima tih dužničkih instrumenata. Banka omogućuje svojim klijentima trgovanje financijskim instrumentima; tako je putem banke moguće da klijent kupi ili proda neki financijski instrument. To je proces trgovanja na sekundarnom tržištu. Sekundarno tržište nije ništa drugo nego jasno definirano mjesto na kojemu se izmjenjuje vlasništvo. Cijene dionica i obveznice nemaju nikakav utjecaj na život sudionika u ekonomiji, već samo odražavaju već postojeće ili očekivano stanje ekonomije. Ako je ekonomija dobra, stabilna, raste i razvija se, rast će i tržište dionica, Ako ekonomija nije dobra, nezaposlenost raste, realni rast je negativan ili su očekivanja loša, svi će se ovi indikatori pokazati i na tržištu dionica.“<sup>37</sup>

„Investicijsko bankarstvo značajno je za banke jer predstavlja bitan izvor prihoda. Osim trgovanja za vlastiti račun, što je iznimno rizično, ostali poslovi investicijskog bankarstva imaju malu rizičnost za banku jer je riječ o posredničkim poslovima. Banka se naplaćuje putem naknada za obavljene posao. Tako za primarne emisije banke uzimaju određenu naknadu koja je obično postotak od ukupnog izdanja. S obzirom na to da je proces primarnog izdanja unaprijed definiran i obično je jednak, bez obzira na veličinu izdanja, posao investicijskog bankarstva je također karakterizirano i s malom potrebom za zaposlenicima. Potrebno je istaknuti da je posao investicijskog bankarstva najprofitabilnija djelatnost unutar bankarskog poslovanja.“<sup>38</sup> (Gregurek i Vidaković, 2011.)

## 4.2. Poslovi investicijskih banaka

„Za što bolje razumijevanje razlike između investicijske i komercijalne banke, potrebno je razumjeti povijesni kontekst u kojemu su te banke nastale. Razlozi podjele ovih banaka posljedica su velike krize iz 1930-ih godina koja je nastala zbog špekulativnih balona na tržištu dionica i nekretnina. Banke kao financijske institucije svojim su politikama i uslugama aktivno pridonijele kreiranju toga balona. Ekonomska kriza koja je uslijedila stvorila je prostor za novu regulativu koja je podijelila univerzalne banke na komercijalne i investicijske. S obzirom na to da su se najveća previranja za vrijeme velike depresije odvijala u SAD-u,

---

<sup>37</sup> Gregurek M., Vidaković N. (2011.): Bankarsko poslovanje, RRiF plus d.o.o., Zagreb

<sup>38</sup> Gregurek M., Vidaković N. (2011.): Bankarsko poslovanje, RRiF plus d.o.o., Zagreb



logično je da se najoštrija i najznačajnija podjela između komercijalnih i investicijskih banaka dogodila upravo u SAD-u. Da bi se što bolje predstavile investicijske banke, potrebno je vratiti se u povijest i vidjeti sliku bankarstva u SAD-u početkom 20. stoljeća.<sup>39</sup>

U to su vrijeme Sjedinjene Države bile zemlja koja je predvodila razvoj globalne financijske industrije. Nakon Prvog svjetskog rata gospodarstvo se brzo razvijalo. Burza i ulaganja na burzi postaju standardni oblik štednje, a mnoge tvrtke traže novi kapital na burzi. Banke su shvatile potencijal rasta vrijednosti tržišta kapitala i počele kreditirati za kupnju dionica. Pojavom kredita potražnja je naglo porasla, ali tržišna potražnja je nerealna i umjetno je stvaraju bankarski zajmodavci. Međutim, porast potražnje proizvodit će reflektirajući odnos: povećanje potražnje povećat će cijenu vrijednosti na burzi, a porast povrata na burzi samo će privući više investitora, koji će dodatno pridonijeti vrijednosti na burzi. Kolaps burze prouzročio je da banke snose teret lošeg osiguranja, koje nije dovoljno i na pravi način osigurano. (Stojanović, Pavković, Krišto, 2014.)

Vrijednost bankarske imovine pala je, banke više ne mogu plaćati depozite, a nedovoljna likvidnost počela je gušiti gospodarski napredak. Financijska kriza prvo je zahvatila banke, a zatim se proširila na realnu ekonomiju. Rezultat ovog procesa bila je ozbiljna kriza koju danas nazivamo Velikom depresijom. Ista situacija ponovila se i 2008. godine, samo što je ovaj put to bilo tržište nekretnina, a ne tržište dionica, ali rezultat i mehanizam isporuke bili su isti.

„Sve do pojave Velike depresije banke su u SAD-u bile univerzalne. S razvojem tržišta kapitala i sve većim ulaganjem građana na tržištu kapitala, banke su proširile svoje poslovanje i na investicijske djelatnosti te su počele posredovati između tržišta kapitala i drugih sudionika u ekonomiji. Građanima su omogućile ulaganje na tržištu kapitala putem sekundarne trgovine, a poduzećima primarnu emisiju financijskih instrumenata. S rastom tržišta ulaganja su postajala sve većima i sve rizičnijima tako daje, s padom vrijednosti dionica, došlo i do sustavne krize koja je poharala i financijski i realni sektor.“<sup>40</sup>

Prema Stojanović, Pavković, Krišto (2014.) „preteča današnjih investicijskih banaka su talijanske srednjovjekovne „merchant“ banke koje su osnivali trgovci žitom u svrhu financiranja proizvodnje i osiguranja od štetnih događaja (piratstva, ratova, nepovoljnih vremenskih uvjeta i sl.). Potraživanja od prodane robe naplaćivali su putem mjenice. „Merchant“ je osiguravao nesmetan proces proizvodnje, transporta i prodaje dobara, a zauzvrat je zarađivao na razlici sadašnje i buduće cijene. „Merchant“ bankarstvo proširilo se na Francusku, Njemačku, Poljsku, Nizozemsku i Veliku Britaniju, a investicijske banke u SAD-u razvile su se iz podružnica europskih banaka.“

Zlatno razdoblje investicijskog bankarstva u SAD-u započinje u devetnaestom stoljeću nakon Građanskog rata kada se počinje graditi željeznički sustav sa svrhom osiguranja infrastrukture za industrijalizaciju. Uz brzu industrijalizaciju, kompanije su počele nuditi i prodavati nove vrijednosnice javnosti, a započela je i intenzivnija trgovina vrijednosnicama na organiziranim tržištima. Rast potražnje za financijskim uslugama doveo je do razvoja i jačanja investicijskih

<sup>39</sup> Gregurek M., Vidaković N. (2011.): Bankarsko poslovanje, RRiF plus d.o.o., Zagreb, str.541

<sup>40</sup> Gregurek M., Vidaković N. (2011.): Bankarsko poslovanje, RRiF plus d.o.o., Zagreb, str.541

banaka poput onih koje su vodili Jay Cooke, J.P. Morgan, Marcus Goldman i Solomon Loeb. Razvojem financijskih tržišta, investicijske banke proširuju svoju djelatnost na sekundarno tržište, što danas predstavlja izvor najvećeg dijela njihovih prihoda.

Investicijskim bankama zabranjeno je nuditi usluge komercijalnih banaka, posebno stambenih kredita. Investicijske banke nisu smjele sudjelovati u kreditiranju, odobravanju bilo kakvih kartičarskih poslova, ali su zato omogućavale pristup tržištu kapitala. Upravo je ova mogućnost pristupa tržištu kapitala ono što je razdvojilo komercijalne od investicijskih banaka. Cilj je toga zakona bio da destimulira sporazume između tvrtki u bankovnom sektoru, a ne da onemogućuje još jednu financijsku krizu kao što je bila ona između 1929. i 1933.

Prema Gregurek i Vidaković (2011.) podjela banaka na investicijske i komercijalne banke naglo je dovela do potrebe za specijaliziranjem djelatnosti. Investicijske banke na početku:

- prikupljaju kapital za velike korporacije i državu kroz uslugu preuzimanja za korporativne i državne vrijednosnice,
- dogovaranje spajanja i akvizicije.

U današnjem su svijetu moderne investicijske banke proširile svoje osnovne usluge i sada one prema Gregurek i Vidaković (2011.) uključuju:

- preuzimanja, spajanja i akvizicije,
- trgovanja dionicama i instrumentima fiksnoga prihoda (eng. fixed income trading)
- menadžment fondova,
- konzultacije,
- globalnu zaštitu (hedging poslovi).

Kada neka korporacija želi pozajmiti ili prikupiti sredstva ona se može odlučiti na izdavanje dugoročnih ili kratkoročnih dužničkih ili vlasničkih instrumenata. U tom slučaju ona obično angažira investicijsku banku da joj pomogne pri izdavanju i naknadnoj prodaji vrijednosnica. Investicijske banke pomažu tijekom proces izdavanja financijskih instrumenata i ključni su sudionik primarnog financijskog tržišta. Izdavanje vrijednosnica obuhvaća pripremne radnje, prijavu emisije nadležnoj instituciji za kontrolu poslovanja s vrijednosnicama, promociju i raspis emisije, upis vrijednosnica, njihovu distribuciju te samu uplatu cijene vrijednosnica. Drugim riječima, investicijski bankari posreduju između izdavatelja financijskog instrumenta s jedne strane i kupca tog instrumenta kroz vlasnički udjel, dug ili samo rizik od strane šire ili uže javnosti s druge strane. Potrebna novčana sredstva investicijske banke osiguravaju vlastitim kapitalom, pozajmicama od banaka, emisijama vrijednosnica i sl. Uz navedenu djelatnost investicijske banke danas sudjeluju i na sekundarnom tržištu i pružaju razne druge vrlo lukrativne financijske usluge. (Stojanović, Pavković, Krišto, 2014.)

Tri su osnovne funkcije pri izdavanju vrijednosnica na tržištu kapitala prema Stojanoviću, Pavković i Krišto (2014.):

- savjetodavna

- distributivna
- potpisnička.

Savjetodavne usluge predstavljaju usluge savjetovanja s ciljem optimizacije investicijskog portfelja, diverzifikacije i minimalizacije rizika s jedne strane i maksimalizacije profita s druge. Savjetodavna funkcija ogleda se u oblikovanju i provođenju izdavanja koje će biti prihvatljivo potencijalnim investitorima. Pri tome investicijske banke sudjeluju u izradi raznih studija, kalkulacija, ispitivanja tržišta, ispitivanja i utvrđivanja statusa i financijskog položaja samog izdavatelja, određivanja vrste i količine vrijednosnica, njihove cijene, u trenutačnom financijskom ili gospodarskom okruženju. Distributivna funkcija povezuje se s plasmanom vrijednosnica putem razgranate mreže svojih poslovnica, odnosno putem svojih specijalista – dealera s kojim investicijske banke imaju ugovore o distribuciji određenog dijela vrijednosnica, a u sve većoj mjeri i elektroničkim kanalima distribucije. Potpisnička funkcija (underwriting) ključna je funkcija investicijskih bankara kojom oni preuzimaju rizik izdavanja vrijednosnih papira. Investicijska banka otkupljuje od poduzeća – izdavatelja cjelokupnu emisiju vrijednosnih papira po unaprijed dogovorenoj cijeni koja je niža od one po kojoj će se emitirani vrijednosni papiri prodavati definitivnim investitorima. Investicijska banka zatim mora distribuirati izdanje javnosti po višoj cijeni kako bi zaradila svoju naknadu te u tom procesu na sebe preuzima veliki rizik. (Stojanović, Pavković, Krišto 2014.)

Poslovi kojima se bavi investicijsko bankarstvo nije ograničeno samo na poslovanje na primarnom i sekundarnom tržištu financijskih instrumenata, nego se može podijeliti na pet glavnih područja (Gregurek, Vidaković, 2011.):

- u užem smislu – uključuje preuzimanje rizika izdavanja i nadzora vrijednosnica, s vođenjem poslova spajanja i pripajanja (*eng. mergers and acquisitions*).
- *broking* (posredničko poslovanje na burzi) – aktivnost kojom se pruža servis kupoprodaje, a klijente se privlači cijenom i sigurnošću. To je trgovanje na sekundarnom tržištu po nalogu klijenta.
- upravljanje fondovima na malo i veliko – na veliko zbog postizanja najboljih cijena fondova maloprodajnim investitorima, odnosno poslovanje uz naknade; na malo znači širenje poslovanja, u konkurenciji s komercijalnim bankama u borbi za depozite. Dio je procesa eksternalizacije poslovanja banaka.
- *trading* (trgovina) – oscilira na tržištu, značajno raste kada banke ulažu veći dio resursa kapitala u vlasništvo vrijednosnica. To je trgovanje na sekundarnom tržištu s novcem banaka kako bi se ostvarila zarada na kratkoročnim i srednjoročnim špekulacijama. Za razliku od *brokinga*, kod *tradinga* banka rabi svoja sredstva, ne klijentova.
- prihod od kamata (*eng. interest spread*) – od posuđenih sredstava, obično iz posuđivanja klijentima, držanja visoko profitabilnih vrijednosnica ili prebijanja većih kredita drugih brokera. U ovim se poslovima investicijski bankari koriste razlikama među kamatnim stopama na različitim tržištima. Ovdje se također ubrajaju i poslovi arbitraže.

Tijekom procesa spajanja i preuzimanja investicijske banke obično omogućuju klijentu i usluge dubinsko snimana, istraživanje tržišta, sastavljanje potrebnih ugovora i izjava, objave u tisku, zastupanje kod regulatornih tijela, agencija, burzi i sl. Razlozi za sudjelovanje investicijskih banaka u poslovima spajanja i preuzimanja su: imaju stručnjake koji pružaju pomoć u pregovorima, kao i u vrednovanju kompanija te u poslovima strukturiranja, imaju nezavisnu vanjsku perspektivu koja im omogućava davanje nepristranih, posebno strateških i taktičkih savjeta te su u stanju osigurati financiranje tih poslovnih kombinacija. (Stojanović, Pavković, Krišto 2014.)

Također pružaju brokerske i dealerske usluge za postojeće vrijednosnice na sekundarnom tržištu i trgovanje vrijednosnim papirima predstavlja značajan izvor prihoda investicijskih banaka. Te aktivnosti obuhvaćaju jednostavnu brokersku funkciju u kojoj investicijska banka ostvaruje proviziju za spajanje kupca i prodavatelja ili dealersku funkciju u kojoj investicijska banka nosi popis vrijednosnica za koje izvršava naloge za kupnju i prodaju i trguje za svoj račun. Uz navedeno investicijske banke prema Stojanović, Pavković i Krišto (2014.) pružaju i uslugu upravljanja portfeljem koja se sastoji od financijskog planiranja, upravljanja portfeljem vrijednosnih papira klijenta, savjetovanja prilikom plaćanja poreza i sl., zatim brokerski poslovi i trgovina vrijednosnim papirima te skrbništvo nad vrijednosnim papirima i dr.

Banka omogućuje svojim klijentima trgovanje financijskim instrumentima; tako je putem banke klijentu omogućena kupnja ili prodaja nekog financijskog instrumenta. To je proces trgovanja na sekundarnom tržištu. Sekundarno tržište nije ništa drugo nego jasno definirano mjesto na kojemu se izmjenjuje vlasništvo. Cijene dionica i obveznice nemaju nikakav utjecaj na život sudionika u ekonomiji, već samo odražavaju već postojeće ili očekivano stanje ekonomije. Ako je ekonomija dobra, stabilna, raste i razvija se, rast će i tržište dionica, Ako ekonomija nije dobra, nezaposlenost raste, realni rast je negativan ili su očekivanja loša, svi će se ovi indikatori pokazati i na tržištu dionica. (Stojanović, Pavković i Krišto, 2014.)

