

# Financiranje na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj

---

**Bugarić, Bruno**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2021**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:145:264843>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2022-08-13**



*Repository / Repozitorij:*

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski Fakultet u Osijeku

Diplomski studij Menadžment

Bruno Bugarić

**Financiranje na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj**

Diplomski rad

Osijek, 2021.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski Fakultet u Osijeku

Diplomski studij Menadžment

Bruno Bugarić

## **Financiranje na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj**

Diplomski rad

**Kolegij: Financijski menadžment 2**

JMBAG: 0165065862

e-mail: bbugaric@efos.hr

Mentor: prof. dr. sc. Domagoj Sajter

Osijek, 2021.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics in Osijek

Graduate study Management

Bruno Bugarić

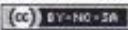
**Financing through the equity market of Croatia**

Graduate paper

Osijek, 2021.

## IZJAVA

### O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studenta/studentice:** Bruno Bugarić

**JMBAG:** 0165065862

**OIB:** 16553717250

**e-mail za kontakt:** Bruno.bugaric@gmail.com

**Naziv studija:** Sveučilišni diplomski studij Poslovna ekonomija; smjer: Menadžment

**Naslov rada:** Financiranje na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj

**Mentor/mentorica diplomskog rada:** prof.dr.sc. Domagoj Sajter

U Osijeku, srpanj 2021. godine

Potpis Bruno Bugarić

## **Financiranje na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj**

### **Sažetak**

Tržište kapitala označava mjesto gdje se susreću potražnja i ponuda kapitala te se odnosi na trgovanje vrijednosnim papirima s rokom dospijeca dužim od godinu dana, najčešće dionicama i obveznicama. Kako razvoj tehnologije postepeno mijenja svijet, tržište kapitala je danas u pravilu elektroničko tržište te se uz lakšu dostupnost tržišta investitorima počinju javljati i novi oblici tržišta kapitala. Upravo ta tržišta, odnosno prednosti i nedostaci financiranja putem pojedinog tržišta kapitala fokus su ovog rada. Sukladno tome rad je podijeljen u tri glavna dijela gdje se prvi odnosi na teoretsku podlogu tržišta kapitala, drugi na karakteristike tržišta kapitala u RH i usporedbu dostupnih tržišta kapitala u RH, a treći dio prikazuje primjer financiranja CIAK grupe na Zagrebačkoj burzi. Glavni zadatak ovoga rada odnosi se na prikazivanje pogodnosti i ograničenja koja poduzeća imaju ukoliko se odluče za financiranje putem uređenog, tzv. Progress ili Funderbeam tržišta. Rezultati provedene analize ukazuju da su glavni problemi hrvatskog tržišta kapitala vezani uz likvidnost tržišta, kompliciranost financiranja na istom tržištu, nepotpuna transparentnost troškova i generalni manjak interesa za tržištem kapitala u Hrvatskoj. Unatoč navedenim izazovima, Zagrebačka burza pokazuje trend ulaganja u pristupačnija tržišta kapitala koja su fokusirana na smanjenje troškova i manja poduzeća te na taj način otklanjaju dio navedenih problema, ali i dalje ne uspijevaju privući velik broj poduzeća.

**Ključne riječi:** tržište kapitala, Zagrebačka burza, uređeno tržište, Progress tržište, Funderbeam

## **Financing through the equity market of Croatia**

### **Abstract**

Equity market defines a place where the demand of equity meets its supply and includes long-term securities trading, most commonly stocks and bonds. As advancements in technology shape the world, equity market is commonly an electronic market, making it more accessible to investors and allowing new forms of equity markets to appear. Those new equity markets and the advantages and disadvantages of financing through each of them define the main focus of this paper. Therefore, the paper is split into three main parts where the first relates to theoretical information about the equity market, second describes the equity market of Croatia and third part shows the analysis of CIAK group's initial public offering at Zagreb stock exchange. The main goal of this paper is to show advantages and limitations that regulated, Progress and Funderbeam markets put before organizations which decide to finance through them. Analysis results show that the main problems of Croatian equity market are related to market liquidity, complicated process of equity financing, incomplete cost transparency and general lack of interest in equity market in Croatia. Despite forementioned challenges, Zagreb stock exchange demonstrates a trend of investing in more accessible equity market forms which are focused on smaller organizations and solve some of the previously listed problems but remain incapable of attracting a large number of firms.

**Keywords:** equity market, Zagreb stock exchange, regulated market, Progress market, Funderbeam

# Sadržaj

<b>1. Uvod .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Tržište kapitala .....</b>	<b>2</b>
<b>2.1. Definicija i uloga.....</b>	<b>2</b>
<b>2.2. Vrste tržišta kapitala.....</b>	<b>3</b>
2.2.1. Tržišta privatnog i javnog kapitala .....	3
2.2.2. Primarno i sekundarno tržište .....	4
2.2.3. Tržište vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira .....	4
2.2.4. Nacionalno i međunarodno tržište .....	4
2.2.5. Organizirano i neorganizirano tržište.....	5
2.2.6. Skupno financiranje .....	5
<b>2.3. Financijski instrumenti.....</b>	<b>6</b>
2.3.1. Obveznice .....	6
2.3.2. Dionice.....	8
2.3.3. Izvedenice .....	10
<b>2.4. Sudionici.....</b>	<b>10</b>
2.4.1. Investitori.....	11
2.4.2. Izdavatelji .....	12
2.4.3. Posrednici .....	12
<b>2.5. Promjene i trendovi na tržištu kapitala .....</b>	<b>13</b>
<b>3. Tržište kapitala u Hrvatskoj.....</b>	<b>15</b>
<b>3.1. Zagrebačka burza .....</b>	<b>15</b>
<b>3.2. Zakonodavstvo i regulatorne institucije.....</b>	<b>17</b>
3.2.1. Zakon o tržištu kapitala.....	17
3.2.2. Zakon o preuzimanju dioničkih društava.....	18
3.2.3. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga .....	18
3.2.4. Središnje klirinško depozitarno društvo.....	19
<b>3.3. Uređeno tržište.....</b>	<b>20</b>
<b>3.4. Progress tržište .....</b>	<b>23</b>
<b>3.5. Funderbeam.....</b>	<b>25</b>
<b>4. Primjer financiranja CIAK grupe na Zagrebačkoj burzi.....</b>	<b>27</b>
<b>5. Zaključak.....</b>	<b>31</b>
<b>Literatura.....</b>	<b>33</b>

## 1. Uvod

Tržište kapitala označava mjesto na kojemu se susreću ponuda i potražnja dugoročnih izvora financiranja van bankarskog sustava. Unatoč dugoj povijesti postojanja potrebe financiranja velikih projekata i otplaćivanju duga kroz duže razdoblje, tržište kapitala se u današnjem obliku tek od 19. stoljeća uz razvoj kapitalizma. Zbog relativno kratkog postojanja tržišta kapitala i različitih političkih i ekonomskih situacija u svijetu od 19. stoljeća do danas koje su utjecale na smjer i mogućnost razvoja pojedinog tržišta, nacionalna tržišta kapitala značajno se međusobno razlikuju i pružaju sudionicima različite mogućnosti. Kako bi se ustanovile specifičnosti hrvatskog tržišta kapitala, u radu su prikazana teoretska saznanja o tržištu kapitala koja određuju okvir analize, opisane su okolnosti i vrste tržišta kapitala u Hrvatskoj kao predmet analize i prikazan je primjer financiranja CIAK grupe na uređenom tržištu Zagrebačke burze u svrhu povezivanja generalnih informacija o tržištu sa specifičnim primjerom.

Svrha rada je navođenje prednosti i nedostataka pojedine vrste tržišta kapitala dostupnog u Hrvatskoj te objasniti značaj specifičnosti pojedinog tržišta za poduzeća.

Ciljevi rada su: prikazati i objasniti teoretska znanja o tržištu kapitala, prikazati zakonodavstvo i objasniti ulogu nadzornih institucija hrvatskog tržišta kapitala, objasniti prednosti i nedostatke uređenog, Progress i Funderbeam tržišta, objasniti specifične okolnosti hrvatskog tržišta kapitala na primjeru CIAK grupe.

Prvi dio rada odnosi se na teoretska saznanja o tržištu kapitala i obuhvaća: definiranje pojma tržišta kapitala, prikaz podjele tržišta kapitala, sudionike i financijske instrumente istog tržišta i trendove o kojima trenutno ovise razvoj i okolnosti tržišta kapitala.

Drugi dio odnosi se na hrvatsko tržište kapitala i prikazuje: osnovne informacije o razvoju hrvatskog tržišta kapitala i Zagrebačkoj burzi kao glavnom subjektu navedenog tržišta, kratak pregled zakonskog uređenja navedenog tržišta i specifičnosti pojedinih vrsta tržišta kapitala u Hrvatskoj, tj. uređenog, Progress i Funderbeam tržišta.

Treći dio sadrži analizu inicijalne javne ponude CIAK grupe na uređenom tržištu Zagrebačke burze te ujedno služi kao rasprava o stvarnoj situaciji na hrvatskom tržištu kapitala.

U radu su korištene sljedeće znanstvene metode: induktivna i deduktivna, metoda analize i sinteze, apstrakcije i konkretizacije, generalizacije i specijalizacije, dokazivanja i opovrgavanja, klasifikacije, deskripcije, kompilacije, komparativna i povijesna metoda.



## **2. Tržište kapitala**

Svako tržište obavlja funkciju spajanja ponude i potražnje, no kontekst u kojemu to čini, što se razmjenjuje i tko djeluje na pojedinom tržištu značajno se mijenja ovisno o promatranom tržištu. Zbog toga, prije analize hrvatskog tržišta kapitala i pojedinih podvrsta tog tržišta, potrebno je pojasniti tržište kapitala u teoriji, odnosno opća znanja o tržištu kapitala koja ne ovise o specifičnoj situaciji pojedine zemlje.