„Međusobni odnosi stranaka uređeni su Ugovorom o pružanju usluga investicijskog savjetovanja, uz koje se, kao sastavni dio predmetnog ugovora, primjenjuju Opći uvjeti o korištenju investicijskih usluga Banke i Cjenik investicijskih usluga Banke (“Cjenik”) te Podaci o investicijskim i pomoćnim uslugama Banke (“Podaci o investicijskim uslugama”), koji su dostupni u svim poslovnicama Banke, kao i na službenim internetskim stranicama Banke.“<sup>41</sup>

Usluga investicijskog savjetovanja koju Banka pruža klijentu uključuje<sup>42</sup>:

- izradu i ažuriranje investicijskog profila klijenta, kao i procjenu znanja i iskustva klijenta na području tržišta kapitala;

---

<sup>41</sup> Privredna banka Zagreb (2017). Podaci o investicijskim uslugama i pomoćnim uslugama Privredne banke Zagreb d.d. [Online]. Zagreb

<sup>42</sup> Privredna banka Zagreb (2017). Podaci o investicijskim uslugama i pomoćnim uslugama Privredne banke Zagreb d.d. [Online]. Zagreb. Dostupno na: [https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/podaci\\_o\\_investicijskim\\_i\\_pomocnim\\_uslugama\\_privredne\\_banke\\_zagreb\\_d.d.\\_listopad\\_2017.pdf](https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/podaci_o_investicijskim_i_pomocnim_uslugama_privredne_banke_zagreb_d.d._listopad_2017.pdf) [18.08.2019.] str. 16-17

- davanje osobnih preporuka s obzirom na profil klijenta koji se izrađuje u odnosu na njegovo znanje, prethodno iskustvo, mogućnost da podnese gubitak, apetit prema riziku i sl.;
- redovito ažuriranje primjerenosti danih preporuka te usklađivanje istih sa stanjem i trendovima na tržištima kapitala;
- periodičko izvještavanje o stanju, prinosima te strukturi imovine klijenta;
- periodičnu procjenu primjerenosti financijskih instrumenata koji su uključeni u preporuku (najmanje polugodišnje);
- praćenje transakcija s financijskim instrumentima i pojedinim drugim proizvodima koje klijent poduzima koristeći usluge Banke na pojedinim kanalima Banke (sukladno ugovornoj dokumentaciji).

Davanje osobnih preporuka podrazumijeva izradu investicijskog profila klijenta s obzirom na<sup>43</sup>:

- razinu njegovog znanja i iskustava na području tržišta kapitala;
- spremnost na preuzimanje rizika;
- sposobnost podnošenja gubitaka;
- njegove investicijske ciljeve.

Kako bi Banka bila u mogućnosti pružiti osobnu preporuku mora profilirati klijenta i procijeniti primjernost određenih osobnih preporuka s obzirom na investicijski profil klijenta. Banka najmanje svakih 6 (šest) mjeseci vrši procjenu primjerenosti sadržaja osobnih preporuka za pojedine profile klijenata te, s obzirom na ekonomsku situaciju i tržišna kretanja, eventualno korigira dane preporuke ili preporučenu strukturu imovine klijenata.<sup>44</sup>

### 4.3. Investicijsko bankarstvo u financiranju dioničkih društava

Emisijom dionica se na tržištu od ulagača prikuplja novac potreban za financiranje poslovanja i razvoja dioničkog društva. U svakoj zemlji je ona propisana Zakonom i pod državnom je kontrolom i nadzorom, a prema Orsagu (2009.) sastoji se od tri faze:

- priprema - uobičajeno je da se vlasnici društva prije donošenja konačne odluke o javnoj prodaji dionica prethodno savjetuju s pokroviteljem uvrštenja (bankom ili investicijskim društvom) kako bi se utvrdilo koliko se kapitala želi prikupiti javnom ponudom dionica, kakva vlasnička struktura se želi imati nakon javne ponude dionica, itd. Pored toga, utvrđuje se način određivanja cijene u javnoj ponudi (početna, fiksna ili raspon cijene). Vlasnici društva zajedno s pokroviteljem uvrštenja analiziraju koliko sredstava se želi prikupiti, koje će se investicije financirati tim sredstvima i žele li postojeći vlasnici osim prodaje svojih dionica putem IPO-a izdati i nove dionice.

<sup>43</sup> Privredna banka Zagreb (2017). Podaci o investicijskim uslugama i pomoćnim uslugama Privredne banke Zagreb d.d. [Online]. Zagreb. Dostupno na: [https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/podaci\\_o\\_investicijskim\\_i\\_pomocnim\\_uslugama\\_privredne\\_banke\\_zagreb\\_d.d.\\_listopad\\_2017.pdf](https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/podaci_o_investicijskim_i_pomocnim_uslugama_privredne_banke_zagreb_d.d._listopad_2017.pdf) [18.08.2019.] str. 16-17

<sup>44</sup> Ibid

Vlasnici ili pokrovitelji uvrštenja pripremaju nezavisan pregled stanja društva te se menadžment društva priprema za unapređenje i primjenu najbolje prakse u korporativnom upravljanju

- promocija - promocija podrazumijeva predstavljanje društva ulagateljima putem prezentacija (road show) ili na individualnim sastancima (one-on-one) s ulagateljima. Društva koja žele promovirati proces IPO-a kod stranih ulagatelja održavaju prezentacije i u inozemstvu. U medijima se objavljuje javni poziv i/ili sažetak iz prospekta s najvažnijim informacijama vezanim za IPO. U pozivu se navodi broj odnosno postotak ponuđenih dionica, cijena ili raspon cijene za pojedinu dionicu i rok do kada ponuda traje
- izrada prospekta - prospekt je dokument koji mora sadržavati sve informacije koje su, uvažavajući prirodu izdavatelja i financijskog instrumenta koji će biti predmet ponude javnosti, odnosno uvrštenja na uređeno tržište, potrebne ulagatelju za procjenu: imovine i dugova, financijskog položaja, dobiti i gubitka, razvojnih mogućnosti izdavatelja i jamca te prava koja proizlaze iz financijskih instrumenata.

Nakon provedenog IPO-a, prikupljenog kapitala, odobrenoga Prospekta društvo podnosi zahtjev za uvrštenje na uređeno tržište burze. Uvrštenjem dionica na Burzu kreće trgovanje dionicama. Plasman emisije dionica investitorima je najvažnija uloga investicijskih banaka, a kreiranje i upisivanje emisije su samo posljedica želje za što boljom distribucijom. (Orsag, 2009.)

Fer vrijednost financijskih instrumenata kojima se trguje na aktivnim tržištima temelji se na kotiranim tržišnim cijenama. Tržište se smatra aktivnim ako su kotirane cijene poznate temeljem burze, što je u ovom slučaju Zagrebačka burza, a te cijene predstavljaju stvarne i redovite tržišne transakcije prema uobičajenim trgovačkim uvjetima. U nastavku su prikazani podaci Zagrebačke burze za neke dionice na datum 31. prosinca 2018. godine.

Tablica 1. Cijene dionica na ZSE

Oznaka	Izdavatelj	Prva	Najviša	Najniža	Zaključna	Promet	%
ACI	ACI d.d.	5.250,00	5.600,00	5.000,00	5.200,00	4.353.500	-0,95%
ADPL	AD PLASTIK d.d.	169,00	203,00	169,00	176,00	53.921.185	4,08%
ADRS	ADRIS GRUPA d.d.	500,00	520,00	470,00	480,00	35.036.877	-3,98%
ADRS2	ADRIS GRUPA d.d.	436,00	453,00	411,00	417,00	134.165.722	-2,80%
AMDN	APARTMANI MEDENA d.d.	95,50	97,50	41,20	55,00	94.590	-43,24%
ARNT	Arena Hospitality Group d.d.	452,00	452,00	340,00	341,00	64.553.990	-24,22%
ATGR	ATLANTIC GRUPA d.d.	860,00	1.160,00	860,00	1.160,00	74.669.330	34,57%
ATLN	EXCELSA NEKRETNINE d.d.	177,00	200,00	156,00	166,00	3.645.626	-4,59%
ATPL	ATLANTSKA PLOVIDBA d.d.	640,00	698,00	301,00	332,00	61.122.015	-48,04%
AUHR	AUTO HRVATSKA d.d.	635,00	725,00	625,00	690,00	9.634.760	14,81%
BDG2	Badel 1862 d.d.	13,10	19,70	11,10	17,40	282.276	24,29%
BDMR	BRODOMERKUR d.d.	300,00	300,00	300,00	300,00	3.000	-13,79%
BLJE	BELJE d.d. Darda	3,09	4,38	2,01	2,40	3.154.552	-14,89%
BRIN	ZAIF Breza d.d.	27,00	28,00	24,40	26,80	274.305	7,20%
CRAL	Croatia Airlines d.d.	65,00	83,00	21,00	26,00	13.834	-60,00%
CROS	CROATIA osiguranje d.d.	5.200,00	6.400,00	5.200,00	6.050,00	1.404.350	13,51%
CROS2	CROATIA osiguranje d.d.	5.700,00	6.000,00	5.100,00	5.800,00	6.008.100	11,43%
DDJH	DURO DAKOVIC GRUPA d.d.	19,05	19,40	11,80	12,50	10.195.716	-35,86%
DLKV	Dalekovod, d.d.	18,50	21,20	6,36	8,08	21.124.617	-57,25%
ERNT	ERICSSON NIKOLA TESLA d.d.	1.200,00	1.240,00	976,00	1.010,00	39.312.942	-16,11%
GRNL	Granolio d.d.	9,50	9,60	4,00	7,00	108.126	-26,32%
HDEL	HIDROELEKTRA NISKOGRADNJA	19,90	20,40	7,00	7,00	103.063	-65,00%
HHLD	HOTELI HALUDOVO MALINSKA d	2,64	2,90	2,18	2,40	117.035	-8,40%
HJDR	HOTELI JADRAN d.d.	230,00	240,00	200,00	240,00	33.970	4,35%
HMAM	HOTELI MAKARSKA d.d.	270,00	288,00	260,00	260,00	299.112	-13,33%
HMST	HOTELI MAESTRAL d.d.	310,00	418,00	282,00	390,00	11.454.654	23,43%
HPB	HPB d.d.	510,00	555,00	414,00	450,00	2.668.535	-11,07%
HPDG	MEDORA HOTELI I LJET. d.d.	19,50	20,20	10,10	14,00	1.349.895	-9,68%
HT	HT d.d.	166,00	169,00	147,00	150,00	217.440.040	-9,31%

Kupnjom dionica prema Leki (2008.) postajete suvlasnikom društva čije ste dionice kupili, zato se dionica zove i vlasnički vrijednosni papir. S obzirom na to da su dionice dugoročni instrumenti financiranja bez unaprijed određenog roka dospijeca, poduzeće njihovim izdavanjem (emitiranjem) zapravo dolazi do besplatnog i trajnog izvora kapitala. Postupak emisije vrijednosnih papira može se podijeliti u određene faze kao što su pripremne radnje, objava odnosno raspis emisije i plasman vrijednosnih papira kupcima. Metode emisije vrijednosnih papira razlikuju se sa stanovišta odnosa emitenta i posrednika pri emisiji te sa stanovišta distribucije vrijednosnih papira, pa tako razlikujemo:

- ograničenu emisiju

- otvorenu emisiju.

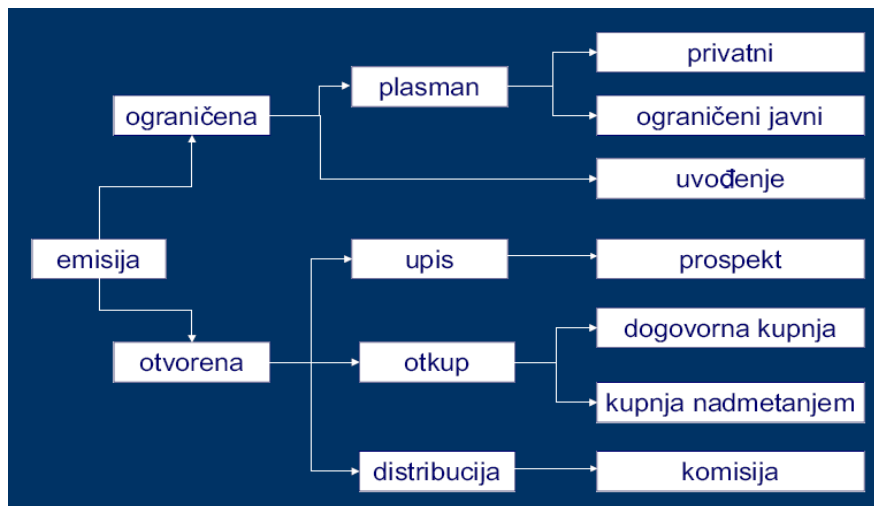
Prije svakog izdavanja dionica potrebno je izraditi ekonomski elaborata, obaviti konzultantske usluge i sl., a troškove mora platiti tvrtka čije troškove društvo mora platiti. Prije izdavanja dionica, uprava tvrtke mora se prijaviti nadležnom nacionalnom tijelu za kontrolu poslovanja vrijednosnim papirima, kako je propisano Zakonom. Izdavatelj dionica podnosi zahtjev za odobrenje prospekta, kojem prilaže prospekt i odluku uprave društva o izdavanju dionica. (Leko, 2008.)

Postoje različiti načini emisije, a razlikuju se (Orsag, 2011.):

- sa stajališta odnosa izdavatelja i posrednika pri emisiji,
- te sa stanovišta distribucije dionica.

Sa stajališta odnosa izdavatelja i posrednika, emisija može biti otvorena ili ograničena.

*Slika 5. Vrste emisije dionica od strane investicijske banke*



Emisija vrijednosnih papira može se usmjeriti samo na unaprijed poznate, odnosno ograničene grupe poznatih investitora, što je ograničena emisija. Osnovni razlozi zbog kojih se pribjegava ograničenoj emisiji su smanjenje troškova emisije i osiguranje interesa postojećih vlasnika, poduzetnika i drugih potencijalnih investitora sa stanovišta kontrole poduzeća kao i sa stanovišta cijene koju treba platiti za ulog u vlasničku glavnica poduzeća. (Orsag, 2011.)

Izdavanje dionica izaziva određene troškove (Orsag, 2011.):

- trošak štampanja dionica
- trošak registracije njihove emisije kod nadležnog organa za društvenu kontrolu poslovanja s vrijednosnim papirima
- trošak kotacije na dionica na burzi
- trošak propagande emisije
- trošak posredovanja pri emisiji



- trošak preuzimanja rizika emisije i dr.

„Neki troškovi su neizbježni dok se drugi troškovi mogu smanjiti korištenjem ograničene emisije (npr. posrednički, kotiranje na burzi i sl.). Ukoliko su poznati budući investitori kao što su npr. postojeći vlasnici, onda nema smisla poduzeće u osnivanju opterećivati s nepotrebnim troškovima emisije. Ograničenom emisijom se štite interesi poznatih financijera na koje je ona usmjerena. To su interesi sa gledišta kontrole poduzeća prezentirani stečenim ili pak dogovorenim udjelom u vlasništvu dioničarskog poduzeća i interesi sa gledišta unaprijed dogovorene cijene jediničnog uloga (cijene dionice) u dioničarsku glavnica poduzeća.“<sup>45</sup> (Orsag, 2011.)