### **2.1. Definicija i uloga**

Financijsko tržište jedno je od osnovnih tržišta svake ekonomije te za ulogu ima prijenos financijskih sredstava od subjekata koji imaju višak sredstava (investitora) do subjekata kojima nedostaje novčanih sredstava za ostvarivanje vlastitih ciljeva. Ono se teoretski i praktično dijeli na dva tržišta koja se razlikuju po svojoj ročnosti, tržište novca na kojemu se trguje kratkoročnim izvorima vrijednosti, odnosno onime što se može pretvoriti u novac ili drugi oblik likvidne imovine unutar godine dana i tržište kapitala koje obuhvaća dugoročne izvore vrijednosti koji postaju likvidni tek nakon više od jedne godine. Potrebno je napomenuti da se instrumente na tržištu kapitala često gleda iz različitih perspektiva ovisno o sudioniku te izdavatelj dugoročnog instrumenta vidi taj isti instrument kao alat osiguravanja financijskih sredstava u određenom dužem vremenu, dok investitori mogu vidjeti isti instrument kao dugoročni izvor prihoda putem periodičnih naknada, dugoročno ulaganje planiranjem prodaje u nekom trenutku nakon godine dana ili kratkoročno ulaganje planiranjem relativno brze preprodaje instrumenta po većoj cijeni. Zbog navedenih razlika u perspektivi postoje različite podjele tržišta kapitala o kojima će više riječi biti u sljedećem poglavlju. Kako bi ovakav sustav različitih interesa, percepcija i mogućnosti sudionika na tržištu pravilno funkcionirao potrebno je da tržište kapitala ispunjava određene preduvjete te Klačmer Čalopa i Cingula (2012:56) navode pretpostavke normalnog funkcioniranja tržišta kapitala:

1. postoji državna politika kojom se podupire razvoj tržišta kapitala,
2. postoji zakonska regulativa kojom se uređuje poslovanje na istom tržištu,
3. investitori imaju potrebu za ulaganjem, a gospodarski subjekti potrebu za prikupljanjem kapitala
4. postoje institucije koje omogućuju izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima.

Iz navedenih pretpostavki vidljivo je da za funkcioniranje tržišta kapitala nije dovoljan samo interes i mjesto vezani za prijenos kapitala među sudionicima tržišta, već je potrebna i regulativa i politika kojom se osigurava stabilnost i razvoj tržišta kapitala. Upravo ta pretpostavka stabilnosti i sigurnosti osigurava tržištu efikasan prijenos sredstava među sudionicima i omogućuje im ostvarenje njihovih ciljeva, ali ima i izrazito velik utjecaj na cjelokupnu ekonomiju države budući da realokacija financijskih sredstava potiče gospodarski razvoj, posebice kroz osiguravanje sredstava malim i visoko rizičnim poduzećima koja se ne mogu financirati putem zaduživanja kod banaka. Osim pozitivnog poticanja ekonomskog razvoja, tržište kapitala može imati i negativan utjecaj na ekonomiju. U tome se ističu razne prijevare, ali negativan utjecaj mogu imati i neočekivane promijene na samom tržištu kapitala koje uzrokuju nestabilnost cijena i nesigurnost ulaganja. Jakost utjecaja navedenih negativnih čimbenika na ostatak ekonomije ovisi o mnogim faktorima, primarno količini izgubljenih sredstava i okolnostima unutar kojih se dogodi destabilizacija tržišta kapitala. Zbog mogućih negativnih utjecaja na ostatak ekonomije očita je važnost kvalitetne regulative tržišta te putem iste država može utjecati na kvalitetu samog tržišta kapitala.

## **2.2. Vrste tržišta kapitala**

Podjela tržišta kapitala raznolika je u literaturi i ponajviše ovisi o aspektu tržišta na koji se pojedini autori fokusiraju. Madura (2015:249-257) objašnjava podjelu na tržište privatnog i javnog kapitala, a Alajbeg i Bubaš (2001:9-11) navode podjele na: primarno i sekundarno tržište, tržište vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira, nacionalno i međunarodno tržište, organizirano i neorganizirano tržište. S ciljem boljeg razumijevanja svake od navedenih podjela, one su objašnjene u nastavku.

### **2.2.1. Tržišta privatnog i javnog kapitala**

Kod ove podjele primarna je razlika u izvoru kapitala. Kod privatnog kapitala izvor je više ili jedna fizička ili pravna osoba koja izravno ulaže u poduzeće koje nije svoje financijske instrumente ponudilo javnosti. Madura (2015:249-253) u ovaj tip financiranja uvrštava investicije fondova rizičnog kapitala, fondova privatnog kapitala i skupno financiranje. Prva dva načina financiranja, putem fondova, temelje se na očekivanju investitora da će vrijednost tvrtke rasti kroz vrijeme te na taj način osigurati povrat sredstava investitorima, a skupno financiranje temelji se na interesu većeg broja investitora koji ili vjeruju u korisnost poduzeća ili projekta u koji ulažu ili im je obećana određena nagrada ovisna o njihovom ulaganju u

poduzeće. Što se tiče javnog kapitala, radi se o velikom broju investitora koji ulažu u poduzeće čije su dionice ili drugi financijski instrumenti javno dostupni. Pri spomenu tržišta kapitala puno je vjerojatnije da će se prva asocijacija odnositi na ovakav tip financiranja u kojemu poduzeća ili posrednici sastavljaju ponudu dionica, a investitori otkupljuju ili preprodaju određen broj dionica. Usko vezana podjela uz javni kapital je i podjela na primarno i sekundarno tržište koja se odnosi upravo na razliku u interesima poduzeća i investitora.

#### 2.2.2. Primarno i sekundarno tržište

Primarno tržište obuhvaća sve financijske instrumente koji se po prvi puta pojavljuju na tržištu i postaju javno dostupni za otkup, odnosno vrši se inicijalna javna ponuda (IPO) u slučaju novih dionica ili sekundarna javna ponuda (SPO) u slučaju prve dostupnosti postojećih dionica javnosti. Ovo tržište najvažnije je poduzećima koja prodajom tih financijskih instrumenata prikupljaju kapital potreban za svoje poslovanje, dok je za investitore nekima važno ulaganje zbog ostvarivanja udjela u vlasništvu ili dividendi, no većina investitora se nada rastu vrijednosti dionica i zaradi njihovom prodajom u budućnosti. Zbog toga je iznimno važno sekundarno tržište koje obuhvaća svo trgovanje financijskim instrumentima nakon njihove prve prodaje. Ovo tržište investitorima osigurava relativnu likvidnost, budući da mora postojati kupac voljan kupiti određen instrument, te na taj način potiče aktivno sudjelovanje investitora na tržištu javnog kapitala jer im osigurava određenu razinu slobode u raspolaganju njihovom imovinom.

#### 2.2.3. Tržište vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira

Kako sam naziv ove podjele nalaže, segmentiranost tržišta temelji se na razlici u vlasničkim pravima. Alajbeg i Bubaš (2001:10) navode da vlasnički papiri predstavljaju udio u vlasništvu poduzeća i vežu određena vlasnička prava, dok dužnički papiri kreditiraju izdavatelja. Isti autori ujedno navode da je tipičan vlasnički papir dionica, a dužnički obveznica. Izdavanje pojedine vrste vrijednosnih papira može ukazivati na određeni cilj ili strategiju poduzeća budući da je generalno poduzećima financijski isplativije izdati dionice pa izdavanjem obveznica žrtvuju dio financija za zadržavanje upravljačkog udjela.

#### 2.2.4. Nacionalno i međunarodno tržište

Podjela na nacionalno i međunarodno tržište najjednostavnija je podjela tržišta kapitala te se temelji na geografskom, odnosno teritorijalnom obuhvatu pojedinog tržišta kapitala, gdje nacionalno tržište obuhvaća teritorij jedne države, a međunarodno teritorij više država. Pri ovoj podjeli valja napomenuti da često postoje razlike između pojedinih nacionalnih tržišta kapitala, kako zakonske tako i praktične, te da je teoretski lakše sudjelovati na nacionalnom tržištu zbog jasnijih i potpunijih informacija o kretanjima tržišta.

### 2.2.5. Organizirano i neorganizirano tržište

Podjela na organizirano i neorganizirano tržište temelji se na uređenosti tržišta. Prema Alajbegu i Bubašu (2001:11) organizirana tržišta poput burzi imaju točno određena pravila i regulatorno nadzorni okvir koje određuju nadzorne institucije i država. Upravo ova vrsta tržišta kapitala bit će analizirana u nastavku ovog rada zbog svoje sigurnosti i transparentnosti. Neorganizirana tržišta kapitala su prema navedenim autorima sva ostala tržišta koja ne pripadaju organiziranim. Ovakva tržišta mogu biti raznolika, od neslužbenih tržišta na kojima strane mogu ugovarati posebne uvjete do protuzakonitog djelovanja poput lažnih tržišta koja promoviraju ulaganje u nepostojeću imovinu.

### 2.2.6. Skupno financiranje

Skupno financiranje je način prikupljanja kapitala, najčešće za određen projekt ili cilj, u kojemu velik broj ljudi financira ostvarenje tog cilja. Temelj razvoja ovakvog načina financiranja je razvoj interneta koji velikom broju ljudi omogućava lako povezivanje i razmjenu informacija i sredstava. Uvidjevši ovu prednost interneta, mnoge Internet platforme za skupno financiranje počele su nuditi povezivanje ljudi, uz određenu proviziju, koji traže kapital s javnosti koja ima višak ili dijeli cilj s tražiteljima. Budući da je skupno financiranje relativno novi način financiranja, regulatorni okvir za ovakvo financiranje je često ograničen ili nepostojeći te sukladno tome nosi veći rizik od eksplicitno reguliranog tržišta kapitala. Vezano za vrste ovakvog financiranja, Bago i Pilipović (2016) navode podjele na:

- skupno financiranje s i bez financijskog povrata,
- *ex post facto* i *ex ante*, gdje prvi način označava financiranje u zamjenu za konačni proizvod, a drugi financiranje s ciljem ostvarenja zajedničkog cilja,
- modele prema Europskom gospodarskom i socijalnom odboru koji uključuju: donacije, pokroviteljstva, nagrade, pretprodaju, zajmove i ulaganje u poduzeće,
- modele koji ovise o veličini poduzeća i
- *kick it forward* model koji se odnosi na doniranje dijela zarade uspješnih projekata drugim kampanjama skupnog financiranja.

Ovakva podjela se ne čini konačnom i rafiniranom te se može očekivati kako će daljnjim razvojem skupnog financiranja nastajati dodatne podjele i saznanja o području. Što se tiče karakteristika skupnog financiranja, Bago i Pilipović (2016) navode fleksibilnost, uključivanje šire javnosti, raznolikost oblika, lakše istraživanje i praćenje tržišta te lakši dolazak do sredstava malim i posebno novim poduzećima kao prednosti skupnog financiranja, a mogućnosti prijevara, povećanu odgovornost i nepostojanje sekundarnog tržišta kao

nedostatke. Iz navedenog je vidljivo da ovaj način financiranja ima velik potencijal, ali i značajne rizike vezane za nedostatnu regulativu i manjak saznanja o ovom načinu financiranja.

### **2.3. Financijski instrumenti**

Na tržištu kapitala u pravilu se trguje dugoročnim vrijednosnim papirima koji se dijele u 3 kategorije: dužničke vrijednosne papire (obveznice), vlasničke vrijednosne papire (dionice) i izvedenice koje sadrže obilježja obje prethodne skupine.

#### **2.3.1. Obveznice**

Kako je prethodno navedeno, obveznice su dužnički vrijednosni papiri kojima investitor kreditira izdavatelja, u normalnim uvjetima po manjoj naknadi od kamate bankovnog kredita. Prema formalnoj definiciji obveznice su financijski instrument kojima se izdavatelj obveznice obvezuje primatelju obveznice u roku dospijeća isplatiti pozajmljeni iznos uz unaprijed ugovorenu kamatu (Klačmer Čalopa i Cingula, 2012:143). Svaka obveznica ima i određene elemente koje nužno mora sadržavati, a to su: oznaka da se radi o obveznici, ime i sjedište izdavatelja, naziv i sjedište vlasnika odnosno oznaka da glasi na donositelja, novčana svota na koju obveznica glasi, visina kamatne stope ili udjela u poslovnom rezultatu emitenta, rokovi otplate glavnice i kamata, mjesto i datum izdavanja, serijski broj obveznice i faksimil potpisa ovlaštenih izdavatelja obveznice (Klačmer Čalopa i Cingula, 2012:143). Isti autori navode i dvije vrste gledišta na profitabilnost obveznice: mjere prinosa do dospijeća i tekućeg prinosa. Ova gledišta se ponajprije razlikuju po roku, odnosno količini vremena u kojemu investitor planira zadržati obveznicu. Sukladno tome, mjera prinosa do dospijeća računa ukupan prinos koji obveznica nosi investitoru do svog dospijeća, a tekući prinos Alajbeg i Bubaš (2001:24) definiraju kao omjer godišnje isplaćene kamate i tržišne cijene obveznice. To znači da će profitabilnost obveznice biti manja ukoliko tržišna cijena obveznice poraste te takva situacija sugerira investitoru prodaju obveznice, a pad tržište cijene obveznice motivira investitora na zadržavanje obveznice jer se periodične kamate obračunavaju na nominalni iznos koji je u tom slučaju veći od tržišne vrijednosti obveznice. Sukladno tome Alajbeg i Bubaš (2001:25) podupiru ovaj odnos tekućeg prinosa i tržišne cijena obveznice navodeći da su te 2 vrijednosti obrnuto proporcionalne. Klasifikacija obveznica razlikuje se u svom opsegu ovisno o pojedinom autoru te od korištene literatura najobuhvatniju podjelu pružaju Klačmer Čalopa i Cingula (2012:145) koji obveznice dijele:

- prema izdavatelju,

- po karakteru kamate,
- po načinu amortizacije,
- prema roku dospijeca,
- prema tržištu na kojemu je obveznica emitirana i
- prema financijskoj strukturi.

Budući da Alajbeg i Bubaš (2001:25) i Madura (2015) stavljaju glavni fokus na podjelu prema izdavatelju, može se reći da je ta podjela najvažnija pri odlučivanju o ulaganjima u obveznice jer rizik i prinos najviše ovise upravo o izdavatelju. Prema ovoj podjeli obveznice se dijele na državne, municipalne, odnosno obveznice regionalne i lokalne uprave te korporacijske obveznice. U pravilu države obveznice imaju najmanji rizik i prinos te se percipiraju kao sigurna ulaganja, a korporacijske obveznice imaju najveći rizik i prinos te njihova specifična sigurnost ovisi o poduzeću izdavatelju. Klačmer Čalopa i Cingula (2012:148) ovoj podjeli dodaju i hipotekarne obveznice čiji su izdavatelji financijske institucije. Ove obveznice nose rizik proporcionalan kvaliteti same hipoteke budući da se ona koristi kao element osiguranja, a to znači da bi prije kupnje ovih obveznica valjalo provjeriti likvidnost imovine na koju je stavljena hipoteka.

Po karakteru kamate Klačmer Čalopa i Cingula (2012:149) obveznice dijele na: one s fiksnom kamatnom stopom, s varijabilnom kamatnom stopom i bez kamatne stope. Razlika je ovom tipu obveznica je u njihovom odnosu prema kretanjima tržišta. Obveznice s fiksnom kamatnom stopom od izdavanja do dospijeca imaju istu kamatnu stopu i štite investitora od potencijalnog gubitka pada vrijednosti obveznice na tržištu, a izdavatelja od rasta vrijednosti obveznice budući da uvijek isplaćuje jednak iznos, no svaka strana će se u obrnutom slučaju od navedenog naći u nepovoljnoj poziciji. Obveznice s varijabilnom kamatnom stopom mogu ukloniti navedenu neujednačenost prinosa obveznice naspram tržišne vrijednosti iste, ali tada uklanjaju i špekulativne mogućnosti ostvarivanja većeg dobitka investitora i manjeg troška izdavača naspram stanja na tržištu. Ove obveznice, kako to navode Klačmer Čalopa i Cingula (2012:149), mogu imati i kamatu koja ovisi o poslovnom rezultatu poduzeća te se tada nazivaju participativne obveznice. Isti autori navode i da se obveznice bez kamatne stope prodaju uz diskont za iznos kamata koji odgovara tržišnoj kamatnoj stopi.

Sljedeća spomenuta podjela je prema načinu amortizacije. Klačmer Čalopa i Cingula (2012:150) prema ovoj podjeli obveznice dijele na one s jednokratnim ili s višekratnim dospijecem, gdje se obveznice s jednokratnim dospijecem amortiziraju jednokratno na kraju

vremenskog razdoblja na koje glase, a obveznice s višekratnim dospijecom amortiziraju se periodički.

Prema roku dospijeca obveznice mogu bit kratkoročne i dugoročne te tržištu kapitala pripadaju samo dugoročne obveznice, odnosno obveznice s rokom dospijeca dužim od jedne godine.

Prema tržištu emitiranja dionice se dijele na domaće i međunarodne te idejno ova podjela upućuje samo na geografski opseg područja na kojemu se trguje dionicom, no Klačmer Čalopa i Cingula (2012:150-151) ističu zanimljivost međunarodnih obveznica, a to je mogućnost kupovanja stranih obveznica na domaćem tržištu u domaćoj valuti, na taj način izbjegavajući tečajni rizik, i mogućnost trgovanja istom obveznicom na više različitih finansijskih središta istodobno u različitim valutama, smanjujući utjecaj pojedine države i monetarne vlasti na obveznicu.

Zadnja navedena podjela je podjela prema finansijskoj strukturi te se ova podjela odnosi na pojedine sastavnice same obveznice. U ovu podjelu Klačmer Čalopa i Cingula (2012:151) ubrajaju: prave obveznice, vječne rente, obveznice bez kupona, konvertibilne obveznice, obveznice vezane uz indeks i obveznice denominirane u dvije valute. Može se reći da su prave obveznice standardni oblik obveznice, a ostali oblici imaju određeni element prave obveznice izmijenjen.