Ograničena emisija može se provoditi na više načina. Prema Orsagu (2011.) to su:

- privatni plasman
- ograničeni javni plasman
- uvođenje

Privatnim plasmanom cjelokupno izdavanje dionica prenosi se na ranije poznate kupce. Metodom privatnog plasmana mogu se izbjeći troškovi izdavanja koji se mogu razlikovati od načina privatnog plasmana. Tvrtka se suočava s rizikom naknadnih troškova registracije vrijednosnih papira na burzi. Najjednostavniji i najjeftiniji način za privatni plasman je distribucija dionica izravno stranama koje su uključene u zamjenu za gotovinu i druga sredstva. Uplate dogovorenih iznosa mogu biti periodične. Čime se povećavaju troškovi emisije. (Orsag, 2011.)

Ako svi kupci dionica nisu unaprijed poznati, tada se dio dionica koji poznati kupci unaprijed ne prihvate prodaje javnosti. Tada je ovo ograničena javna ponuda. Najprije se pozivaju kupci na koje je usmjerena emisija na upis dionica za njihovu kupnju po fiksnoj cijeni, a neupisani ostatak emisije se nudi javnosti na kupnju na tržištu kapitala, po tržišnoj cijeni koja je u pravilu veća od one garantirane prvopozvanim kupcima. . Budući da prethodni kupci uživaju povlastice u odnosu na cijenu vrijednosnih papira, ovaj način izdavanja naziva se privilegirana pretplata. (Orsag, 2011.)

„Uvođenje na organizirana tržišta kapitala (introduction) drugi je način na koji poduzeća mogu izaći u javnost. Nakon izvršenog privatnog plasmana vrijednosnih papira, njihov promet na sekundarnom tržištu kapitala moguć je pomoću listanja na burzi ili drugom organiziranom tržištu kapitala (npr. tržišta preko šaltera).“<sup>46</sup>

„Tu skupština dioničara ili dio najznačajnijih dioničara zahtjeva registraciju dionica na organiziranim tržištima kapitala kako bi se iskoristile prednosti njihova prometa na sekundarnom tržištu kapitala. Uvođenje je povezano sa strogim uvjetima uvrštenja pojedinačnih tržišta kapitala, pogotovo sa strogim uvjetima pojedinačnih burzi. Uvođenje ne

---

<sup>45</sup> Bartulić H. (2016.): PRIMJENA MARKOWITZEVOG MODELA U FORMIRANJU DIONIČKOG, OBVEZNIČKOG I MJEŠOVITOG PORTFELJA, diplomski rad, Sveučilište u Splitu

<sup>46</sup> Dolinar D. (2006.): Izlaženje u javnost, diplomski rad, Sveučilište u Zagrebu

predstavlja neku posebnu metodu emisije vrijednosnih papira. Takvo društvo je javno jer njegove dionice mogu stjecati svi potencijalni investitori.“<sup>47</sup>

O otvorenoj emisiji govorimo u slučajevima kada se vrijednosni papiri javno nude cjelokupnoj zainteresiranoj javnosti. U tom slučaju rabe se u pravilu usluge investicijskih bankara od samog savjetovanja pri oblikovanju emisije do preuzimanja rizika emisije i distribucije emitiranih vrijednosnih papira. Velik je broj poslova koje u procesu emisije, kao agent izdanja, može obavljati investicijsko društvo. Agent obavlja različite poslove vezane uz organiziranje, pripremu i provođenje upisa i uplate vrijednosnih papira i obavljanje drugih poslova za izdavatelja u vezi s izdavanjem vrijednosnih papira, pripremu za uvrštenje vrijednosnih papira na burzu i uređeno javno tržište, uključujući i podnošenje zahtjeva za uvrštenje u ime izdavatelja. (Orsag, 2011.)

Prema Orsagu (2011.) postoji nekoliko metoda provođenja otvorene emisije, a to su:

- emisija s prospektusom
- dogovorna kupnja odnosno otkup po fiksnoj cijeni
- kupnja nadmetanjem odnosno otkup po najpovoljnijoj cijeni
- komisija

Uz pomoć prospekta, izdavatelj javno izdaje neizdane dionice po utvrđenoj cijeni. Koristi se kod velikih emisija s velikim tvrtkama, a te tvrtke surađuju s poznatim tvrtkama iz cijele zemlje. To zahtijeva visoku promociju, organizaciju i izvršenje pretplata, kao i organizaciju i izvršenje upisanih iznosa, kao i troškove posredovanja i preuzimanja emisijskih rizika. Uplate upisanih iznosa obično se plaćaju u ratama kako bi tvrtka mogla postupno dobivati gotovinu. Emisija je u pravilu indirektna jer zahtijeva brojna mjesta vršenja upisa i uplate upisanih iznosa iako može biti direktno. Investicijske banke imaju razgranatu mrežu filijala i čvrste informalne kontakte sa tzv. specijalistima, dealerima, tako da one mogu lakše organizirati upis i uplate upisanih iznosa. (Orsag, 2011.)

„Dogovorna kupnja (negotiated purchase) predstavlja kupnju vrijednosnih papira po fiksnoj cijeni. U dogovornoj kupnji tvrtka kojoj su potrebna novčana sredstva stupa u kontakt s investicijskim bankarom i pregovara s njim o emisiji. Pregovori završavaju dogovorom o cijeni koju će platiti investicijski bankar i njegov sindikat za emitirane vrijednosne papire. Investicijski bankar odnosno njegov sindikat preuzima rizik uspjeha emisije jer otkupljuju cjelokupnu emisiju vrijednosnih papira. Ovo je najčešća i najpopularnija metoda emisije vrijednosnih papira za privatni sektor. Iz tog razloga i zbog njezine velike važnosti za proces izlaženja u javnost ova će se metoda detaljnije razraditi u sljedećoj glavi.“<sup>48</sup>

„Kupnja nadmetanjem (competitive bid purchase, auction method) predstavlja kupnju vrijednosnih papira po najpovoljnijoj cijeni. Ona se razlikuje od dogovorne kupnje po načinu izbora investicijskog bankara odnosno njegovog sindikata. Tu se različite grupe investicijskih bankara natječu za pravo kupnje emisije na licitaciji, koju je emitirajuća tvrtka inicirala

---

<sup>47</sup> Orsag, S.: *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, RFIN, Zagreb, 2002., str. 154

<sup>48</sup> Orsag, S.: *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, RFIN, Zagreb, 2002., str. 156

tenderom. Investicijski bankar se izabire neizravno na aukciji. Ova metoda emisije karakteristična je za poduzeća od šireg društvenog interesa i za poduzeća s nacionalno poznatim tvrtkama.<sup>49</sup>

Mala poduzeća u pravilu ne mogu očekivati da će im investicijske banke otkupiti cjelokupnu emisiju po dogovorenoj emisiji. Takva poduzeća ne raspolažu specijalistima za provođenje emisije pa su im nužne usluge investicijskih bankara. U tom slučaju koristi se komisija kao metoda emisije. Investicijski bankar vrši distribuciju vrijednosnih papira za koju se naplaćuje posrednička provizija. Ova metoda ne izaziva velike troškove, a sam način ugovaranja obračuna posredničke provizije može biti različit koji ovisi o načinu stimuliranja investicijskog bankara za postizanje najpovoljnije cijene, ali i o osiguranju od rizika neuspjeha emisije zbog spekulacija investicijskog bankara na porast cijene. (Orsag, 2011.)

Najvažniji element u vezi s dionicama prema Mandiru (2009.) jest njihova tržišna vrijednost, koja se formira na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira odnosom ponude i potražnje za pojedinom dionicom. To je cijena po kojoj se obavljaju kupoprodajne transakcije između kupaca i prodavatelja dionica. Na temelju takvog saznanja ulagači mogu donositi precizne ulagačke odluke. Osoba koja zna da je cijena određene dionice podcijenjena najvjerojatnije će donijeti odluku o kupnji takve dionice. S druge strane, ako zna da je cijena neke dionice precijenjena donijet će odluku o prodaji te dionice.

---

<sup>49</sup> Orsag, S.: *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, RFIN, Zagreb, 2002., str. 158. i 159.

## 5. Odnos dioničarstva i investicijskog bankarstva

### 5.1. Uloga investicijskog bankarstva u emisiji dionica

Emisijom dionica se na tržištu od ulagača prikuplja novac potreban za financiranje poslovanja i razvoja dioničkog društva. U svakoj zemlji je ona propisana Zakonom i pod državnim kontrolom i nadzorom, a sastoji se od tri faze (Orsag, 2011.):

- pripremnih radnji – kada uprava društva želi emisijom dionica dobiti dugoročne izvore kapitala za financiranje tekućih ili razvojnih potreba, mora to ekonomski, tehnički i pravno elaborirati, prema visini vrijednosti imovine, kapitala i obveza, te imagea društva (vrijednosti društva). Uprava dioničkog društva donosi odluku o vrsti, broju i vrijednosti, te emitiranju dionica
- objavljivanja emisije – odvija se temeljem odluke vlasnika na skupštini dioničkog društva, a ne investicijske banke,
- plasman dionica kupcima – prodaja dionica u pravilu kroz investicijsko bankarstvo.

Plasman emisije dionica investitorima je najvažnija uloga investicijskih banaka, a kreiranje i upisivanje emisije su samo posljedica želje za što boljom distribucijom. Svako emisiji dionica prethodi izrada ekonomskog elaborata, savjetodavne usluge i sl., čije troškove društvo mora platiti. Prije objavljivanja emisije, uprava društva mora to prijaviti mjerodavnom državnom organu za kontrolu poslovanja vrijednosnim papirima, kako je propisano Zakonom. Izdavatelj dionica podnosi zahtjev za odobrenje prospekta, kojem prilaže prospekt i odluku uprave društva o izdavanju dionica. (Orsag, 2011.)

Nominalna vrijednost dionice predstavlja svotu udjela u temeljnom kapitalu dioničkog društva, za razliku od knjigovodstvenu vrijednost dionice koju čini bilančna vrijednost kapitala (glavnice) društva izdavatelja podijeljena s ukupnim brojem izdanih dionica. Prodajna cijena dionica ovisi o cijeni koju je kupac spreman platiti i cijeni koju je prodavač voljan prodati. Ako se dvije cijene podudaraju, izvršit će se transakcija kupnje. Ako se potražnja za određenom vrstom dionica poveća, cijena će joj porasti, i obrnuto (Orsag, Dedi, 2014.)

Realni i objektivni pokazatelj vrijednosti dionice je njezina intrinzična vrijednost koja predstavlja sadašnju vrijednost svih novčanih primitaka koje dobivaju ulagači u dionicu, uključujući dividende kao i vrijednost dobivenu prodajom dionice, diskontiranu odgovarajućom diskontnom stopom korigiranom za rizik ulaganja. Upravo razlika između procijenjene intrinzične vrijednosti i tržišne vrijednosti dionice govori o tome je li tržište podcijenilo ili precijenilo neku dionicu te daje prvi signal za njezinu kupnju ili prodaju.<sup>50</sup>

Tržišna vrijednost dionica ovisi o odnosu između ponude i potražnje i njima se može trgovati na burzi. Kupac dobiva dio vlasništva dioničkog društva na temelju dionica, a dionice ne mogu povući izravno iz društva, što znači da je financijski odnos ostvaren kupnjom trajan.

---

<sup>50</sup> <http://www.grubisic-partneri.net/hr/procijena-vrijednosti/>

Javna prodaja vrijednosnih papira svim zainteresiranim ulagačima je otvorena emisija (open issues) odnosno javna emisija (public issues), koja se može izvršiti izravno ili neizravno. Budući da je ovdje riječ o izdavanju vrijednosnih papira javnosti na tržištu kapitala, u postupku izdavanja obično se koriste usluge investicijskih bankara, od prijedloga izdavanja do rizika preuzimanja emisije i dodjele izdanih vrijednosnih papira krajnjem investitoru. Stoga je otvorena emisija vrijednosnih papira tipična indirektna metoda financiranja. Postoji nekoliko metoda za postupak otvorene emisije odnosno javne emisije vrijednosnih papira. (Orsag, 2009.)

Analitičari na razvijenim tržištima kapitala proučavali su (teorijske i empirijske) metode za određivanje cijene početnih javnih ponuda. Oni također prate kretanje tržišnih cijena u prvih nekoliko tjedana nakon uvrštavanja na tržište. Primijetili su pojavu procijenjenosti dionica, što znači da je cijena dionice porasla odmah nakon uvrštavanja. U teoriji razvijena tržišta su učinkovita i podcjenjivanje je nerazumno, međutim iskustvo govori da ono postoji. Veći početni povrat predstavlja popust na stvarnu vrijednost dionica i podrazumijeva neizravne troškove uvrštenja tvrtke na burzu. (Curl, 2000.)

na razvijenim tržištima kapitala proučavali su (teorijske i empirijske) metode za određivanje cijene početnih javnih ponuda. Oni također prate kretanje tržišnih cijena u prvih nekoliko tjedana nakon uvrštavanja na tržište. Primijetili su pojavu procjene dionica, odnosno cijena dionica porasla je odmah nakon uvrštavanja. Iako su u teoriji razvijena tržišta učinkovita i podcjenjivanje je nerazumno, ono postoji na temelju iskustva. Veći početni povrat predstavlja popust na stvarnu vrijednost dionica i podrazumijeva neizravne troškove uvrštenja tvrtke

Podcijenjenost dionica u prvoj javnoj emisiji dionica i veliki početni povrati na cijenu dionica posljedica su:

- asimetrične informiranosti emitenta, investicijskog bankara i potencijalnog investitora te agencijskih troškova,
- izbora i institucionalnog okvira uvođenja na tržište,
- prevelikog optimizma potencijalnih investitora na tržištima "vrućih emisija".

Investicijski bankari imaju snažan motiv da podcijene dionicu (ukoliko im to poduzeće-emitent dopusti). Razlozi su sljedeći<sup>51</sup>:

- podcjenjivanjem se povećava se vjerojatnost potpune rasprodaje emisije, čime se smanjuje potpisnikov rizik
- investitori kojima je omogućena kupnja prve javne emisije dionica pri početnoj (ponuđenoj) cijeni, smatraju se povlaštenim klijentima investicijskog bankara, a svoj povlašten status su stekli time što su platili velike količine provizije sestrinskom brokerskom poduzeću. Podcjenjivanje dionica postaje time lak način nagrađivanja klijenata za prošle i buduće plaćene provizije.

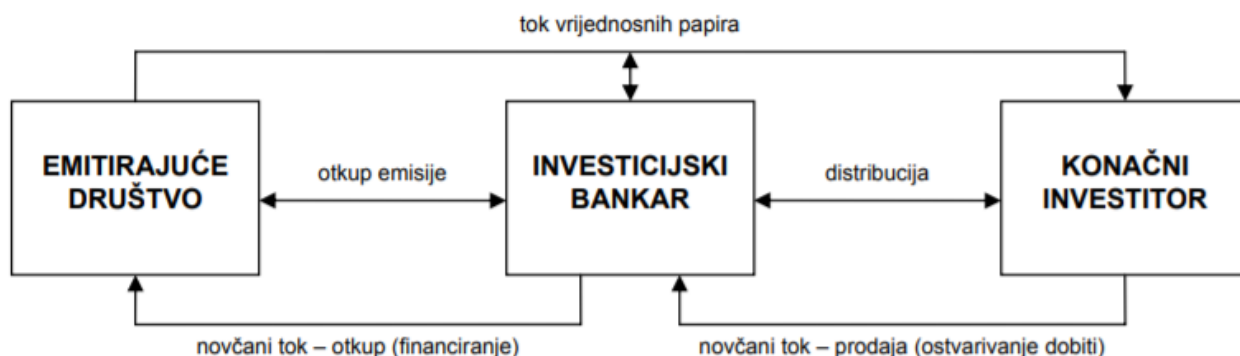
---

<sup>51</sup> Dolnar, D. (2006.): Izlaženje u javnost, diplomski rad, prema Gerbich M., Levis M., Venmore-Rowland P.: "Property initial public offerings: regulation, costs and price reactions", Jorunal of Property Finance, Vol. 6., No. 1., 1995., str. 38.