### 2.3.2. Dionice

Za razliku od obveznica, dionice su vlasnički vrijednosni papir. To znači da kupovinom dionica investitor stječe određen udio u vlasništvu poduzeća, a izdavatelj razlaže sposobnost centraliziranog odlučivanja na veći broj dioničara. Osim vlasništva, dioničari stječu i određena prava koja ovise o vrsti dionica koje kupuju, a izdavatelj prodajom dionica stječe sigurna sredstva za koja ne mora isplaćivati kamate, naspram toga izdavatelj isplaćuje dividende koje ovisno o situaciji mogu ili ne moraju biti isplaćene, no o tome više u nastavku. Formalno Klačmer Čalopa i Cingula (2012:138) dionice definiraju kao vlasničke vrijednosne papire kojima se prikuplja trajna imovina poduzeća koja ostaje u imovini do likvidacije poduzeća. Budući da dionice nemaju rok dospijeca one se tretiraju kao dugoročni vrijednosni papir, a likvidnost im, kao i obveznicama, osigurava sekundarno tržište. Nadalje, Klačmer Čalopa i Cingula (2012:138) navode da su dionice lako prenosiv vrijednosni papir i da svaki dioničar za obveze poduzeća odgovara u visini svog uloga u dionice tog poduzeća. To znači da nijedan investitor u dionice ne može izgubiti više novca nego što uloži u poduzeće, unatoč vlasničkom statusu, i na taj način ostaje zaštićen od lošeg upravljanja i zlonamjernog djelovanja ostalih dionika unutar poduzeća te od utjecaja eksternih čimbenika na likvidnosti i solventnost

poduzeća. Prema zakonu, kako to navode Klačmer Čalopa i Cingula (2012:139), svaka dionica mora imati određene elemente koji su raspoređeni u plašt dionice, kuponski arak i talon dionice, a to su kao dio plašta: oznaka da se radi o dionici, oznaka vrste dionice, tvrtka ili sjedište izdavatelja dionice, tvrtka ili ime kupca ili oznaka na koga glasi dionica, novčani iznos na koji se izdaju dionice i broj dionica, rokove isplate dividende, mjesto, datum i serijski broj izdavanja s kontrolnim brojem dionice i faksimil potpisa ovlaštenih osoba za izdavanje dionice i prava u dionici, kao dio kuponskog arka: redni broj kupona za naplatu dividendi, broj dionice po kojoj se dividende isplaćuju, naziv izdavatelja, godinu u kojoj se dividende isplaćuju i već spomenuti faksimil potpisa, a talon sadrži broj dionice na koju se odnosi. Prema vrsti dionice se gotovo uvijek dijele na redovne i povlaštene dionice, no mogu se i dalje dijeliti prema specifičnim obilježjima.

Prema Zakonu o trgovačkim društvima (2019) redovne dionice imatelju dionice daju: pravo glasa u glavnoj skupštini društva, pravo na isplatu dijela dobiti društva i pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske ili stečajne mase društva. Iz navedenog zakona vidljivo je da redovne dionice dioničaru osiguravaju sudjelovanje u upravljanju poduzećem, ali su mu jamčene isplate samo ostaci poslovnih rezultata, drugim riječima nisu sigurne i isplaćuju se nakon ostalih obveza poduzeća, a skupština može izglasati i ponovno ulaganje dobiti u poduzeće bez isplate dividendi. Zbog toga, investitor treba dobro razmisliti o ulaganju u redovne dionice i vlastitim očekivanjima budući da su špekulativna djelovanja u trgovanju dionicama često dio koji značajno utječe na profitabilnost ulaganja u dionice, ali nose visok rizik. Poduzeća s druge strane trebaju uvijek imati na umu razinu kontrole koju su voljna prepustiti novim investitorima kako bi došla do željenih financijskih sredstava te voditi računa o upravljanju odnosima s dioničarima kako unutarnja stabilnost poduzeća ne bi bila narušena zbog suprotnih interesa.

Povlaštene dionice su prema Zakonu o trgovačkim društvima (2019) sve dionice koje imaju neka povlaštena prava naspram redovnih dionica i dijele se na kumulativne i participativne. Kumulativna povlaštena dionica daje dioničaru pravo naplate kumulativnog iznosa svih neisplaćenih dividendi prije isplate dividendi redovnih dionica, a participativna povlaštena dionica dioničaru daje pravo naplate redovne dividende i određenu dodatnu dividendu. Treba naglasiti da je često glavna razlika između redovnih i povlaštenih dionica, osim prethodno navedene prednosti u isplatama. u tome da se povlaštene dionice mogu izdavati bez prava glasa u glavnoj skupštini te se time imatelja ove vrste dionica isključuje iz upravljanja poduzećem.



### 2.3.3. Izvedenice

Financijske izvedenice su prema Klačmer Čalopi i Cinguli (2012:152) posebna grupacija vrijednosnih papira izvedenih iz drugih klasičnih oblika vrijednosnih papira te ih isti autori klasificiraju u 4 glavne skupine: opcije, terminske ugovore, zamjene i ostale oblike izvedenica. U čestim pitanjima ZSE-a može se naći 3 uloge izvedenica: *hedging* ili ograđivanje od rizika, špekulacija ili trgovanje na bazi predviđanja promjene vrijednosti i arbitraža ili trgovanje na temelju trenutne razlike u vrijednosti izvedenice i imovine. Ove uloge mogu se naći i u kratkoročnim i dugoročnim vrijednosnim papirima te zbog toga valja ukratko objasniti glavne skupine izvedenica, unatoč tome što nisu fokus ovog rada. Prema Klačmer Čalopa i Cingula (2012:154) opcije su izvedeni vrijednosni papiri u obliku pisanog ugovora kojima vlasnik opcije ostvaruje pravo na kupnju ili prodaju vrijednosnog papira u unaprijed određenom razdoblju i po unaprijed definiranoj cijeni, ali se ne obvezuje nužno obaviti transakciju. To znači da se jedna strana uvijek obvezuje ponuditi određenu imovinu po nekoj cijeni u određenom razdoblju, a druga strana ima pravo, ali ne i obvezu iskoristiti tu ponudu. Naspram opcija, terminski ugovori prema Klačmer Čalopi i Cinguli (2012:161) određuju kupoprodaju neke imovine u budućnosti uz određene uvjete, ali se obje strane obvezuju u dogovorenom trenutku izvršiti kupoprodaju. Zadnja navedena kategorija vrijednosnica su zamjene koje Klačmer Čalopa i Cingula (2012:166) definiraju kao privatne aranžmane kojima se određuje zamjena novčanih tokova u budućnosti prema unaprijed utvrđenoj formuli, a odnose se na kamatne, valutne i ostale zamjene. Prema navedenim definicijama, zamjene su isključene iz javne trgovine na tržištu kapitala, dok se s druge dvije kategorije može slobodno trgovati na sekundarnom tržištu.

## 2.4. Sudionici

Sudionici tržišta kapitala donekle se razlikuju ovisno o promatranom nacionalnom ili međunarodnom tržištu kapitala, no generalno mogu se podijeliti u sljedeće skupine: investitori, izdavatelji, posrednici te razne institucije za upravljanje i nadzor tržišta. Prema HANFA-i u RH su operateri tržišta kapitala Zagrebačka burza i Središnje klirinško depozitarno društvo, sama HANFA je nadzornik tržišta, a država određuje legislativu tržišta kapitala. Budući da su institucije koje upravljaju tržište i određuju pravila tržišta specifične za RH, o njima će biti više rečeno kasnije, a ovaj segment fokusirat će se na opću ulogu investitora, izdavatelja i posrednika.

#### 2.4.1. Investitori

Investitori su osobe koje ulažu u vrijednosne papire na tržištu kapitala, prenoseći višak vlastitih sredstava izdavateljima koji imaju manjak sredstava. Najčešći razlog njihovog ulaganja su očekivanja većih povrata u budućnosti od ulaganja u sadašnjosti, no ponekad motiv može biti i specifičan poput preuzimanja poduzeća, stvaranja portfelja, vlastitih interesa itd. Klačmer Čalopa i Cingula (2012:101) investitore dijele na pojedinačne i institucionalne, gdje su pojedinačni investitori fizičke osobe koje uz ili bez posrednika trguju vrijednosnim papirima, a institucionalni investitori su pravne osobe te uključuju investicijske i mirovinske fondove te osiguravajuća društva.

Investicijski fondovi prikupljaju financijska sredstva od strane većeg broja investitora te za njih upravljaju tim sredstvima i trguju na tržištu kapitala. Klačmer Čalopa i Cingula (2012:107-108) investicijske fondove dijela na: otvorene, zatvorene, *hedge* i *offshore* fondove, gdje otvoreni fondovi investitorima osiguravaju udjele u fondu i rezultatima fonda ovisne o njihovim ulaganjima, zatvoreni fondovi investitorima prodaju vlastite dionice kojima investitori u fond mogu samostalno trgovati, *hedge* fondovi temelje svoja ulaganja na špekulativnog ograđivanju od rizika, a *offshore* fondovi nastoje izbjeći domicilne propise. Bez obzira na izbor fonda, oni pružaju investitorima veću sigurnost i jednostavnost djelovanja na tržištu kapitala nego pojedinačno ulaganje u vrijednosne papire te zbog kvalificiranih menadžera fonda i velike količine akumuliranih financijskih sredstava često imaju više uspjeha od pojedinačnih investitora.

Mirovinski fondovi u pravilu djeluju kao i investicijski fondovi, ali im je opseg poslovanja ograničen od strane vladinih propisa, oslobođeni su poreza i velik dio sredstava ovih fondova prikuplja se iz obavezno zdravstvenog osiguranja. Cilj ovih fondova je, kako im i sam naziv govori, osigurati dodatna sredstva za isplatu mirovina. Klačmer Čalopa i Cingula (2012:115) navode da se mirovinski fondovi dijele na otvorene i zatvorene gdje su otvoreni dostupni svim punoljetnim građanima, a zatvoreni su fokusirani na određenu skupinu ljudi.

Osiguravajuća društva na tržištu kapitala djeluju primarno s ciljem povećanja vlastitog kapitala kako bi ostvarila veći profit i osigurala dodatna sredstva za pokriće nastalih šteta na osiguranim objektima. Drugim riječima, osim povećanja profitabilnosti, glavni cilj investitorskog djelovanja osiguravajućih društava je održavanje solventnosti, odnosno mogućnosti otplaćivanja svih obveza u dugom roku.

#### 2.4.2. Izdavatelji

Izdavatelji su pravne osobe koje izdaju vrijednosne papire kako bi u određenom trenutku prikupili dodatna sredstva za financiranje svojih pothvata. Klačmer Čalopa i Cingula (2012:169) napominju da je jedini preduvjet sposobnosti poduzeća da izda vrijednosne papire razina povjerenja investitora u poduzeće i njihovo vrednovanje izdanih vrijednosnih papira. U prethodnom dijelu rada navedeno je da izdavatelji vrijednosnih papira mogu biti države, jedinice lokalne i regionalne samouprave i poduzeća te da rizik i profitabilnost papira ovisi o izdavatelju. Ta razlika proizlazi iz različitih pothvata pojedinog izdavatelja te prirode njihovih prihoda. Unatoč grupiranju izdavatelja u 3 navedene grupe, treba imati na umu i da se pojedina poduzeća, države i jedinice uprave međusobno razlikuju prema vlastitim karakteristikama i čimbenicima okoline unutar kojih djeluju te je prije donošenja investicijske odluke potrebno provesti kvalitetnu analizu.

Što se tiče analize izdavatelja vrijednosnih papira, Klačmer Čalopa i Cingula (2012:190-192) navode dubinsko snimanje poduzeća koje podrazumijeva stručnu provjeru financija, pravnih poslova i tržišne pozicije poduzeća, procjenu političkog rizika koja uključuje eksterne političke faktore koji mogu narušiti poslovanje i procjenu poslovnog rizika koja je primarno fokusirana na konkurentnost poduzeća na lokalnoj i međunarodnoj razini.

#### 2.4.3. Posrednici

Posrednici su osobe koji spajaju investitore i izdavatelje na tržištu kapitala, odnosno sudjeluju u procesu prijenosa financijskih sredstava. Klačmer Čalopa i Cingula (2012:88) navode dva tipa posrednika na tržištu kapitala: investicijske banke i brokerska društva. Investicijske banke su banke specijalizirane za poslovanje na tržištu kapitala i njihovo djelovanje vezano je za primarno tržište vrijednosnih papira. One od izdavatelja otkupljuju vrijednosne papire te ih umjesto izdavatelja dovode na tržište kapitala, snose odgovornost i brinu se za kvalitetu samog vrijednosnog papira. Klačmer Čalopa i Cingula (2012:89) navode da u većini svijeta ne postoje striktno specijalizirane investicijske banke već univerzalne banke koje objedinjuju zadaće poslovnih i investicijskih banaka. Naspram investicijskih banaka koje posreduju na primarnom tržištu, na sekundarnom tržištu posreduju brokerske kuće, odnosno brokeri kao njihovi predstavnici. Njihova zadaća je posredovanje između kupca i prodavatelja vrijednosnih papira, za svoje usluge naplaćuju proviziju, a pri poslovanju na nalog komitenta ne smije poslovati u svoje ime (Klačmer Čalopa i Cingula, 2012:93). Osim samog posredovanja u kupoprodaji vrijednosnih papira, brokerske kuće mogu se baviti i upravljanje portfeljem, investicijskim savjetovanjem i poslovima izdavanja vrijednosnih papira (Klačmer Čalopa i Cingula, 2012:95).

Iz toga je vidljivo da brokeri nisu ograničeni na djelovanje na sekundarnom tržištu i posredovanju u trgovini vrijednosnih papira, ali to se uzima kao njihova glavna djelatnost.

## **2.5. Promjene i trendovi na tržištu kapitala**

Tržište kapitala dio je financijskog tržišta i kao takvo ovisi o generalnim ekspanzijama i kontrakcijama ekonomije. Uz generalna kretanja ekonomije, promjene na tržištu kapitala javljaju se i nevezano za gospodarske aktivnosti te su često vezane za digitalizaciju, globalizaciju, društvene promjene i optimizaciju funkcioniranja samog tržišta. Digitalizacija već dugi niz godina uzrokuje prijelaze tržišta kapitala većine zemalja iz fizičkog u digitalni oblik. Rezultat digitalizacije tržišta kapitala lakši je nadzor tržišta, veća vidljivost i transparentnost budući da sudionici tržišta mogu lakše osobno pratiti događanja na tržištu, a na određenim tržištima kapitala poput američkog digitalizacija je dovela i do pojave aplikacija za investicijska ulaganja koje tržište kapitala približavaju široj javnosti. Osim toga, digitalizacija je dovela do rasta skupnog financiranja diljem svijeta, pojavom platformi i aplikacija koje omogućuju financiranje poduzeća ili projekta od strane velikog broja malih investitora bez klasičnog financiranja putem izdavanja vrijednosnih papira ili dijeljenja vlasničkih udjela. Globalizacija je proces koji označava povezivanje odvojenih nacionalnih ekonomija u jednu globalnu cjelinu, odnosno globalnu ekonomiju. Kao rezultat, nacionalno tržišta kapitala postaju ograničavajuća i javlja se potreba za harmonizacijom propisa i spajanjem pojedinačnih tržišta kapitala u veće cjeline. Ovaj trend Obstfeld (1998) je primijetio prije više od 2 desetljeća objašnjavajući razne prednosti i nedostatke globalnog tržišta kapitala za pojedinačne zemlje, ali je već tada tvrdio da je globalna financijska integracija gotovo neizbježna. Boldeanu i Tache (2016) koncept globalnog tržišta ograničavaju na koncept zajedničkog tržišta kapitala EU-a kao način postizanja strateških ciljeva EU-a, primarno poticanje ekonomskog rasta i povećanje konkurentnosti zbog lakšeg pristupa financijskim sredstvima za mala i srednja poduzeća, dostupnijih i diversificiranih investicija te veće efektivnosti i efikasnosti povezanih tržišta kapitala. Društvene promjene primarno utječu na tržište kapitala reflektiranjem na pojedine sudionike tržišta, od rasta važnosti društvene odgovornosti za izdavatelje do zahtjevnijih investitora koji traže sve veću transparentnost poduzeća. Brennan i Merkl-Davies (2018) u svome istraživanju o važnosti kvalitetne komunikacije između poduzeća i dionika opisuju kako sve veći broj dionika i dioničara želi imati aktivnu dvosmjernu komunikaciju s poduzećem, iako načini komunikacije variraju ovisno o dioniku, te navode da bi poduzeća trebala iskoristiti

potencijal digitalnih tehnologija kako bi lakše privukla nova financijska sredstva i poboljšala odnose s dionicima. Optimizacija funkcioniranja tržišta objedinjuje prethodne izvore promjene budući da svi čimbenici zajedno različito utječu na pojedine sudionike tržišta te se stoga samo tržište i regulativa konstantno mijenjaju kako bi se tržište prilagodilo nastalim promjenama.

### **3. Tržište kapitala u Hrvatskoj**

Hrvatsko tržište kapitala relativno je mlado tržište te se može reći da svoj razvoj započinje 1991. godine kad je svoj rad započela Zagrebačka burza (eng. Zagreb stock exchange ili ZSE). Od tada do danas postojala je još i Varaždinska burza, nastala 1993. godine, a pripojena ZSE-u 2007. godine. Zbog toga se može reći da je hrvatsko tržište kapitala centralizirano te da kvaliteta i korisnost hrvatskog tržišta kapitala primarno ovisi o ZSE-u. Drugi važan čimbenik za kvalitetu tržišta kapitala je regulativa koja uvelike može utjecati na privlačnost tržišta, bilo izdavateljima ili investitorima. Za to su u Hrvatskoj ponajprije odgovorni država, koja donosi propise vezane za tržište kapitala, i HANFA koja nadzire nebankarski financijski sektor, uključujući i tržište kapitala. Kako bi se došlo do boljeg uvida u stanje hrvatskog tržišta kapitala i privlačnost istog, u nastavku je prikazana povijest ZSE-a, najvažniji zakoni i regulatorne institucije za tržište kapitala te su analizirane prednosti i nedostaci pojedinih tržišta, u sklopu financiranja na istima, kojima većim ili manjim dijelom upravlja ZSE.

#### **3.1. Zagrebačka burza**

Prema podacima s web sjedišta Zagrebačke burze (2021), ona se prvi put javlja neformalno u sklopu Trgovačke komore 1907. godine te je bila važan dio hrvatskog financijskog sustava do 1945. godine kada je zatvorena zbog pojave socijalističkog režima i prestanka slobodne trgovine. Nakon dugog perioda nerada Zagrebačka burza se ponovo otvara 1991. godine kao osnova hrvatskog tržišta kapitala. Kroz 90-te godine prošlog stoljeća i kroz 2000. godinu ZSE postupno prelazi na elektronički tip poslovanja i raste u vidu članova, vrijednosnica i ostvarene trgovine. Najbolju godinu ZSE je ostvarila 2007. godine kada se i Varaždinska burza pripaja ZSE-u. Nakon rekordne 2007. godine, ZSE bilježi dvije izrazito teške godine dodatno otežane pojavom svjetske gospodarske krize te Altaras Penda (2019) navodi da od stabilizacije tržišta krajem 2009. godine do 2019. godine uređeno tržište kapitala stagnira ili se smanjuje, ovisno o promatranom indikatoru, izuzev financijskog sektora i sektora turizma koji bilježe porast tržišne kapitalizacije. Unatoč stagnaciji na uređenom tržištu, 2016. godine osnovano je Funderbeam South-East Europe d.o.o. u kojemu ZSE ima 20%-tni vlasnički udio, a sudionicima tržišta kapitala omogućava prikupljanje kapitala putem skupnog financiranja, odnosno putem istoimene elektroničke platforme. Također, 2018. godine pokrenuto je Progress tržište pod upravljanjem ZSE-a kojemu je svrha omogućiti lakši pristup tržištu kapitala malim i srednjim poduzećima pojednostavljenjem zahtjeva koji postoje na uređenom tržištu.

Otvaranjem ovih tržišta ZSE poduzećima pruža dodatne mogućnosti u vidu prikupljanja kapitala, ali i dalje ne rješava problem ograničenog interesa i sudjelovanja na hrvatskom tržištu kapitala. Što se tiče podataka o ZSE-u u 2021. godini, ZSE je dioničko društvo što znači da ima upravu i nadzorni odbor koji se brinu o uspješnom poslovanju burze, ima 200 vlasnika, od kojih 17 ima vlasnički udio veći od 1%, većinom banke i ima temeljni kapital 46,357 milijuna kuna podijeljenih u redovne dionice po cijeni od 10 kuna. Sve navedene dionice uvrštene su na tržište same burze te se njima slobodno trguje. ZSE u 2021. godini ima 13 članova koji mogu slobodno koristiti trgovinski sustav burze, bilo u svoje ime ili prema nalogu klijenta, a prikazani su u tablici 1.