- investicijski bankar treba objektivan pokazatelj interesa investitora prilikom predbilježbi za kupnju dionica (book-building). Podcjenjivanje dionica predstavlja mogući način stjecanja informacija o interesu institucionalnih investitora.

Investicijski bankari stručnjaci su za posredovanje u izdavanju vrijednosnih papira. Investicijski bankari osiguravaju sredstva za projekt posredstvom između tvrtke i krajnjeg ulagača, a krajnji ulagač ima ušteđevinu i ne može ili ne želi izravno ulagati. Angažiran je na svim poslovima u vezi s pripremom izdavanja, preuzimajući vrijednosne papire od izdatelja (tvrtke) i distribuirajući ih krajnjem investitoru (kupcu) putem trgovačke mreže. (Brigham, Ehrhardt, 2002.)

Slika 6. Položaj i uloga investicijskog bankara na tržištu kapitala



Izvor: Orsag, S.: *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, RFIN, Zagreb, 2009., str. 20.

U početnoj javnoj ponudi dionica ili uvođenju postojećih dionica na tržište kapitala, određivanje cijene dionica vrlo je osjetljiva stvar. Kada se dionice tvrtke prvi put prodaju javnosti, glavni investicijski bankari provest će detaljnu analizu tvrtke kako bi utvrdili njezinu vrijednost. U tom se procesu analiziraju financijske karakteristike industrije i poduzeća te se procjenjuje buduća dobit i budući novčani tijekovi koje će analizirano poduzeće generirati. Tako utvrđene cijene uspoređuju se s cijenama dionica tvrtki iz iste industrije. Pri određivanju cijene novih dionica, investicijski bi bankari trebali uzeti u obzir očekivanu potražnju. Pri tome, investicijski bankari nastoje stvoriti tržište za takve nove dionice u procesu njihove distribucije i u kasnijim periodima. (Orsag, 2009.)

Tvrtka i njezini postojeći dioničari nastoje stvoriti najvišu moguću cijenu. Što je cijena viša, to je niže razrjeđenje vlasništva postojećih dioničara, odnosno da bi se prikupila određena količina novca, manji udio vlasništva moraju ustupiti novim dioničarima. S druge strane, potencijalni investitori tvrtke nastoje oblikovati najnižu moguću cijenu kako bi postigli što veći povrat. (Brigham, Ehrhardt, 2002.)

„Osim toga, pri početnom trgovanju dionicom teži se postizanju premije u odnosu na cijenu iz emisije. Ostvarivanjem premije, zadovoljit će se investitori te će se na izlaženje društva u javnost promatrati kao uspjeh. Investicijski bankar nastojat će odrediti cijenu dionice koja će

uravnotežavati suprotstavljene interese što manjeg razvodnjavanja vlasništva i omogućavanja da cijena dionice na tržištu ostvari premiju.“<sup>52</sup>

Investicijski bankari pomažu tvrtki u određivanju početne cijene ili raspona cijena po dionici i određivanju broja dionica koje će se prodati. Ugled i iskustvo investicijskih bankara u industrijskom sektoru tvrtke važni su kako bi se potencijalni ulagači uvjerali da kupuju dionice po određenoj cijeni. Svojim kredibilitetom investicijski bankari pokušavaju uvjeriti da dionice nisu precijenjene i na taj način potiču investitore na najveća ulaganja. (Brigham, Ehrhardt, 2002.)

Da bi se prva javna emisija dionica učinila atraktivnom, na relativnu procjenu vrijednosti društva, primjenjuje se diskont na očekivanu cijenu javne ponude procijenjenu na bazi potpune distribucije. Magnituda diskonta ovisi o nizu uvjeta i u prosjeku iznosi 5 do 10%, ali može doći i do 15%. (Curl, 2000.)

Agresivna procjena dionica može povećati očekivanja investitora, ali istovremeno će i izvršiti veći pritisak na operativne performanse tvrtke u kasnijim fazama. Kad se sve uzme u obzir, investicijski bankari najvjerojatnije će odabrati cijenu nešto nižu od procijenjene. Cilj mu je uhvatiti interese investitora i osigurati interes za trgovanje na sekundarnom tržištu. „U svakom slučaju, vrlo je vjerojatno da društvo neće znati točno vrednovanje svojih dionica sve do dana kad će registracijska prijava biti odobrena i ugovor o pokroviteljstvu potpisan. Na kraju, važno je reći da investitorska potražnja za dionicom (generirana kroz marketinšku kampanju investicijskog bankara) vrši konačno vrednovanje prve javne emisije dionica.“<sup>53</sup>

Prije IPO-a, tvrtka bi trebala osigurati da se njezine dionice kotiraju na aktivnom sekundarnom tržištu; obično, prema sponzorskom ugovoru, investicijski bankari obećavaju uvesti dionice tvrtke na organizirano tržište kapitala. Oprez investicijskih bankara pri ovom uvodu presudan je za naknadnu likvidnost dionica, a time i za uspjeh početne javne ponude. Uvrštenje na organizirano tržište može iskoristiti sve pogodnosti koje likvidnost dionica donosi tvrtki, njezinim dioničarima i budućim investitorima. (Brigham, Ehrhardt, 2002.)

Dioba dionica može imati i pozitivan utjecaj na vrijednost tvrtke. Razlog mogu biti efekt signaliziranja ili neoptimalni raspon cijene dionice. Investitori mogu procijeniti da je dioba dionica odraz menagerske procjene dobre perspektive tvrtke. Ako zarade i dividende rastu po stabilnoj stopi, približno po istoj stopi će rasti i cijena dionice i tako izaći iz optimalnog raspona. Stoga, ako se dioba dionica provodi radi dovođenja cijene dionice u optimalni raspon, to može dovesti do maksimalnog pokazatelja cijena/zarada (P/E), pa time i maksimalne cijene dionice. Postoji i obrnuta dioba dionica. Npr. obrnuta dioba dionica „1 za 4“ znače da se za 4 stare dobiva jedna nova dionica. To je korisno u slučaju kad je cijena dionice nakon nepovoljnih zbivanja u tvrtki pala ispod optimalnog raspona. Učinci obrnute diobe mogu biti niža brokerska provizija i veća likvidnost dionica. Kod dionica kojima se

---

<sup>52</sup> Dolnar, D. (2006.): Izlaženje u javnost, diplomski rad, prema Reuvid, J.: Going Public, The Essential Guide to Flotation, Kogan Page, London, 2003., str. 132.

<sup>53</sup> Dolnar, D. (2006.): Izlaženje u javnost, diplomski rad, prema Sherman, Andrew J.: Raising Capital, Kiplinger Washington Editors Inc., Washington, 2000., str. 235.

trguje ispod cijene, investitori podcjenjuju zarade, gotovinske tijekomove i rast tvrtke. (Orsag, 2011.)

Izdavanje povlaštenih dionica mnogo je jeftinije od običnih dionica. Riječ je o ograničenom skupu dionica, odnosno prioritetne dionice su hibridni vrijednosni papiri koji imaju određene karakteristike običnih (redovnih) dionica i obveznica. . U usporedbi s običnim dioničarima, vlasnici imaju privilegiran položaj u raspodjeli dobiti i likvidaciji, ali imaju i podređeni položaj u vlasnicima obveznica. Te dionice daju nositeljima prednost, na primjer, u skladu sa zakonima i propisima, unaprijed određeni broj ili postotak nominalnog iznosa dionica, prioritet isplate dividende, prioritet isplate preostale likvidacijske ili stečajne imovine itd. društvo. (Orsag, 2011.)

Prema Orsagu (2011.) „povlaštene dionice se dalje dijele na kumulativne i participativne. Kumulativne daju imatelju pravo naplate kumuliranih neisplaćenih dividendi prije isplate dividendi redovnih dionica, a participativne daju imatelju pravo da pored određene dividende naplati i dividendu koja pripada imateljima redovnih dionica.,,

Budući da su dionice vlastiti izvor dugoročnog financiranja, a tvrtka nastoji izbjeći zaduživanje i likvidaciju dugova u trenutnom poslovanju ili razvoju bez ugrožavanja statusa postojećih dioničara, tvrtka izdaje povlaštene dionice. Za investitore su dionice još jedan oblik ulaganja između obveznica i običnih dionica, pa su, prema prinosu i riziku, negdje između. (Orsag, 2011.)

*Tablica 2. Usporedba karakteristike emisije običnih dionica, preferencijalnih dionica i obveznica*

Karakteristika	Obične dionice	Preferencijalne dionice	Obveznice
<b>Vlasništvo i kontrola tvrtke</b>	Pravo glasa i potraživanje na ostatak dobiti i imovine	Ograničeno pravo u situaciji kada se dividende ne isplate	Ograničeno pravo u slučaju kada se ne plate kamate (insolventnost)
<b>Obveza osiguranja isplate prinosa</b>	Nikakva	Mora primiti isplatu prije običnih dionica	Ugovorena, legalna obveza
<b>Pravo na imovinu u slučaju stečaja</b>	Najmanje pravo u odnosu prema imaocima drugih vrijednosnih papira	Prije običnih dioničara, a nakon kreditora i vlasnika obveznica	Najviše pravo



<b>Troškovi distribucije</b>	<b>Najviši</b>	<b>Umjereni</b>	<b>Najniži</b>
<b>Rizik prinosa u preprodaji</b>	Najveći rizik najveća zarada	Umjereni rizik umjerena zarada	Najmanji rizik najmanja zarada
<b>Porezni status dobiti tvrtke</b>	Nema odbitaka	Nema odbitaka	Porezni odbici
<b>Porezni status vlasnika</b>	85% dividendi od drugih tvrtki izuzeto od oporezivanja. Izuzeto prvih 100\$ svake pojedinačne dividende od plaćanja poreza	Isto kao i za obične dionice	Potpuno oporezivanje

*Izvor: Orsag S. (2009.) Financiranje emisijom vrijednosnih papira, str.133*

Investicijski bankari raspodjeljuju dionice putem svoje mreže podružnica ili šaltera i stručnjaka (diler), s kojima imaju neformalne dogovore da prihvate dio ponuđenih dionica, osiguravajući tako široku mrežu prodajnih mjesta. Podružnica izdavačke mreže preduvjet je za uspjeh izdavanja. Mreža izdavanja sastoji se od više neovisnih strana koje posreduju između izdavatelja i krajnjeg kupca ili krajnjeg investitora. Sudjeluju u distribucijskoj mreži: vodeći investicijski bankari, takozvani članovi investicijskih bankara, ugovoreni sindikat, skupina prodavača i brokeri. Glavni investicijski bankari i članovi investicijskih bankara koji su potpisali savez tijekom postupka distribucije posluju kao veletrgovci, dok prodavači i stručnjaci burzovne grupe posluju kao maloprodaja. (Orsag, 2009.)

Vodeći investicijski bankari i izdavatelji zajedno čine najprihvatljiviju ponudu na tržištu kapitala. Nakon postizanja načelnog sporazuma o uvjetima izdavanja i stjecanja, glavni investicijski bankar obavljat će i druge upravljačke i tehničke zadatke povezane s izdavanjem dionica. U većini slučajeva pokušat će uspostaviti potpisnički savez, a razlog uspostavljanja saveza investicijskog bankarstva je riskiranje, odnosno izvršavanje funkcija potpisa i osiguravanje široke distribucijske mreže. Investicijski bankari također djeluju kao trgovci, kupuju i prodaju putem podružnica ili na šalterima i djeluju kao brokeri. Stoga je formiranje saveza investicijskih banaka uvelike povećalo distribucijsku mrežu. (Orsag, 2009.)

Za izdavanje više dionica potrebno je više investicijskih bankara, koji će se pridružiti grupi prodavača koji posreduju između potpisničkog sindikata i burzovnih mešetara kako bi sudjelovali u trgovini na malo. Prodajni tim također uključuje investicijske bankare iz potpisničkog sindikata i dealere koji su potpisali sindikat i koji su povukli malu količinu

obveznica od članova potpisanog sindikata. Broj sudionika u grupi prodavača uglavnom ovisi o opsegu izlozbe, obično od 10 do 15. (Brigham, Ehrhardt, 2002.)

Potpisivanje emisije provodi investicijski bankar kupujući sve dionice od izdavatelja po cijeni emisije. Ta je cijena niža od cijene po kojoj se izdane dionice prodaju krajnjem ulagaču, ali također niža od cijene po kojoj investicijski bankari prenose izdane dionice specijalistima – dealerima. Ugovor o sponzorstvu sadrži naznaku datuma i vremena završetka transakcije. Obično se događa u roku od jednog tjedna nakon zaključenja ugovora. Nakon završetka transakcije, dionice se dostavljaju sindikatu, a sindikat plaća neto prodajnu cijenu. Neto prodajna cijena formira se oduzimanjem naknade za pretplatu i dogovorenog popusta od ukupne cijene emisije. (Orsag, 2009.)

Ugovorom o pokroviteljstvu definiraju se:<sup>54</sup>

- prava i obveze investicijskog bankara i društva emitenta vezano uz emisiju dionica,
- zaštita investicijskog bankara od odgovornosti prema trećim osobama te
- moguće obveze investicijskog bankara vezano uz održavanje urednog sekundarnog tržišta dionicom.

Investicijske bankare zanima položaj izdanih dionica na tržištu i nakon završetka postupka izdavanja. Glavni razlog je njihova reputacija jer na tržište donose moćne nove vrijednosne papire. Istodobno, oni neizravno štite interese dugoročnih kupaca vrijednosnim papirima poboljšavajući sigurnost održavanja ponuđenih cijena. (Orsag, 2009.)

Uloga investicijskog bankara nakon prve javne emisije dionica može se ogledati u njegovoj aktivnosti poticanja trgovanja dionicama. On svoje ponude na kupnju i prodaju revidira nakon pregleda ponuda drugih market makera. Prema Orsagu (2009.) on:

a) aktivno podržava cijenu manje uspješne prve javne emisije dionica ili

b) suzbija rizik velike cjenovne volatilnosti dionice, tzv. flipping activity

Metode za osiguranje aktivnog sekundarnog tržišta koje može koristiti investicijski bankar su:

- ponuda na kupnju dionica pri cijeni jednakoj iz emisije u kratkom roku – na taj način štiti svoje najbolje kupce od gubitka nudeći im svojevrsnu "put opciju",
- iskorištavanje opcije "zelene cipele"

Investicijsko bankarstvo, odnosno javno tržište je za poduzetnike skupo, osim ako investitori mogu precizno utvrditi vrijednost projekta, tako da se u projekt može ulagati. Investitori nemaju pristup istim informacijama kao banke, jer tvrtka ne može javno iznijeti neke informacije, a da ne umanjí svoju vrijednost. Iz ovoga bi se moglo zaključiti da Investicijsko bankarstvo preko javnih tržišta kapitala ne igra važnu ulogu, ali ipak, uloga javnih tržišta kapitala je jako važna:

---

<sup>54</sup> Dolnar, D. (2006.): Izlaženje u javnost, diplomski rad, prema Reuvid, J.: Going Public, The Essential Guide to Flotation, Kogan Page, London, 2003., str. 148-149.

- omogućuje bijeg od banke, odnosno može igrati ključnu ulogu u ograničavanju mogućnosti banaka da izvlače preveliku dobit
- omogućuje ostvarivanje profita na projektima, jer bez javnih tržišta, dionice ne bi bile likvidne
- pruža vrijedne informacije o vrijednosti tvrtki i projekata koje se mogu iskoristiti za donošenje odluke o ulaganju
- omogućava bankama da daju sredstva u zamjenu za dionice i na taj način dijele poduzetnički rizik.

Neka zemlja može imati investicijsko bankarstvo s javnim tržištem, ali ono možda nije lako dostupno novim tvrtkama, obzirom na njihovu ulogu u poticanju poduzetništva. Investicijsko bankarstvo s javnim tržištem može biti teško dostupno tvrtkama zbog visokih troškova izlaska na javno tržište, ograničenja vezanih za kotaciju, i slabe likvidnosti.

Odnos između gospodarskog rasta i javnih tržišta kapitala je dvosmislen:

- Tvrtka koja se financira samo putem investicijskog bankarstva će vjerojatno imati više financijskih poteškoća i veće troškove bankrota,
- neće biti nadzora nad njenim menagementom, kao što bi bio slučaj da ima i druge izvore financiranja i nekoliko velikih dioničara.
- Ako su preuzimanja teška ili nemoguća, nad menagementom tvrtke koja se financira putem malih dioničara se uglavnom ne vrši nadzor, osim ako tvrtka prestane otplaćivati dug.
- javno financiranje je vjerojatno preskupo u situaciji kada je problem asimetričnih informacija naglašen. Kao posljedica toga, gospodarstvo koje se previše oslanja na financiranje na tržištu kapitala, bilo bi specijalizirano za djelatnosti za koje asimetričnost informacija nije relevantna.

## 5.2. Ograničenja investicijskog bankarstva

Kao i na svakom tržištu, na tržištu kapitala postoje dvije vrste sudionika u razmjeni: jedni su oni s viškovima novca koji ga žele plasirati, a drugi su oni kojima novac nedostaje te ga žele dobiti. Njihova se razmjena sastoji u novčanim tokovima koji iz štednje ili privatnih pričuva transferiraju kapital u gospodarske djelatnosti i to s duljim rokovima otplate ili trajno.

Prema Orsagu (2011.) „dugoročno ulaganje obuhvaća razdoblje od najmanje jedne godine, a obično su to ulaganja koja traju tri do pet godina, pa i više. Trajno ulaganje u gospodarstvo (kao i dugoročno) naziva se investiranje, a postupak ulaganja koji rezultira proširenjem trajne imovine gospodarskog subjekta naziva se investicija. Investirati se može u kupnju zemljišta, strojeva ili opreme, zatim u gradnju objekata, a može se ulagati i u nematerijalnu imovinu kao što su na primjer patenti, licencije, računalni programi i slično.“

Postoji i drugačiji oblik investiranja, a to je kupnja vrijednosnih papira: dionica ili obveznica. Kupnjom vrijednosnih papira investitor nije izravno uključen u materijalne i nematerijalne oblike ulaganja. Odluku o tome kako će se iskoristiti kapital, investitor prepušta izdavatelju

vrijednosnih papira. Takvo je ulaganje ipak važno za razvoj gospodarstva jer izdavatelji vrijednosnih papira koji prikupljaju novac tzv. primarnom emisijom ne trebaju uzimati pozajmice. Vlastiti kapital u bilanci poduzeća uvijek je povoljniji od kredita. Taj se kapital ne vraća vlasnicima čitavo vrijeme ekonomskog vijeka poslovnog subjekta, a kod otplate kredita glavnica se vraća zajedno s kamatama. (Orsag, 2011.)

Izdavatelji vrijednosnih papira mogu biti poslovne organizacije, država, gradovi i lokalne zajednice tj. sve one pravne osobe koje mogu steći povjerenje investitora da će njihov novac, investiran u kupnju vrijednosnih papira, biti iskorišten za poslovnu aktivnost ili za opće dobro. Osim toga, izdavatelji vrijednosnih papira moraju uvjeriti investitore da će oni dobiti i odgovarajući prinos na svoja ulaganja: kod kupnje dionica to su kapitalni dobitak (razlika u cijeni dionice između kupnje i prodaje) i dividende, a kod obveznica to su kamate. Kamate na obveznice obično su malo više od bankovnih kamata na štednju pa je kupnja zanimljivija investitorima od same štednje. Ipak, to je ulaganje s umjerenim ili vrlo malim rizikom jer se očekuje da su izdavatelji obveznica isto tako pouzdani kao i banke. (Orsag, 2011.)

Ulaganje u dionice više je rizično od štednje ili ulaganja u obveznice, ali zato investitori očekuju i više prinose od kapitalnog dobitka i od dividende.

Dug disciplinira menagement poduzeća, jer ga sprječava da prekomjerno ulaže, pa menagement preferira nizak stupanj zaduženosti. Berger, Ofek i Yermack (1997.) daju dokaze ovoj tvrdnji. Međutim, postoje dokazi da to ne vrijedi, ako zaduženjem može spriječiti preuzimanje. Menagement će prodati i imovinu, kako bi uložilo u otkup dionica. U oba slučaja, vrijednost tvrtke može porasti i onemogućiti neprijateljsko preuzimanje. Menagement je koristan kad tvrtka ima mogućnosti za ulaganje, jer visoko zadužena tvrtka ne može ulagati, a dioničari ne žele prikupljati nova sredstva. Prikupljanje sredstava može umanjiti dobit dioničara, jer to povećava dug na njihovu najavu stjecanja.

Banke su važne, ali one više brinu oko toga da im se otplati dug nego oko vrijednosti tvrtke, osim ako tamo nemaju svoga kapitala. Drugim riječima, posredničko financiranje može osigurati da menagement ne može previše umanjiti vrijednost tvrtke, ali ne može osigurati da menagement poveća vrijednost tvrtke u najvećoj mogućoj mjeri. Ako banka ima svoj kapital u tvrtki, onda će više brinuti oko povećanja vrijednosti tvrtke. Međutim, ako banke drže svoj kapital u poduzeću, one postaju ranjivije.

Postoji paradoks, vezan za banke, kad se nadzire menagement. Ako treba izvršiti nadzor nad menagementom poduzeća, zašto to radi menagement banke i tko nadzire menagement banke? Odgovor je jednostavan, iz dva razloga:

- banke diversificiraju svoje poslovanje kroz kredite. Diamond i Douglas (1984.) su pokazali da je zato investitorima lakše procijeniti rad menagementa u banci nego procijeniti rad menagementa u drugim tvrtkama
- banke značajan udio imaju u kratkoročnim depozitima. Ukoliko menagement banke donosi loše odluke, kazna je u pravilu brza, jer će kratkoročni investitori povući sredstva. Zato sanacija banaka ima eliminacijski učinak: ako bankovni menagement postane manje učinkovit, posljedično umanjuje učinkovitost

cjelokupnog gospodarstva. Ako banke pak nemaju kapitala, ulaganja se moraju prekinuti

- faktor preuzimanja rizika se javlja usporedo s mogućnošću diversifikacija, a nesporno doprinosi gospodarskom rastu. Alien i Gale (2000.) smatraju da banke i tržišta kapitala obavljaju jednaku funkciju korporacijske kontrole. Kada zbog lošeg upravljanja, dođe do pada cijena dionica na tržištu kapitala, tvrtka se dovodi u situaciju mogućeg neprijateljskog preuzimanja u kojem će novi vlasnik napraviti reorganizaciju i postaviti novu upravu odnosno menadžment.

Premda banke teoretski mogu obavljati sličnu funkciju, vrlo teško je prihvatiti hipotezu prema kojoj banke to mogu raditi jednako efikasno kao i tržište kapitala. Naime, banke mogu uskratiti kredit kompaniji kod koje procjenjuju prevelike rizike, no takve tvrtke mogu i dalje poslovati u nepromijenjenom obliku i s nepromijenjenim menadžmentom. Tek ako uskraćivanje kredita dovede do toga da nelikvidnost otkrije problem nesolventnosti, može se očekivati neka promjena. No, upitno je kako će banka sudjelovati u toj promjeni. Tek ako banka, kao vlasnik ili kreditor ima tako značajan interes da inicira postupak restrukturiranja i/ili promjene menadžmenta u okviru stečaja ili redovitog odlučivanja na skupštini ili nadzornom odboru, možemo govoriti o toj ulozi banaka. No i u tom slučaju ta je mogućnost uglavnom ograničena na manji broj zemalja. Iskustvo nekoliko najvećih slučajeva u Hrvatskoj (Tisak 90-ih, V. Lenac 00-ih) pokazuju kako banke ne mogu odigrati ulogu supstituta tržišta kapitala, kad je riječ o kontroli korporacija u Hrvatskoj.

Poznato je da u suvremenoj korporaciji odvajanje vlasništva od kontrole rezultira sukobom između vlasnika i menagera. To se posebice odnosi na ciljeve menadžmenta, koji se mogu razlikovati od onih koje imaju dioničari u poduzeću. U velikim korporacijama mogu postojati mnogobrojni dioničari, tako da oni sami ne mogu stvarati svoje ciljeve, a još manje kontrolirati ili utjecati na menadžment. Zbog toga odvajanje vlasništva od menadžmenta stvara situaciju u kojoj menadžment može bolje djelovati u vlastitom interesu, umjesto u interesu dioničara. Menadžere možemo zamisliti kao agente vlasnika. Dioničari se nadaju da će agenti raditi u njihovu najboljem interesu i zato na njih prenose pravo donošenja odluka. Jensen i Mecklin prvi su razvili potpunu teoriju poduzeća u uvjetima agencijskih ugovora. Oni su pokazali kako nalogodavci (dioničari), mogu uvjeriti sami sebe da će agenti (menadžment) donijeti optimalne odluke samo ako su motivirani, i ako ih se nadzire. (Orsag, 2011.)

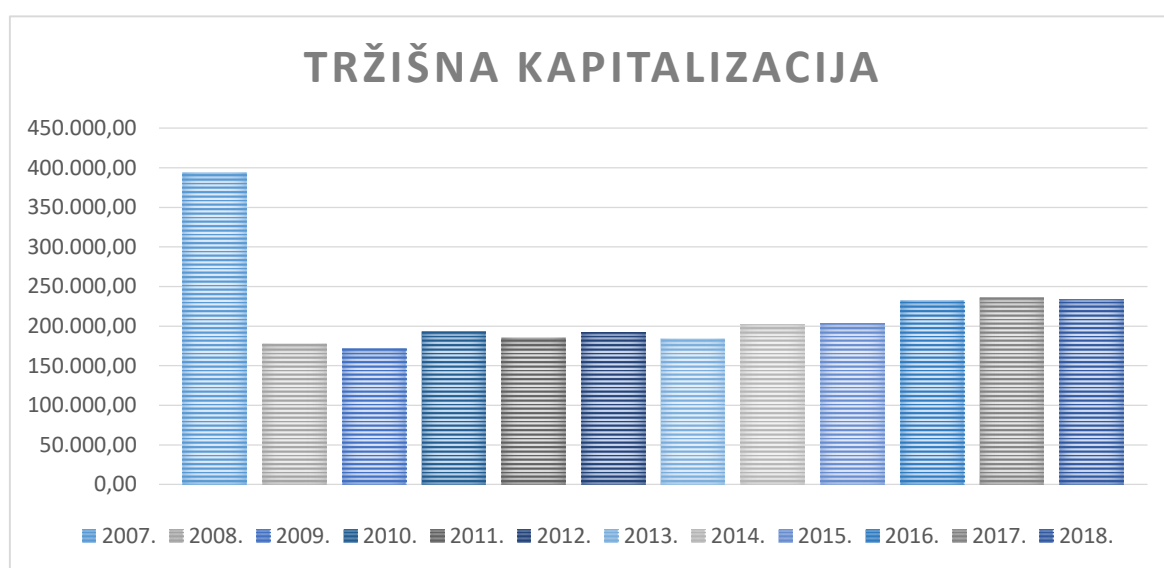
### 5.3. Situacija u Hrvatskoj

Društvo za poslovanje vrijednosnim papirima ili sada investicijsko društvo u Hrvatskoj registrirano je za obavljanje kupnje ili prodaje vrijednosnih papira po nalogu klijenta, investicijsko savjetovanje, trgovinu u špekulacijske svrhe, za poslove posebne burzovne trgovine, upravljanje portfeljima klijenata, za poslove agenta pri emisiji novih vrijednosnih papira, pokroviteljstvo izdanja i poslove transfernog agenta. U novije vrijeme brokerske kuće nude neke usluge i aktivnosti koje su tradicionalno obavljale banke. (Orsag, 2011.)

U Hrvatskoj je tržišna kapitalizacija Burze krajem 2007. godine dosegla razine od 352 milijarde kuna (grafikon 1). Takav izrazito strelovit rast mjeren svim navedenim varijablama

dugoročno je bio neodrživ, što se i pokazalo samo nekoliko mjeseci kasnije kada je svjetska financijska kriza, u kombinaciji s regionalnim makroekonomskim i političkim nestabilnostima, potresla Zagrebačku burzu uzrokujući pad tržišne kapitalizacije dionica veći od 100 mlrd. kuna. Sve je nagoviještalo da je u pitanju "cjenovni balon" za koji su ozbiljni analitičari bili svjesni da će uskoro puknuti. I upravo to se početkom 2008. godine počelo događati. U grafikonu je vidljivo kako se nakon tog drastičnog pada situacija nije značajno mijenjala, te je tržišna kapitalizacija više-manje na istoj razini zadnjih 10 godina.

Grafikon 1. Tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi



Izvor: <https://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE>

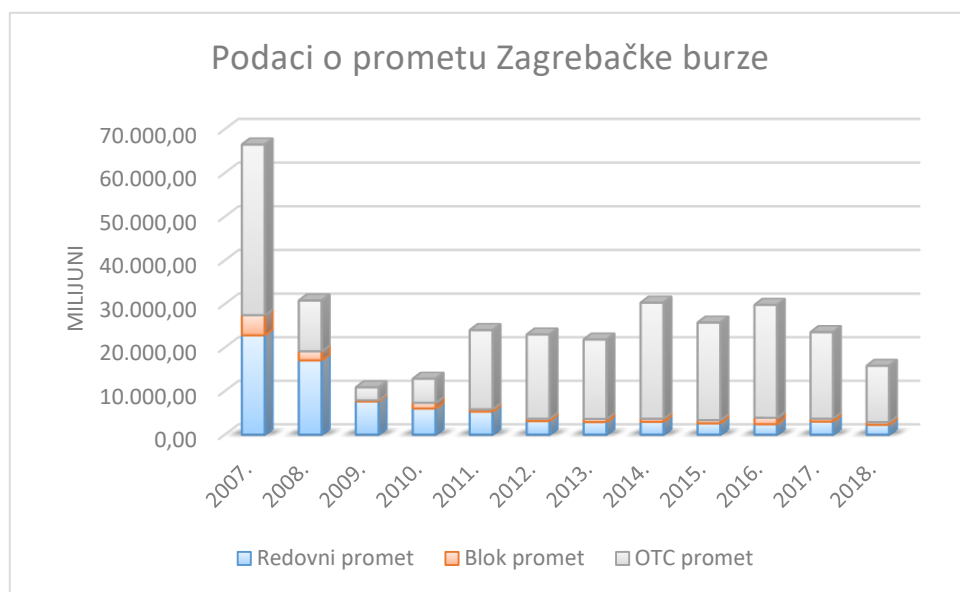
Hrvatska je ispunila sve tehničke i organizacijske pretpostavke za stvaranje snažnog i učinkovitog tržišta kapitala. Tržišna infrastruktura, koja uključuje regulatorne i uslužne te ostale institucije, u potpunosti je izgrađena kao i zakonska regulativa kojom je u potpunosti naše financijsko tržište integrirano s ostalim članicama EU-a. Tako ostvarene pretpostavke svoja praktična dostignuta 1994. godine uveden je elektronički sustav trgovanja koji je posrednicima na burzama omogućio daljinsku komunikaciju radi međusobnih transakcija. Sustavi na kojima se trgovina na Zagrebačkoj burzi odvijala do jeseni 2007. bili su i više nego zadovoljavajući za tadašnji stupanj razvoja hrvatskog tržišta kapitala. Ako pogledamo grafikon 2, vidjet ćemo da je u toj godini Burza u Hrvatskoj dosegla svoj maksimum. Od tada prometi su u stalnom opadanju.