<b>Ime člana</b>
Agram brokeri d.d.
Credos d.o.o.
Erste&Steiermärkische Bank d.d.
Fima-vrijednosnice d.o.o.
Hita-vrijednosnice d.d.
HPB d.d.
Interkapital vrijednosni papiri d.o.o.
Istarska kreditna banka Umag d.d.
OTP banka d.d.
PBZ d.d.
Podravska banka d.d.
Raiffeisenbank Austria d.d.
Zagrebačka banka d.d.

Tablica 1. Popis članova Zagrebačke burze

Izrađeno prema podacima s web sjedišta ZSE-a

Iz popisa je vidljivo da su većina članova banke, a manji dio brokeri iz čega se može zaključiti da postoji ograničen interes za obavljanjem brokerskih poslova na hrvatskom tržištu kapitala budući da navedene banke ujedno obavljaju i druge bankarske poslove, a nisu isključivo specijalizirane investicijske banke. U usporedbi s razvijenim tržištima kapitala poput njemačkog i američkog, na njima također postoje investicijske banke, ali je njihov udio daleko manji naspram brokerskih društava.

## 3.2. Zakonodavstvo i regulatorne institucije

Regulativa tržišta kapitala u RH određena je primarno s dva zakona; Zakonom o tržištu kapitala i Zakonom o preuzimanju dioničkih društava, a na ove zakone se nadovezuje i zakon o trgovačkim društvima koji nije vezan za uređenje samog tržišta, ali opisuje uređenje i elemente koje određena poduzeća i njihovi financijski instrumenti moraju sadržavati. Svi navedeni zakoni pozivaju se i na određene direktive EU-a što ukazuje na pokušaj prilagodbe hrvatskog zakonodavstva vezanog za tržište kapitala ostatku EU-a. Osim ovih zakona, za tržište kapitala iznimno su važne dvije institucije; Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD).

### 3.2.1. Zakon o tržištu kapitala

Zakon o tržištu kapitala previše je dugačak i opsežan za potrebe ovog rada te su stoga u analizu uključene samo opće odredbe. Opće odredbe Zakona o tržištu kapitala (2018) uređuju:

- odobrenje za rad i poslovanje investicijskih društava i drugih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga,
- odobrenje za rad i poslovanje tržišnog operatera i uređenog tržišta,
- odobrenje za rad i poslovanje pružatelja usluge dostave podataka,
- uvjete za ponudu vrijednosnih papira javnosti i uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište,
- obveze u vezi s objavljivanjem informacija o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište,
- zabranu zlouporabe tržišta,
- pohranu financijskih instrumenata te poravnanje i namiru poslova s financijskim instrumentima,
- suradnju nadležnih tijela i
- ovlasti i postupanje HANFE pri provođenju Zakona o tržištu kapitala.

Iz navedenih odredbi vidljivo je da ovaj zakon uređuje odnose među svim sudionicima tržišta kapitala te su zbog toga sadržaj i provedba ovog zakona ključni za kvalitetu i pouzdanost tržišta kapitala. Nadalje, vidljivo je da se dijelovi ovog zakona odnose samo na uređeno tržište što sugerira da je proces uvrštenja i trgovanja na uređenom tržištu kompleksniji naspram alternativnih tržišta, ali ujedno i da uređeno tržište pruža dodatnu sigurnost.



### 3.2.2. Zakon o preuzimanju dioničkih društava

Zakon o preuzimanju dioničkih društava (2013) uređuje uvjete za davanje ponude za preuzimanje ciljnih društava, postupak preuzimanja, prava i obveze sudionika u postupku preuzimanja ciljnih društava. Ovaj zakon također definira dvije vrste preuzimanja: obvezno i dobrovoljno gdje je obvezno preuzimanje ono u kojemu osoba stječe preko 25% dionica s pravom glasa ciljnog poduzeća, a dobrovoljno preuzimanje događa se na zahtjev osobe koja izvršava preuzimanje. U članku 22 ovog zakona definiran je obvezni sadržaj ponude pri preuzimanju određenog dioničkog društva, a navodi se da je cilj sadržaja ponude omogućavanje dioničarima ciljnog društva donošenja odluke o prihvaćanju ili neprihvatanju ponude. Iz navedenog je vidljivo da se ovaj zakon odnosi samo na vlasničke vrijednosne papire putem čijeg trgovanja fizička ili pravna osoba može doći do vlasništva nad određenim društvom.

### 3.2.3. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HANFA je nadzorno tijelo koje djeluje na financijskom tržištu, a prema Zakonu o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (2005) temeljni ciljevi su joj: promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava i nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora. Isti zakon navodi i načela HANFA-e koja se temelje na transparentnosti, povjerenju i izvještavanju javnosti. Vidljivo je da HANFA ima ključnu ulogu u osiguravanju stabilnosti i poštenja na financijskim tržištima te joj prethodno navedeni zakon omogućava i donošenje propisa koji se odnose na područje nadzora HANFA-e. Područja na kojima je uloga HANFA-e ključna vidljiva su u organizacijskoj strukturi HANFA-e koja prikazuje sektore za:

- superviziju fondova i investicijskih društava,
- superviziju tržišta kapitala,
- sistematske rizike i zaštitu potrošača,
- harmonizaciju propisa i međunarodnu suradnju i
- superviziju osiguranja, leasinga i faktoringa.

Iako HANFA vodi dokumentaciju i izvještava o navedenim sektorima, sama korisnost HANFA-e uvelike ovisi o pravosuđu budući da ona ne može sama osigurati provedbu svih donesenih pravila. Ulaskom Hrvatske u EU pojavila se potreba za usklađenjem nadzora s drugim državama EU-a. Kako bi HANFA ostvarila kvalitetnu suradnju s ostalim nadzornim tijelima financijskog tržišta EU-a, ona postaje članica Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje i Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržište kapitala. Osim tržišta EU-a, HANFA surađuje i s drugim svjetskim nadzornim tijelima kako bi

odgovorila na zahtjeve globalnog financijskog tržišta, a to čini članstvom u Međunarodnoj organizaciji komisija za vrijednosne papire i potpisivanjem bilateralnih ugovora, trenutno samo s europskim zemljama.

#### 3.2.4. Središnje klirinško depozitarno društvo

SKDD je prema podacima na svome web sjedištu dioničko društvo koje posluje kao središnji depozitorij vrijednosnih papira odnosno registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira gdje se u obliku elektroničkih zapisa vode podaci o izdavateljima, vrijednosnim papirima, računima vrijednosnih papira i imateljima vrijednosnih papira kao i drugi podaci predviđeni zakonom (SKDD, 2021). Prema istom izvoru SKDD:

- upravlja središnjim depozitorijem nematerijaliziranih vrijednosnih papira,
- obavlja poslove vođenja središnjeg registra financijskih instrumenata,
- upravlja sustavom poravnanja i namire transakcija vrijednosnim papirima sklopljenih na uređenom tržištu i multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP) ili izvan uređenog tržišta i MTP-a (OTC transakcije),
- obavlja usluge vezane uz korporativne akcije,
- obavlja poslove pohrane dionica u postupcima preuzimanja dioničkih društava,
- obavlja poslove isplate iz nematerijaliziranih vrijednosnih papira,
- pruža usluge povjereništva,
- određuje jedinstvene identifikacijske oznake nematerijaliziranih vrijednosnih papira (ISIN i CFI oznake) (SKDD, 2021).

Za ovaj rad posebno je zanimljiva uloga upravljanja središnjim depozitorijem što znači da se uvidom u statističke podatke SKDD-a može vidjeti ukupna vrijednost izdanih vrijednosnih papira u RH. Prema SKDD (2021) ukupna tržišna vrijednost svih izdanih dionica u RH iznosila je preko 291 milijardu kuna, a ukupna vrijednost obveznica preko 135 milijardi kuna na kraju svibnja 2021 godine. Prema podacima ZSE-a (2021) ukupna vrijednost vlasničkih papira na tržištu iznosila je nešto više od 129 milijardi kuna, a dužničkih papira nešto više od 133 milijarde kuna. Iako ovi podaci nisu direktno usporedivi budući da vlasnički papiri uključuju više vrijednosnih papira, a ne samo dionice te isto tako dužnički papiri ne uključuju samo obveznice, vidljivo je se s više od pola dionica u RH ne trguje aktivno na tržištu kapitala.

### 3.3. Uređeno tržište

Financiranje izdavanjem vrijednosnih papira na uređenom tržištu najzahtjevniji je način financiranja za izdavatelje i sadrži velik broj dodatnih obveza i troškova naspram ostalih načina kapitalnog financiranja. Izdavatelj ipak može donekle kontrolirati troškove i obveze kojima podliježe birajući određeni segment uređenog tržišta na koji će izdati vrijednosne papire. U slučaju dionica, prije samog uvrštavanja na tržište izdavatelj može provesti i inicijalnu javnu ponudu (IPO) ukoliko se radi o prvoj ponudi istih dionica javnosti. U tom slučaju izdavatelj prije odluke o uvrštenju dionica na tržište i odabira tržišta određuje svojstva novih dionica, najčešće uz investicijskog savjetnika ili drugog posrednika, te sastavlja prospekt koji javnosti pruža potrebne informacije za objektivno odlučivanje o ulaganju u dionice. Tek nakon IPO-a, ukoliko se uspješno izvrši, poduzeće prelazi na odluku o uvrštenju dionica na burzu i izbor segmenta. Segmenti uređenog tržišta su: vodeće, službeno i redovito tržište, a zahtjevi pojedinog segmenta uređeni su pravilima burze. Prema pravilima ZSE-a (2019), postoje opći uvjeti koji se odnose na sva 3 segmenta te dodatni uvjeti ovisni o segmentu i vrsti vrijednosnog papira. Opći uvjeti uvrštenja se prema navedenim pravilima odnose na: usklađenja sa zakonima za tržište kapitala, fer, uredno i djelotvorno trgovanje, postojanje potrebne dokumentacije, prenosivost instrumenata, pravnu osnovu za odbijanje zahtjeva i uključenost u sustav poravnanja i namire.