Na trend ZSE utječu nacionalne gospodarske turbulencije i trendovi, ali i turbulencije i trendovi u okolišu (tj. Regionalna i svjetska tržišta i gospodarstva). Razlozi za to su otvorenost gospodarstva, uvrštavanje velikih tvrtki na strana tržišta kapitala ali i hrvatska ovisnost o vanjskoj trgovini s drugim zemljama. Do kraja 2008. povećani su i promet i povjerenje investitora, što se može vidjeti iz trenda obujma trgovanja na Zagrebačkoj burzi, nakon kojeg slijede prilagodbe zbog krize. Nakon 2008. dolazi do postupnog oporavka

gospodarstva a time i povećanja trgovanja na burzi. Opisana kretanja vidljiva su na grafikonu 2 koji prikazuje promet vrijednosnica od 2007. godine.

Na grafikonu 2., iz perspektive ukupnog prometa, osim prilagodbe tijekom krize, ukupni promet se nije značajno promijenio. Rezultat je da se promet jedne vrste vrijednosnih papira smanjuje, dok se promet druge vrste vrijednosnih papira povećava. To pokazuje da se financiranje obveznicama povećalo tijekom gospodarskog pada, što nije u skladu s teorijskim znanjem. Međutim, mora se istaknuti da izvještaj o prometu uključuje sav promet, uključujući promet prvog razdoblja i drugog tržišta. Stoga će se, kako bi se detaljnije analizirale tendencije financijskih društava, razmotriti struktura kapitala i opseg Zagrebačke burze te broj izdanih obveznica.

Grafikon 2. Povijesni promet na Zagrebačkoj burzi



Izvor: <https://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE>

Na organiziranim mjestima trgovanja kažemo da se to događa na primarnom i sekundarnom tržištu. Što se tiče Zagrebačke burze, gotovo je u potpunosti riječ o sekundarnom trgovanju. Na sekundarnom tržištu obavlja se promet već postojećih vrijednosnih papira, tj. papira koji su već emitirani na primarnom tržištu. Kad je Hrvatska u pitanju, to su dionice društava čiji je kapital definiran postupkom pretvorbe i privatizacije. Kao što je prikazano na slici 6., kada se dionicama trguje na sekundarnom tržištu, promet dionicama i gotovinom u cijelosti se odvija između investitora i investicijskih društava. Naravno, kod izdavatelja se u tom trenutku događa promjena vlasničke strukture.

Na sekundarnom tržištu svakodnevno se trguje vrijednosnim papirima, a investicijski motiv temelji se na dugoročnom zarađivanju upravljanjem investicijama i institucionalni investitori nastoje kupnjom i prodajom vrijednosnih papira ostvariti određen profit. Na sekundarnom tržištu odvijaju se i transakcije u špekulativne svrhe gdje se nastoji ostvariti profit učestalom kupnjom i prodajom vrijednosnih papira, a zarada je očekivana razlika u cijeni. Prema zadnjim objavljenim podacima tijekom 2017. i 2018. godine ostvareni su sljedeći rezultati trgovanja:

Tablica 3. Pregled trgovine na ZSE-u u 2017. i 2018. godini

	2017	2018	% promjene
<b>Promet unutar knjige ponuda</b>	<b>2.989.262.517</b>	<b>2.265.671.578</b>	<b>-24,2</b>
Dionice	2.621.440.038	1.579.186.074	-39,8
Obveznice	367.822.478	686.485.504	86,6
Komerrijalni zapisi	0	0	
Strukturirani proizvodi	0	0	
ETF-ovi	0	0	
Blok promet dionica	589.481.702	542.352.468	-8,0
Blok promet obveznica	80.966.003	46.040.034	-43,1
<b>Ukupni promet</b>	<b>3.659.710.222</b>	<b>2.854.064.079</b>	<b>-22,0</b>
<b>Volumen unutar knjige ponuda</b>			
Dionice	38.647.825	30.250.322	-21,7
Obveznice	281.703.733	512.310.763	81,9
<b>Ukupni promet</b>	<b>320.351.557,96</b>	<b>542.561.085,05</b>	<b>69,4</b>
<b>OTC transakcije</b>			
Promet unutar knjige ponuda	19.683.378.190	12.940.182.001	-34,3
Volumen unutar knjige ponuda	14.508.293.017,69	9.337.332.802,00	-35,6
<b>CROBEX</b>	1.842,87	1.748,81	-5,1
CROBEXtr	1.161,71	1.129,13	-2,8
CROBEX10	1.076,86	1.017,07	-5,6
CROBEXplus	1.082,17	947,63	-12,4
CROBEXindustrija	1.130,91	853,81	-24,5
CROBEXkonstrukt	535,23	496,32	-7,3
CROBEXnutris	470,10	498,62	6,1
CROBEXtransport	1.280,65	791,07	-38,2
CROBEXturist	3.623,65	3.538,52	-2,3
CROBIS	110,98	110,99	0,0
CROBIStr	167,25	174,21	4,2
<b>Tržišna kapitalizacija</b>			
Dionice	<b>138.256.683.154</b>	<b>132.748.544.031</b>	<b>-4,0</b>
Obveznice	<b>97.820.981.465</b>	<b>100.800.000.861</b>	<b>3,0</b>

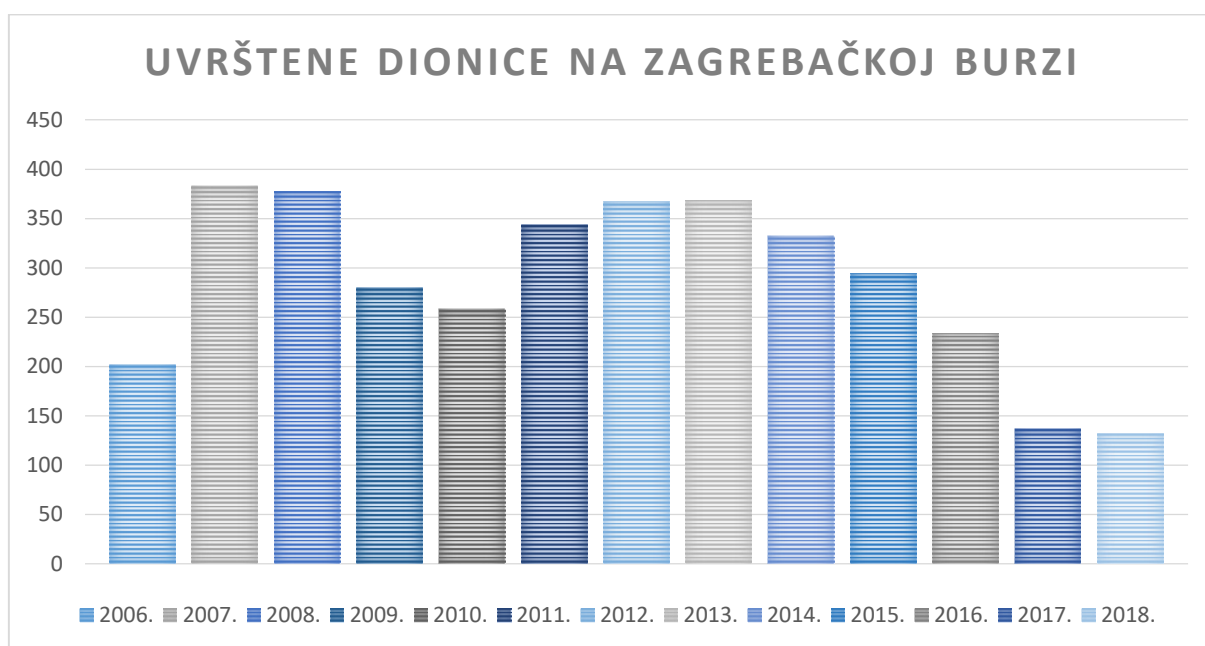
Izvor: <https://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE>

Trgovanje dionicama na primarnom tržištu vrši se trgovanjem dionicama od izdavatelja do investitora putem investicijskog društva, dok će se u suprotnom smjeru, od ulagača do poduzeća, sredstva prenijeti na izdavatelja. Tvrtke investitorima trebaju omogućiti potencijalno veće prinose na ulaganja u vrijednosne papire kako bi prenijele međuovisnost između rizika i povrata, što će im koristiti. Većina transakcija na primarnom tržištu provodi se putem investicijskih banaka, koje posreduju između izdavatelja i krajnjeg ulagača u vrijednosne papire. Investicijske banke mogu prodati dionice na primarnom tržištu uz pomoć izdavatelja tvrtke. To znači da investicijska banka jamči korporaciji cijenu novoizdanih vrijednosnih papira kupnjom cijele emisije po fiksnoj cijeni.

Prema podacima dostupnim na stranicama Zagrebačke burze broj uvrštenih dionica je drastično narastao 2007. godine, netom prije krize, nakon čega je došlo do pada. Kako se tržište počelo oporavljati broj uvrštenih dionica se polako počeo povećavati, međutim zadnje dvije godine je taj broj ponovno na vrlo niskoj razini što je vidljivo na grafikonu 3.



Grafikon 3. Kretanje broja uvrštenih dionica na ZSE



Izvor: <https://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE>

Ukupni promet na Zagrebačkoj burzi u 2018. dosegao je tek 2,85 milijardi kuna, što je pad od 22 posto u odnosu na 2017. godinu u kojoj je promet iznosio 3,66 milijardi kuna i u kojoj je promet također pao u odnosu na prethodnu godinu. Niži promet na ZSE zabilježen je daleke 2001. godine, kada je na domaćoj burzi protrogovano 1,7 milijardi kuna. Promet dionicama lani je iznosio 1,57 milijardi kuna, 40 posto niže nego u 2017., godini, dok je ukupni promet obveznicama pao za 22 posto, navela je Uprava burze u svom godišnjem izvješću. Tržišna kapitalizacija obveznica rasla je za tri posto, no ona dionica pala je četiri posto, na 132,7 milijardi kuna.<sup>55</sup>

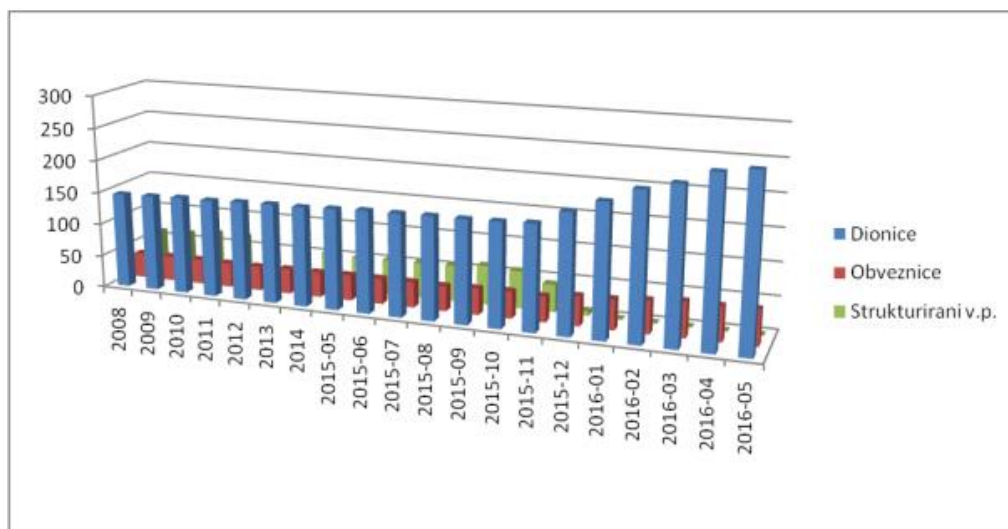
Ukupan obujam trgovanja u siječnju 2018. bio je za 44 posto bolji od zadnjeg mjeseca 2017. godine, a povećale su se i tržišna vrijednost i vrijednost indeksa. Međutim, u veljači je trgovanje dionicama Agrokora ponovno obustavljeno. Nastavak godine uglavnom se očitovao u negativnom raspoloženju investitora. Tržište je tek krajem godine ušlo u pozitivan osjećaj.

<sup>55</sup> <https://zse.hr/>

Analiza strukture dionica na grafikonu 4. pokazuje da se od kriznog razdoblja povećao broj dionica, dok je broj izdanih obveznica povećan, ali je stopa rasta niska. Broj strukturiranih vrijednosnih papira se smanjio. Stoga, iako je pad prometa posljedica krize uzrokovane padom vrijednosti dionica i obveznica, broj izdavanja povećao se, što ukazuje da tvrtke u krizi koriste dionice i obveznice nasuprot kredita kao skupljeg izvora financiranja.

Također privlačniji izvor financiranja su bile dionice nego obveznice upravo zbog toga što obveznice nameću obvezu isplate kupona i glavnice po dospelju te imaju prednost kod isplate likvidacijske mase u slučaju poteškoća i gašenja poduzeća. Ako se promotre stope promjene broja novih emisija dionica i obveznica uočava se da su dionice rasle po bržoj stopi od obveznica.

*Grafikon 4. Kretanje broja uvrštenih emisija vrijednosnih papira na ZSE*



Izvor: <https://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE>

Prošle godine je deset najvećih dionica činilo je oko 40% ukupnog volumena tržišta kapitala. Najtrgovanija dionica bila je Valamar Riviera koja je skupila više od 273 milijuna kuna.<sup>56</sup> Po ostvarenom prometu iza Valamar Riviere su HT, Adris, Podravka, Atlantic Grupa, Arena Hospitality Group, Zagrebačka banka, Atlantska plovidba, AD Plastik i Brodogradilište Viktor Lenac.

<sup>56</sup> <https://www.vecernji.hr/biznis/deset-dionica-za-40-ukupnog-prometa-1293867>

Tablica 4. Top 10 dionica s najvećim prometom

	Oznaka	Izdavatelj	Najniža	Najviša	Zadnja	%	Promet
1	RIVP	Valamar Riviera d.d.	31,20	43,60	36,70	-16,11%	273.128.564
2	HT	HT d.d.	147,00	169,00	150,00	-9,31%	217.440.040
3	ADRS2	ADRS GRUPA d.d.	411,00	453,00	417,00	-2,80%	134.165.722
4	PODR	PODRAVKA d.d.	250,00	379,00	375,00	38,89%	109.665.365
5	ATGR	ATLANTIC GRUPA d.d.	860,00	1.160,00	1.160,00	34,57%	74.669.330
6	ARNT	Arena Hospitality Group dd	340,00	452,00	341,00	-24,22%	64.553.990
7	ZABA	Zagrebacka banka d.d.	52,00	63,40	57,20	8,54%	61.803.979
8	ATPL	ATLANTSKA PLOVIDBA d.d.	301,00	698,00	332,00	-48,04%	61.122.015
9	ADPL	AD PLASTIK d.d.	169,00	203,00	176,00	4,08%	53.921.185
10	VLEN	BRODOGR. VIKTOR LENAC d.d.	5,70	14,70	5,80	-57,97%	46.402.699

Izvor: <https://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE>

Tablica 5. Top 10 dionica s najvećim porastom cijene

	Oznaka	Izdavatelj	Najniža	Najviša	Zadnja	%	Promet
1	TNKC	TANKERKOMERC d.d.	130,00	220,00	206,00	105,98%	496.664
2	TISK	TISAK d.d.	25,00	36,00	36,00	100,00%	49.163
3	SPVA	SPACVA d.d.	25,00	25,20	25,20	93,85%	2.518
4	QUNE	Quaestus nekr. dd u likv.	6,00	14,10	14,00	75,22%	107.517
5	KBZ	AGRAM BANKA d.d.	90,00	100,00	100,00	53,85%	21.660
6	ZB	Zagrebacka burza d.d.	10,00	16,90	16,00	47,06%	6.619.064
7	PODR	PODRAVKA d.d.	250,00	379,00	375,00	38,89%	109.665.365
8	ZVZD	ZVIJEZDA d.d.	131,00	230,00	194,00	38,57%	579.722
9	LEDO	LEDO d.d.	250,00	430,00	388,00	35,19%	10.310.151
10	JMNC	JAMNICA d.d.	3.620,00	7.500,00	5.200,00	35,06%	6.252.360

Izvor: <https://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE>

Ostvarena dobit izuzetno je važan element u procjeni vrijednosti poduzeća i često se koristi za izračunavanje raznih drugih pokazatelja izvedenih iz tih podataka. Međutim, investitori mogu procijeniti vrijednost tvrtke samo na temelju kompletne situacije u kojoj se nalazi tvrtka. Naravno, ovakva procjena vrijedi samo za njih, jer se i drugi ljudi temelje na istim podacima, ali na temelju različitih položaja promatranja i zaključivanja, dobit će potpuno različite ocjene vrijednosti.

Konačna ocjena o vrijednosti tvrtke mora se moći unovčiti. Upravo taj valutni izvještaj predstavlja cijenu financijskih instrumenata. Ova činjenica otkriva svu ljepotu financijskog

svijeta, jer se cijene izražavaju kao izravni proizvodi ponude i potražnje. U datom se trenutku obje strane u ovom odnosu slažu.

Konačan sud o vrijednosti kompanije mora se moći monetarno iskazati. Upravo taj monetarni (brojčani) iskaz predstavlja cijenu nekog financijskog instrumenta. Ova činjenica otkriva svu ljepotu svijeta financija jer je za izražavanje cijene kao izravnog produkta ponude i potražnje Stoga kupnja i prodaja predstavljaju svojevrsan dogovorni odnos u kojem će neki financijski instrument (a to se odnosi i na robe i usluge) promijeniti vlasnika po dogovorenoj cijeni za koju se oba partnera u tom odnosu u danom trenutku slažu i pristaju na nju.

„Kada bi se kojim slučajem svi sudionici tržišta složili da postojeća cijena uistinu odražava pravu fer vrijednost financijskog instrumenta u tom bi trenutku odumrlo svako tržište. Jer nitko ne bi bio voljan ponuditi niti jednu lipu više ili manje od iste procijenjene vrijednosti valorizirane imovine. A svaka burza tj. tržište kapitala po svojoj definiciji upravo jest ustanova odnosno organizirano i stalno tržište na kojemu se u određeno vrijeme i po unaprijed točno utvrđenim pravilima, uzancama i postupcima trguje određenim tipiziranim (standardiziranim) robama, uslugama, novcem, devizama i vrijednosnim papirima koji su statutom, odnosno pravilima burze utvrđeni kao predmeti njezina poslovanja potrebno ukalkulirati apsolutno sve moguće dostupne, ali i pretpostavljene aspekte poslovanja nekog korporativnog entiteta, što uključuje i pokušaj predviđanja događaja u budućnosti.“<sup>57</sup>

#### 5.4. Preuzimanje Kraša d.d.

##### 5.4.1. Podaci

Kraš, prehrambena industrija d.d. je najveća hrvatska tvrtka koja se bavi proizvodnjom konditorskih proizvoda te ujedno jedna od najvećih u jugoistočnoj Europi čija godišnja proizvodnja prelazi 33.000 tona.

Uprava Kraša sastoji se od četiri člana (Slavko Ledić, Damir Bulić, Dinko Klepo i Alen Varenina) koji zajedno vode i zastupaju Društvo, sukladno zakonu, Statutu Društva i Poslovniku o radu Uprave. Nadzorni odbor Kraša sastoji se od sedam članova koji nadziru vođenje poslova Društva, a o pitanjima iz svoje nadležnosti Nadzorni odbor odlučuje sukladno Statutu Društva i Poslovniku o radu Nadzornog odbora.

Prema informacija s njihove službene [web stranice](#), njihov temeljni kapital u iznosu od 599.448.400,00 HRK uplaćen je u cijelosti i podijeljen na 1.498.621 dionicu na ime, u nominalnoj vrijednosti 400,00 HRK. Najnoviji podaci na dan 9. rujana 2020. godine, pokazuju da je zadnja cijena 602,00, što znači promjena od -0,33%. Broj transakcija je 2, a ukupan promet pokazuje 1.472,15 milijuna kuna.

##### 5.4.2. Vrijednost i privatizacija

Poznato je da u suvremenoj korporaciji odvajanje vlasništva od kontrole rezultira sukobom između vlasnika i menadžera. To se posebice odnosi na ciljeve menadžmenta, koji se mogu

---

<sup>57</sup> Andrijanić I., Vidaković N. (2015.): *Poslovanje na burzama – načela i praksa*, Zagreb: Effectus studij financije i pravo – visoko učilište

razlikovati od onih koje imaju dioničari u poduzeću. U velikim tvrtkama može biti mnogo dioničara, pa oni ne mogu postavljati vlastite ciljeve, a kamoli kontrolirati ili utjecati na upravljanje. Stoga razdvajanje vlasništva i upravljanja stvara situaciju u kojoj uprava može bolje djelovati u svoju korist, a ne u korist dioničara. Menadžere možemo zamisliti kao agente vlasnika. Dioničari se nadaju da će agenti raditi u njihovu najboljem interesu i zato na njih prenose pravo donošenja odluka.

Poticaji se odnose na dionice, bonuse ali i privilegije kao što su službeni automobili ili skupo uređeni uredi. Naravno, mora se vršiti i nadzor tih privilegija te obvezati menadžere te vršiti reviziju financijskih izvješća. Bez tržišta kapitala nema tržišta za kontrolu poduzeća i nemoguće je poduzeti inicijativu za davanje ponude za stjecanje određene tvrtke. Kad cijene dionica na tržištu kapitala padnu zbog lošeg upravljanja, tvrtka će postati meta neprijateljskih akvizicija, a novi će vlasnici zamijeniti upravu. S druge strane, menadžment ne može dobiti direktnu kompenzaciju, kao rezultat njegovog učinka. Stoga, nelimitirano tržište korporativne kontrole u kojem većina tvrtki ne kotira na burzi, nema svrhu.

Ukoliko tržište korporativne kontrole prisili menadžment na radnje koje umanjuju vrijednost tvrtke dugoročno, tada mogu veliki dioničari sprečavajući preuzimanje tvrtke, protivno željama menadžmenta dugoročno povećati vrijednost tvrtke. Tako korporativna kontrola aktivno utječe na gospodarski rast jer takvo tržište uklanja neučinkovit menadžment te dovodi do toga da menadžment ne realizira profitabilne investicije.

Razlog tome je što vanjski investitori i potencijalni ponuđači možda ne raspolazu informacijama koje bi im omogućile da procijene profitabilnost tih investicija. Kao rezultat kada se poduzimanja takvih investicija, pad je vrijednosti tvrtke, mada su temeljem informacija kojima raspolaze menadžment profitabilne. Iz te perspektive, Stein (1989) tvrdi da bi bilo korisno zaštititi menadžment od pritiska preuzimanja. Prijetnja otkazom za nekvalitetan rad može postati stvarnost menadžerskih odluka.

Aktivnost nadzora stvara troškove, što je neizbježni rezultat razdvajanja vlasništva i kontrole tvrtke. Što je upravljački udio manji, to je manja vjerojatnost da će postupiti u skladu s načelom maksimiziranja bogatstva dioničara, a veća je potreba dioničara za praćenjem njihovih aktivnosti. (Orsag, 2011.).

Maksimizacijom bogatstva dioničara ne znači da bi menadžeri trebali zanemarivati društvenu odgovornost, kao što su zaštita potrošača, isplata plaća zaposlenima, podržavanje pravedne prakse zapošljavanja i osiguranje sigurnih uvjeta rada, usavršavanje zaposlenih, te uključivanje u zaštitu okoline, osobito zraka i vode. Mnogi smatraju da poduzeće i nema drugog izbora nego djelovati na društveno odgovoran način. Tako i bogatstvo dioničara, pa čak i sam opstanak korporacije, ovisi o njihovoj društvenoj odgovornosti. Budući da kriteriji društvene odgovornosti nisu jasno definirani, vrlo je teško odrediti konzistentnu politiku poslovanja. Kada tvrtka djeluje putem predstavničke agencije i utvrdi pravila za odnos između društvenih ciljeva i ekonomske učinkovitosti, misija tvrtke postaje jasnija. Sve to dokazuje da je cilj menadžmenta voditi brigu o stjecanju imovine, financiranju i upravljanju, imajući u vidu osnovne ciljeve poslovanja i društvene odgovornosti poduzeća. Uprava odlučuje kako

poduzeće prikuplja sredstva, kako raspoređuje sredstva i kako financijske odluke stvaraju vrijednost. (Orsag, 2011.)

Važna stvar koja utječe na učinkovitost tržišta preuzimanja je da menadžment može utjecati na vjerojatnost da će tvrtka biti preuzeta. Menadžment može usvojiti mjere protiv preuzimanja. Međutim, menadžment može i skupljati sredstva koja koristi u trenutku ponude preuzimanja. Tako ponuđač može zamijetiti tvrtku s lošim menadžmentom a da je ipak ne može preuzeti, jer menadžment ima sredstva da se obrani. U tom slučaju, ta ponuda može prisiliti menadžment da proda loša ulaganja, da se odrekne viška novčanih sredstava, ili da se zaduži kako bi se posvetilo maksimalizaciji vrijednosti tvrtke u budućnosti. Stoga će ponuda učiniti tvrtku učinkovitijom, a činjenica da menadžment može odbiti ponudu, može smanjiti vjerojatnost takvih ponuda. To može prouzročiti da bude premalo ponuda za preuzimanjem. (Orsag, 2011.)

Preuzimanja su rijetka i skupa, ali to ne znači da imaju malen učinak na tvrtke. Pretpostavimo da ponuđači ne mogu sa sigurnošću reći je li vrijednost tvrtke mala zbog loših odluka ili loše sreće. Stoga postoji rizik od preuzimanja ukoliko vrijednost padne. U takvoj situaciji je dobro da rukovodstvo pronade načine da maksimalizira vrijednost tvrtke. Rukovodstvo to može učiniti na nekoliko načina (Orsag, 2011.):

- može postaviti neovisniji i aktivniji odbor
- može promijeniti strukturu kompenzacije na način da bude više vezano za promjene u vrijednosti tvrtke
- može otkupiti dionice kako bi signaliziralo da je vrijednost tvrtke veća od one koja se odražava u cijeni dionice.

Rukovodstvo se može smijeniti, ako dioničari odluče da će to uvećati vrijednost tvrtke. To se može dogoditi kada je tvrtka zdrava, jer rukovodstvo propušta priliku da poveća dobrobit dioničara. Takve su situacije rijetke jer je teško izvana znati koje je investicije rukovodstvo propustilo zbog nesposobnosti ili nedostatka dalekosežne perspektive. Vjerojatnije da će se rukovodstvo smijeniti jer tvrtka loše posluje. U tom je slučaju upravljačka uloga dioničara često u drugom planu. Kada tvrtka loše posluje vjerovnici igraju važnu ulogu jer mogu dovesti tvrtku do bankrota. To znači da kad dioničari ne obavljaju svoj zadatak, vjerojatno zbog toga što bi kolektivna aktivnost bila skupa, vjerovnici nadziru rukovodstvo.

Otkupom dionica, društvo kupuje dionice od svojih dioničara za gotovinu, te ih drži u trezoru (riznici) i kao trezorske ili vlastite dionice ih prodaje u slučaju potrebe. Otkup dionica može biti alternativa gotovinskim dividendama. Smanjenje broja dionica u prometu vodi rastu zarade po dionici (EPS) i cijene. Dioničko društvo može otkupiti dionice (Orsag, 2011.):

- na tržištu – što može utjecati na cijenu kod većih otkupa,
  - tender ponudom – od dioničara otkup po ponuđenoj utvrđenoj cijeni (ako se javi puno dioničara, otkup se vrši na pro rata bazi),

- pregovorom s većim dioničarima – od institucionalnih investitora i ostalih otkupom velikog bloka dionica po većoj cijeni od tržišne (menadžment ili ne želi ili ih favorizira te dioničare).

Prednosti otkupa dionica prema Klačmer Čalopi i Cinguli (2009.):

- daje pozitivan signal – menadžeri smatraju da je dionica podcijenjena,
- uklanjanje s tržišta bloka dionica koji ima negativan efekt na cijenu,
- optimalni izbor s poreznog stajališta, jer oni koji trebaju gotovinu, prodat će, a oni koji ju ne trebaju neće,
- ako menadžment raspolaže gotovinom, preferirat će otkup dionica umjesto povećanja dividendi zbog efekta signaliziranja (da dioničari ne bi očekivali više dividende ubuduće),
- način provođenja većih i brzih promjena u strukturi kapitala, tj. postizanja ciljane strukture,
- dobra investicija u slučaju pada cijene dionica, za koju menadžment misli da je privremen.

Nedostaci otkupa dionica su (Klačmer Čalopa, Cingula, 2009.):

- kad dioničari nemaju iste preferencije prema dividendama i kapitalom dobitku, gotovinske dividende povoljnije utječu na cijenu dionice,
- dioničar koji se odlučio prodati dionice u programu otkupa, nije svjestan efekata prodaje ili ne raspolaže informacijama o procjeni tvrtke,
- posljedice pada cijene dionice nakon otkupa, jer se može dogoditi da tvrtka plati previsoku cijenu za dionice, na štetu ostalih dioničara, osobito kada se radi o većem broju dionica.

U pravilu, otkup dionica se koristi za veće promjene strukture kapitala osobito kod d.d. s viškom gotovine, a s nedovoljnim investicijskim mogućnostima. Međutim, tvrtke ih prakticiraju i kao alternativu gotovinskim dividendama kada imaju akumuliranu gotovinu, zbog realizacije poreznih koristi za dioničare (neoporezive dividende).

Nakon što je tvrtka prošle godine napravila veliku promjenu, kada se odmaknula od Mesne industrije Pivac, donosi nove podatke. Unatoč tome što je 2020. godina još u tijeku, ali i što je svijetom zavladao pandemija koronavirusa, njihov tromjesečni izvještaj ove godine pokazuje dobre brojke. KRAŠ grupa je u razdoblju od prva tri mjeseca ove godine ostvarila konsolidirane ukupne prihode u iznosu od 215,5 milijuna kuna<sup>58</sup>.