Uvrštenje na najdostupniji segment uređenog tržišta, redovito tržište, u najvećoj mjeri temelji se na općima pravilima burze. Zahtjevi redovitog tržišta prikazana su u tablici 2.

<b>Financijski instrument</b>	<b>Dionice</b>	<b>Strukturirani proizvodi</b>	<b>Udjeli otvorenih investicijskih fondova</b>	<b>Dužnički vrijednosni papiri i ostali financijski instrumenti</b>
-------------------------------	----------------	--------------------------------	--	---

<p><b>Zahtjevi uvrštenja</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Opći uvjeti burze</li> <li>• Minimalno 15% dionica na koje se odnosi uvrštenje raspodijeljeno javnosti, uz moguća isključenja po odluci burze</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Opći uvjeti burze</li> <li>• Član burze obavlja poslove održavanja tržišta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dio općih uvjeta</li> <li>• Raspodjela udjela fonda javnosti</li> <li>• Član burze obavlja poslove održavatelja tržišta za udjele fonda</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Opći uvjeti burze</li> </ul>
----------------------------------	---	--	---	---

Tablica 2. Uvjeti uvrštenja na redovno tržište

Izrađeno prema pravilima burze (2019)

Iz tablice je vidljivo postojanje malog broja pravila za veći broj financijskih instrumenata te bi zbog toga instrumenti uvršteni na ovo tržište mogli odbiti dio investitora zbog njihove manje sigurnosti u odnosu na druga 2 segmenta uređenog tržišta.

Službeno tržište ne definira uvjete prihvatljivosti za strukturirane proizvode i udjele otvorenih investicijskih fondova te se iz toga zaključuje da oni ne mogu biti uvršteni u ovaj segment. Zamjetna promjena u ovom segmentu odnosi se na dionice za koje je definirano, osim općih uvjeta, da:

- javnosti mora biti distribuirano 25% dionica uključenih u uvrštenje, uz minimalno 30 dioničara koji dijela taj udio ili 10% dionica podijeljenih između 50 dioničara,
- poduzeće mora imati profesionalno sposobnu osobu u području poslova odnosa s investitorima te održavati stručnost navedene osobe.

Promjene u uvrštenju dužničkih i ostalih financijskih instrumenata zamjetne su jedino u nedosljednosti između pravila burze i web stranice burze, gdje su u pravilima ponovno navedeni samo opći uvjeti, a na stranici ujedno i minimalni nominalni iznos od 1,5 milijuna kuna za obveznice.

Vodeće tržište najzahtjevnije je po pitanju pravila za uvrštenje te pravila burze navode samo pravila uvrštenja dionica. Osnova uvrštenja ponovno su opći uvjeti, ali uz:

- 35% dionica na koje se odnosi zahtjev za uvrštenje distribuirano javnosti,
- postojanje minimalno 1.000 dioničara poduzeća,
- očekivanu tržišnu kapitalizaciju dionica za uvrštenje veću od 500 milijuna kuna,

- sklapanje ugovora za održavanje tržišta tih dionica s minimalno jednim održavateljem tržišta,
- postojanje najmanje jednog neovisnog člana nadzornog odbora poduzeća,
- neovisnog člana revizorskog odbora,
- uvjet da su revizorska izvješća izrađena prema međunarodnim standardima bez dodatnih modifikacija izvješća i
- nepostojanje izrečene mjere zaštita tržišta.

Vidljivo je da već prema mjerama uvrštenja postoje značajna ograničenja pri izboru tržišta za manja poduzeća te bi bilo razumno očekivati da će takva poduzeća pristupiti redovitom ili alternativnom tržištu kapitala ukoliko se uopće odluče financirati prikupljanjem kapitala naspram kredita. Drugim riječima, očekivano je da će na uređenom tržištu prevladavati vrijednosni papiri velikih poduzeća što investitorima pruža određenu razinu sigurnosti vezano za stabilnost cijena, ali narušava raznovrsnost i likvidnost tržišta. Obveze izdavatelja nakon uvrštenja također mijenjaju zahtjevnost kao i uvjeti uvrštenja, ali se primarno odnose na transparentnost poslovanja. Obveze nakon uvrštenja u teoriji povećavaju privlačnost poduzeća ukoliko ono uspješno posluje, ali i zahtijevaju dodatno vrijeme i troškove. ZSE (2021) navodi prednosti uvrštenja na uređeno tržište koje se odnose na lakše privlačenje investitora i financijskih sredstava, poboljšanje imidža poduzeća i rast aktivnog trgovanja dionica kretanjem od nižih prema višim segmentima tržišta. Promatranjem aktivne trgovine za ZSE-u može se primijetiti navedeni trend veće likvidnosti na zahtjevnijim tržištima i manjeg broja dionica na istima. Za poduzeća to znači da uvrštavanjem vrijednosnih papira na redovito tržište ujedno gube vidljivost i privlačnost istih naspram zahtjevnijih segmenata te je zbog toga za poduzeće važna provedba analize i izrada strategije kapitalnog financiranja kako bi optimalno odabralo segment tržišta. Troškovi pojedinih obveza i usluga određeni su cjenikom ZSE-a iz 2019. godine. Prema navedenom cjeniku troškovi uvrštenja financijskih instrumenata na uređeno tržište ovise o vrsti instrumenta, njihovoj nominalnoj vrijednosti i odabranom segmentu te se kreću od 1.600 do 160.000 kuna, a troškovi održavanja uvrštenja kreću se od 1.500 do 100.000 kuna. Valja istaknuti da prethodno navedeni troškovi uključuju sve vrijednosne papire kojima se trguje na uređenom tržištu, te da za uvrštenje obveznica minimalni trošak iznosi 15.000 kuna, za dionice 35.000 kuna, za održavanje uvrštenja obveznica 15 000 kuna, za održavanje uvrštenja dionica minimalno 20.000 kuna, za svaku izmjenu vrijednosnice dodatnih 10.000 kuna, a za prestanak uvrštenja dionice od 10.000 do 35.000 kuna ovisno o odabranom segmentu. Osim navedenih troškova Grubišić Šeba (2013)

navodi i izravne povezane troškove: financijsko posredovanje, periodično izvještavanje i naknade regulatornim tijelima. Uz izravne troškove, Grubišić Šeba (2013) ukazuje i na neizravne troškove: složenost emisije vrijednosnih papira, netransparentnost troškova emisije, nelikvidnost tržišta, strah od transparentnijeg poslovanja i promjenjiv zakonski okvir u vrijeme navedenog istraživanja. Danas je zakonski okvir relativno stabilan i usklađen sa zakonodavstvom EU-a, no ostali neizravni troškovi i dalje ostaju aktivni. Svi navedeni problemi i troškovi sumarno mogu dovesti do situacije da se poduzeća odluče za jedno od alternativnih tržišta ili dugoročni kredit, unatoč visokoj sigurnosti uređenog tržišta.

### **3.4. Progress tržište**

Progress tržište je multilateralna trgovinska platforma u Hrvatskoj i Sloveniji, kojom upravlja Zagrebačka burza, a namijenjena je malim i srednjim poduzećima (Zagrebačka burza, 2021). Prema istom izvoru, glavna razlika između uređenog i Progress tržišta manji su zahtjevi transparentnosti za izdavatelje. Osim navedene razlike, može se dodati i manje troškove uvrštavanja i održavanja vrijednosnih papira na Progress tržištu. Prema pravilima Progress tržišta (2021), na istome se može trgovati samo dionicama, obveznicama i potvrdama o deponiranim dionicama i obveznicama. Naspram uređenog tržišta na kojemu se može trgovati s više vrsta financijskih instrumenata, ograničenja Progress tržišta mogu poduzećima pružiti veću vidljivost njihovih dionica i obveznica investitorima istog tržišta, posebno uz činjenicu da na Progress tržištu djeluje značajno manji broj izdavatelja. Što se tiče samog financiranja na Progress tržištu, pravila Progress tržišta (2021) određuju zahtjeve koji se postavljaju pred izdavatelje od kojih je osnova zahtjev za primanje u trgovinu i popratna dokumentacija od koje se ističu sklopljen ugovor sa savjetnikom Progress tržišta i prospekt ili dokument koji služi kao zamjena za prospekt. Osim čimbenika vezanih za samo poduzeće, pri podnošenju zahtjeva izdavatelj treba voditi računa i o uvjetima za primanje vrijednosnih papira na Progress tržište, a prema pravilima Progress tržišta (2021) ti uvjeti su:

- usklađenost vrijednosnih papira sa zakonom, njihova slobodna prenosivost i mogućnost fer, urednog i djelotvornog trgovanja,
- osigurana namira transakcija kod SKDD-a,
- izdavatelj mora biti osnovan prema propisima matične države,
- ukoliko se radi o dionicama, najmanje 10% ukupnog broja dionica mora biti distribuirano javnosti, a statut izdavatelja mora sadržavati odluku povlačenja dionica s Progress tržišta odlukom  $\frac{3}{4}$  većine na glavnoj skupštini.

Nakon izdavanja vrijednosnih papira izdavatelj je dužan informirati javnost prema pravilima Progress tržišta na način da određene informacije dostavlja ZSE-u koji ih objavljuje na stranicama Progress tržišta. Prema pravilima Progress tržišta (2021) obvezne informacije se blago razlikuju ovisno o izdanoj vrijednosnici, a prikazane su u tablici 3.