#### 5.4.3. Preuzimanje Kraša

Kraš d.d. je do 6. rujna 2019. godine bio u rukama Mesne industrije Pivac. Naime Mesna industrija braće Pivac, je do tog dana posjedovala 30,7 posto kompanije, dok su radnici i mali dioničari udruženi u Kraš ESOP d.o.o. imali 18,45 posto tvrtke. Kako i Kraš ima paket od pet

<sup>58</sup> <https://www.kras.hr/hr/o-nama/informacije-za-investitore/financijska-izvjesca> (pristupljeno 9.9.2020.)

postu trezorskih dionica bez prava glasa, dva najveća dioničara imaju više od pedeset posto dionica s pravom glasa i time kontroliraju tvrtku. Cijena dionice bila je 380 kuna, a nagli porast cijene dogodio se u roku tri dana. Nepoznati investitor proveo je nekoliko dana kupujući Kraševе dionice i povećavajući cijenu, pa je cijena skočila na 890 kuna. U roku od nekoliko dana uložio je 60 milijuna kuna.

Drugim riječima, od 6. do 16. rujna promet dionica Kraša dosegao je 75 milijuna kuna, a podrazumijeva se da je 80% njih napravio tajni kupac. Time se pozicionirao na mjestu trećeg najvećeg dioničara Kraša, a prema Zakonu o tržištu kapitala, u roku od tri dana mora izjaviti da posjeduje više od 5% udjela u najvećoj slastičarskoj industriji, a zatim otkriti svoj identitet.

„Mesna industrija braća Pivac 9. rujna najavila je ponudu za preuzimanje Kraša. Ponudu su objavili 23. listopada i u njoj su ponudili cijenu od 430 kuna za dionicu. U ponudi se isticalo da ne djeluju zajednički niti s jednom drugom osobom, a rok trajanje ponude je 28 dana od dana objavljivanja u Narodnim novinama, odnosno od 25. listopada 2019. godine. U obrazloženju ponude uz ostalo se navodi se da Kraš ima snažan potencijal da, uz daljnja ulaganja, postigne znatno bolje poslovne rezultate te zadrži i dodatno ojača svoj položaj na domaćem, regionalnom i svjetskom tržištu, kao i da postane jedno od najznačajnijih poduzeća u sastavu grupe MIB Pivac.“<sup>59</sup>

Uprava Kraša procjenjuje da je ponuda MI Pivac za stjecanje dionica Kraša po cijeni od 430 kuna po dionici vrlo niska. Prema stavovima uprave Kraša o ponudi za preuzimanje, cijena ponude bila je manja za 1% od ponderirane prosječne cijene Kraševih dionica u tri mjeseca prije ponude.

Kraš d.d. je 14. studenog objavio javni poziv kojim imaju namjeru skupiti od 25 do 50 milijuna kuna, a cilj im je povećati dugoročan izvor vlastitih sredstava i kapaciteta za dodatno zaduženje, što bi trebalo povećati financijsku stabilnost društva te stvoriti prostor za nova ulaganja, a u ovoj kompaniji u planu je investiranje u vrijednosti veće od desetak milijuna kuna, kako bi radili na novim proizvodima, ali i podigli produktivnost ulažući u nove tehnologije.

Nepoznati investitor koji se pojavio u rujnu 2019. godine je Kappa Star Limited, tvrtka sa sjedištem u Cipru, u vlasništvu srbijanskog poduzetnika Nebojše Šaranovića. Njegove investicije su dobroano uzdrmale vodeće dioničare MIB Pivac i Kraš ESOP d.o.o.. Šaranović je ušao u tijesnu bitku s Kraš-ESOP-om, jer poduzetnik ima 18,43 posto udjela, a radnici 18,45 posto dionica tvrtke.

Radnici nemaju financijskih sredstava da bi mogli pratiti tu transakciju. Mesna industrija Pivac je čak bila spremna isfinancirati transakciju za radnike, no onda bi trebali ući u jedan međuvlasnički sporazum gdje bi regulirali međusobne odnose. Išli oni s Pivcem ili ne, oni imaju korektne odnose s mesnom industrijom i mislim da neće biti ni na koji način oštećeni.

Iako je Šaranovićeva igra dovela cijenu dionica u jednom trenu do 1090 kn po dionici, a što je trostruko više nego prije kamanje, ipak se dalo naslutiti da će Kraš sklopiti ugovor s tvrtkom

---

<sup>59</sup> <https://novac.jutarnji.hr/novac/makro-mikro/nebojsa-saranovic-za-petama-braci-pivac-premasio-prag-od-25-posto-udjela-u-krasu-9590395>



iz Vrgorca. “Insajderske“ informacije su dale naslutiti da je dio dioničara i dalje na strani starih partnera, dok je preostali dio manjih dioničara išao za velikodušnom ponudom Šaranovića. On im je i ponudio 1.075 kuna za dionicu, te je htio preuzeti 46 posto upravljačkih prava, međutim iz Kraša su odbili velikodušnu ponudu te ju zdušno demantirali uvjeravajući medije da im je jedina ponuda stigla od MI Braća Pivac te su nju i prihvatili.

MI Braća Pivac sada je vlasnik 49,29% dionica i više od 50% upravljačkih prava. Problem je što su dionicu Kraš ESOP-a platili dvostruko veću cijenu (861 kn) nego što je bila prije Šaranovićevog nastupa, a potonji ih je također natjerao da iz temelja promijene svoje planove, ne samo zato što su Kraš preuzeli brže nego što su to kanili učiniti, nego i zbog nestanka jednog od glavnih dioničara – Kraš ESOP. Ovime je Šaranović kreirao promjene u Krašu, ali i odigrao neviđen rat na Zagrebačkoj burzi. Iako su iz MI Pivac najavili da ova situacija neće utjecati na broj zaposlenih, očigledno je da će Kraš morati proći kroz reorganizaciju kako bi ostvarili veću dobit.

## 6. Zaključak

Financijski sustav u Hrvatskoj izrazito je "bankocentričan". Banke posluju kao univerzalne banke, te tako kroz odnos komercijalnog i investicijskog bankarstva direktno utječu i na intenzitet razvoja tržišta kapitala. Banke su iskoristile pruženu priliku i usmjerile kompanije prema financijskim proizvodima koji bankama donose najveći profit.

Hrvatskoj je jedan od ograničavajućih činitelja daljnjeg razvoja nedovoljno razvijeno tržište kapitala. Problem je u tome što stanovništvo nije dovoljno informirano ili upoznato s poslovanjem investicijskih banaka, a kako bi što više građana zainteresirano za ulaganje dijela mjesečnog dohotka, morat će potrošiti mnogo vremena, a banke će morati pronaći nove načine za pristup ovoj vrsti ulaganja.

Svakom investitoru je glavni cilj, da uz minimalan rizik postigne maksimalnu dobit. Na tržištu kapitala postoje određeni alati, koji omogućavaju investitoru da unaprijed odredi, tj. na neki način prognozira koje investicije će mu donijeti maksimalan povrat, ali da se ne izlaže pretjeranoj opasnosti od ulaganja. Naravno, strategija svakog pojedinog investitora će se razlikovati ovisno o njegovoj spremnosti na izlaganje višim razinama rizika, ali naravno i o njegovoj želji za maksimiziranjem prinosa.

Prema tome, dioničarima je u interesu da poduzeća u koja su oni uložili svoja sredstva što bolje posluju. S obzirom na činjenicu da loši rezultati poslovanja tvrtke mogu dovesti do smanjenja vrijednosti dionica tvrtke, pa čak i do raspada tvrtke i gubitaka ulaganja, svaki dioničar trebao bi biti zainteresiran za poslovanje tvrtke i uvjete tvrtke. Iz gore navedenih razloga, svaki dioničar trebao bi ostvariti pravo sudjelovanja na glavnoj skupštini društva i pravo na osobnu raspravu ili putem zastupnika.

Ovdje veliku ulogu igraju investicijske banke koje omogućuju dioničarima stvaranje portfelja, te analiziraju razinu investitorova znanja i iskustava na području tržišta kapitala, spremnost na preuzimanje rizika, sposobnost podnošenja gubitaka te njegove investicijske ciljeve. Ovdje je vrlo važno razumjeti što sve utječe na cijenu dionice na tržištu kapitala. Dok je prodavatelju prodajna cijena prihvatljiva, kupac je zadovoljan cijenom po kojoj kupuje i po njoj prihvaća predmet kupnje. Taj konsenzus omogućuje da se trgovina uopće dogodi. Istodobno, ovaj trgovinski konsenzus svojevrsni je paradoks, jer je obično nerealno očekivati da će i kupac i prodavač financijskih instrumenata profitirati po istoj cijeni. Netko od njih, iako u trenutku kupoprodaje ne znamo tko, nije napravio dobar posao tj. krivo je procijenio radi li se o dobroj poslovnoj odluci kada je realizirao kupoprodaju. Onaj drugi će financijski profitirati.

U Hrvatskoj se većina tvrtki financira zajmovima banaka i dobavljača jer nemaju pristup tržištu kapitala. Raspravljalo se o problemu ulaska malih i srednjih poduzeća na tržište kapitala te je došlo do suradnje s Europskom bankom za obnovu i razvoj na pokretanju projekta otvaranja burze za mala poduzeća, no trenutno samo velike tvrtke imaju priliku ući na tržište kapitala.

Jedno takvo veliko poduzeće itekako je Kraš d.d. Cijena dionice u rujnu prošle godine, kada je dovršeno preuzimanje, bila je 380 kuna, a nagli porast cijene dogodio se u roku tri dana. Nepoznati investitor danima je kupovao dionice Kraša i dizao im cijenu, te je cijena skočila na 890 kuna. U nekoliko dana uložio je 60 milijuna kuna. Međutim, Pivci su dionicu Kraš ESOPa morali platiti duplo skuplje (861 kunu, ukupno 238 milijuna kuna) nego što je ona vrijedila. Time je Nebojša Šaranović u nikad zanimljivijem ratu za dionice na Zagrebačkoj burzi utjecao na radikalne promjene u Krašu.

Ukupna analiza prometa, broja novih emisija i tržišta kapitala pokazuje da poduzeća još nisu u potpunosti prihvatila sve mogućnosti koje pruža tržište kapitala. To ukazuje na nerazvijenost našeg tržišta, ali i odnosa ulagača prema potencijalnom cilju izdavanja dionica, odnosno korištenju dionica kojima se prikuplja početni kapital. Tvrtke moraju povećati svoju transparentnost kako bi pristupile tržištu kapitala, dok ulagači moraju vratiti povjerenje koje je uništeno prethodnim skrivenim ciljevima privatizacije.

Potrebno je poboljšati i ostale karakteristike tržišta, kako bi se tvrtkama omogućio lakši dolazak do kapitala koji im je potreban, a koji je često nepovoljan zbog visokih kamata na kredite, ili zbog nedostatka vlastitih sredstava.

## Literatura

1. Bajo, A. et al. (2011): *Hrvatski javni dug: Upravljanje i izazovi razvoja tržišta*, Zagreb: Institut za javne financije
2. Barbić, J., (2010.): *Pravo društava*, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak 2., Organizator, Zagreb
3. Curl, A. (2000.): *Izlaženje u javnost*, magistrski rad, Ekonomski fakultet – Zagreb, Zagreb,
4. Čulinović Herc, E., Hasić, T. (2011): *Sudjelovanje dioničara u radu glavne skupštine dioničkog društva prema Noveli Zakona o trgovačkim društvima*, izvorni znanstveni rad, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci
5. Družić, I. (2004.): *Resursi i tržišta hrvatskog gospodarstva*, Zagreb, Politička kultura
6. Eakins, S. G., Mishkin, F. S. (2005.): *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb, MATE
7. Foley Bernard, J. (1998.): *Tržišta kapitala*, MATE, Zagreb
8. Franjić, V., *Upravljačka prava dioničara s posebnim osvrtom na pravo na obaviještenost*, Visoki trgovački sud Republike Hrvatske
9. Gašparović, A. (2001.): *Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj*, Zagreb, Sinergija-nakladništvo
10. Gulin D., Orsag S., Santini G. (1991): *Uvod u ekonomiku vrijednosnih papira*, Institut za javne financije- Zagreb
11. Grahovac, T. (1995.): *Uloga i funkcija tržišta kapitala*. Slobodno poduzetništvo
12. Gregurek M., Vidaković N. (2011.): *Bankarsko poslovanje*, RRiF plus d.o.o., Zagreb
13. Jakšić, S. (2007.): *Primjena Markowitzeve teorije na tržište dionica Zagrebačke burze*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 5
14. Jurjević M. (2016.): *Poduzetničko repozicioniranje investicijskog društva u RH*, specijalistički poslijediplomski rad, Zagreb
15. Jurman A. (2005.): *Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire*
16. Mishkin, F.S. (2006.) *Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta*. Zagreb
17. Mrkušić Ž., Petrić Mrkušić A., (1993): *Dionice- što s njima*, Rijeka, Vitagraf ( knjižnica posebnih izdanja)
18. Orsag S. (2009.): *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, RIFIN, Zagreb
19. Orsag S. (2011.): *Vrijednosni papiri*, Revicon, Sarajevo
20. Orsag, S., Dedi, L. (2011): *Budžetiranje kapitala: procjena investicijskih projekata*. 2. prošireno izdanje, Zagreb, Masmedia
21. Orsag, S., Gulin, D. (1996.): *Poslovne kombinacije*, Računovodstvo i financije, Zagreb
22. Prga, I. et al. (2009.): *Upravljanje institucionalnim investitorima: pomoćni materijal za izučavanje*, Zagreb: Ekonomski fakultet
23. Privredna banka Zagreb (2017.): *Podaci o investicijskim uslugama i pomoćnim uslugama Privredne banke Zagreb d.d.* [Online]. Zagreb
24. Prohaska, Z. (1996.): *Analiza vrijednosnih papira*, Zagreb, Infoinvest
25. Rončević, A. (2001.): *Trgovati na uređenim javnim tržištima; priručnik investitorima na hrvatskom tržištu kapitala*, PBZ Kapital, Zagreb

26. Saunders, A., Cornett, M.M., (2006.): *Financijska tržišta i institucije*, 2. izd. Masmedia, Zagreb
27. Smith, J. M. i Skousen, F. K. (1990.) *Intermediate Accounting*, Cincinnati, OH, South-western Publishing co.
28. Stojanović, A., Pavković, A., Krišto, J., (2014.): *Upravljanje institucionalnim investitorima, pomoćni materijali za izučavanje*, Zagreb
29. Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15 (čl. 159.)

## Popis slika

Slika 1. Vrijednosni papiri kao instrument financiranja .....	<b>Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.</b>
Slika 2. Podjela financijskih tržišta .....	<b>Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.</b>
Slika 3. Struktura financijskog tržišta .....	<b>Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.</b>
Slika 4. Funkcioniranje burzovne trgovine .....	<b>Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.</b>
Slika 5. Vrste emisije dionica od strane investicijske banke....	<b>Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.</b>
Slika 6. Položaj i uloga investicijskog bankara na tržištu kapitala .....	40

## Popis tablica

Tablica 1. Cijene dionica na ZSE .....	33
Tablica 2. Usporedba karakteristike emisije običnih dionica, preferencijalnih dionica i obveznica.....	42
Tablica 3. Pregled trgovine na ZSE-u u 2017. i 2018. godini .....	50
Tablica 4. Top 10 dionica s najvećim prometom .....	53
Tablica 5. Top 10 dionica s najvećim porastom cijene .....	53

## Popis grafikona

Grafikon 1. Tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi ...	<b>Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.</b>
Grafikon 2. Povijesni promet na Zagrebačkoj burzi .....	<b>Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.</b>
Grafikon 3. Kretanje broja uvrštenih dionica na ZSE .....	<b>Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.</b>
Grafikon 4. Kretanje broja uvrštenih emisija vrijednosnih papira na ZSE ..	<b>Pogreška! Knjižna oznaka nije definirana.</b>