Dionice	Obveznice
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obavijesti o održavanju glave skupštine i poziv na glavnu skupštinu s dnevnim redom i prijedlozima odluka koje treba donijeti</li> <li>• Sve odluke koje donese glavna skupština</li> <li>• Informacije o statusnim promjenama</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obavijesti o održavanju skupštine imatelja obveznica i poziv na skupštinu s dnevnim redom i prijedlozima odluka koje treba donijeti</li> </ul>
Zajedničke obvezne informacije	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Informacije vezane za promjene prava iz vrijednosnog papira nastale nakon uvrštenja u trgovinu</li> <li>• Revidirani godišnji financijski izvještaji</li> <li>• Nerevidirani polugodišnji financijski izvještaji</li> <li>• Informacije o promjenama temeljnog kapitala</li> <li>• Povlaštene informacije</li> </ul>	

Tablica 3. Obveze izdavatelja na Progress tržištu nakon primanja u trgovinu

Izrađeno prema pravilima Progress tržišta (2021)

Prema prethodno navedeni obvezama vezanim za uvrštenje i nakon uvrštenja vrijednosnih papira, Progress tržište je prilično slično redovnom tržištu, odnosno najmanje zahtjevnom segmentu uređenog tržišta, ali uz dodatna olakšanja. Što se tiče novčanih naknada, Progress tržište je prema cjeniku ZSE-a (2019) značajno jeftinije od uređenog tržišta te naknada za uvrštenje na tržište iznosi 11.000 kuna, a za održavanje uvrštenja 6.000 kuna. Naspram uređenog tržišta, ove naknade su znatno prihvatljivije manjim poduzećima, ali zbog manje sigurnosti trgovanja na ovom tržištu vjerojatno je i da će vrijednosni papiri na Progress tržištu privući manje investitora. Unatoč jeftinijim troškovima samog tržišta, povezani troškovi vezani za izvještavanje, posredovanje i ostale naknade i dalje ostaju prisutni i povećavaju ukupan trošak izdavatelja na Progress tržištu.

### 3.5. Funderbeam

Funderbeam je globalna platforma za skupno financiranje s financijskim povratom koja poduzećima pruža vidljivost među raznolikim investitorima platforme, pravnu podršku i pomoć pri upravljanju kapitalnim financiranjem, a investitorima pruža mogućnosti ulaganja i trgovanja bilo kada i bilo gdje (Funderbeam, 2021). Prema web sjedištu Funderbeam-a (2021) financijski nadzornici iz više država sudjeluju u regulaciji platforme te se ona može smatrati organiziranim tržištem kapitala budući da ujedno ima i vlastita pravila platforme. Glavna razlika između Funderbeam-a i prethodna 2 tržišta kojima upravlja ZSE očituje se u fokusu Funderbeam-a na: skupno financiranje, sposobnosti web platforme, niske zahtjeve, troškove i jednostavnost financiranja i trgovanja, globalnost tržišta, nastojanje eliminacije posrednika i mogućnost privatnog prikupljanja kapitala. Ono što razlikuje Funderbeam od drugih platformi skupnog financiranja je aktivno poboljšavanje regulacije tržišta i postojanje sekundarnog tržišta instrumenata uvrštenih na platformu. Osnovna pravila Funderbeam-a ponovo odnose se na postojanje i zakonitost poslovanja, sposobnost upravljanja poduzećem i financijama, omogućavanje uređenog trgovanja i informiranje investitora, ali za razliku od prethodna 2 tržišta ne zahtjeva osiguranu namiru transakcija te upravitelji platforme sami procjenjuju prihvatljivost izdavatelja. Iako je za poduzeća ovo olakšavajuća okolnost, za investitore nepostojanje namire može značiti nesigurnost povrata ili rokova povrata što, uz činjenicu da je većina poduzeća na platformi mikro, male ili srednje veličine, značajno povećava rizik investiranja naspram prethodno analiziranih tržišta.

Što se tiče financiranja poduzeća putem platforme, poduzeće se može odlučiti na traženje sredstava kroz izradu investicijske ponude ili prijenosom postojećih dionica u tvrtku kojom upravlja Funderbeam, a koja djeluje u ime dioničara. Preduvjet oba procesa je postojanje profila poduzeća na platformi. U slučaju financiranja kroz investicijsku ponudu, ukoliko je ponuda prihvaćena od strane Funderbeam-ovog osoblja, poduzeće se može odlučiti privatno pozvati određene investitore ili napraviti javnu ponudu na platformi. Nakon što investitori postignu dogovor s poduzećem oko visine sredstava poduzeće prikuplja nova sredstva, potpisuje ugovor s novim dioničarima, registrira nove dionice i osniva podružnicu koja svoju imovinu i obveze vodi na zasebnoj bilanci (eng. SPV). Naknada za ovakav način prikupljanja sredstava je 3.500 eura za administrativne troškove i 5% za uspješno prikupljanje sredstava (Funderbeam, 2021). Zbog relativno visokih administrativnih troškova Funderbeam (2021) navodi da se poduzeća najčešće odlučuju na prikupljanje 100.000 eura ili više kako bi relativni administrativni trošak imao manji utjecaj na financijsku odluku te da se mogu financirati i



dužničkim instrumentima od kojih su rjeđe obveznice, a česte konvertibilne note koje se mogu pretvoriti u kapital u budućnosti. Ukoliko se pak poduzeće odluči za uvrštenje postojećih dionica na Funderbeam tržište proces izgleda nešto drugačije, a troškovi uvrštenja se kreću od 5 do 40 tisuća eura, ovisno o složenosti postupka. Osim troškova uvrštenja, poduzeće prema Funderbeam-u (2021) prolazi kroz 4 dodatna koraka: analizu financijskih pokazatelja poduzeća, provjeru od strane odbora za uvrštenje, pridruživanja platformi i transfera dionica. Prva 2 koraka orijentirana su na provjeru poduzeća i njegove organizacije, u 3. koraku se dioničari pridružuju poduzeću na platformi i nastaje profil tvrtke, a u zadnjem koraku se odvija revizija prijavljenih dioničara i prijenos dionica Funderbeam-u. Nakon uvrštenja na tržište poduzeće je dužno mjesečno ili kvartalno izvještavati investitore o svojim ključnim indikatorima performansi, dostavljati godišnja financijska izvješća i informirati investitore o promjenama vezanim za poduzeće ili aktivnosti poduzeća koje mogu utjecati na vrijednost dionica. Godišnja naknada za regulativu i administraciju iznosi 1.500 eura.

Iz navedene analize je vidljivo da su dvije glavne prednosti Funderbeam-a transparentnost zahtjeva za poduzeća i jednostavnost uključivanja u tržište uz mogućnost zadržavanja privatnosti poslovanja. Naspram druga 2 analizirana tržišta, cijene uvrštenja i održavanja uvrštenja se čine relativno visoke, ali za razliku od tih tržišta uključuju sve vezane troškove poput upravljanja tržištem, savjetnika, računovodstvenih usluga i sl. Osim toga, Funderbeam okuplja sve potrebne informacije za dioničare i investitore na jedno mjesto, ali ujedno i povećava rizik tih informacija budući da ne jamči kako su one u svakom trenutku točne niti one moraju biti opsežne kao na uređenom tržištu. Ono što Funderbeam može zasigurno jamčiti poduzećima je vidljivost njihovih dionica širokoj investitorskoj javnosti, posebno ukoliko su dionice uspješne, budući da platforma okuplja velik broj investitora, posluje cjelodnevno kroz cijelu godinu i omogućava istim investitorima sortiranje vrijednosnica na tržištu. Ukoliko poduzeće ne želi ovakvu izloženost i dijeljenje informacija sa širokom javnosti može izabrati vlastite privatne investitore i financirati se ili trgovati na taj način.

#### **4. Primjer financiranja CIAK grupe na Zagrebačkoj burzi**

CIAK grupa je u srpnju 2020. godine donijela odluku o povećanju temeljnog kapitala izdavanjem dionica putem inicijalne javne ponude. Drugim riječima, dionice poduzeća koje su do tada bile u gotovo 99%-tnom vlasništvu Ivana i Ljilje Leko po prvi puta postaju dostupne investicijskoj javnosti. IPO je izvršen uz posredništvo Privredne banke Zagreb uz jednokratnu izmjenu ponude putem koje je smanjena cijena ponuđenih dionica. Nakon završetka IPO-a 16.12.2020. godine dionice poduzeća uvrštene su na službeno tržište te se njima slobodno trguje, u trenutku analize, odnosno do 8.7.2021. godine, u cjenovnom rangu od 33 do 43 kune. Budući da prospekt IPO-a nije značajno mijenjan između prve i druge ponude, osim cijene dionica, ostatak analize izrađen je prema zadnjoj verziji prospekta. Prema Zakonu o tržištu kapitala (2020) svaki prospekt sadrži informacije potrebne investitoru za donošenje utemeljene procjene, a informacije se generalno odnose na karakteristike i financije izdavatelja, informacije vezane za vrijednosne papire koji se izdaju te okolnosti izdavatelja i tržišta, bilo kapitalnog ili vezanog za djelatnosti izdavatelja.

Počevši od izdavatelja, u prospektu su navedene razne informacije koje uključuju: organizacijsku strukturu i upravljanje, prošlo i trenutno financijsko stanje te planirana ulaganja, strateške ciljeve i ključne zaposlenike i utjecajne skupine. Investitorima, posebno profesionalnim, ovakva je transparentnost često vrlo značajna kako bi mogli procijeniti vlastiti rizik ulagana i racionalno odrediti očekivanja. Zbog toga dionice poduzeća na uređenom tržištu pružaju veću sigurnost investitorima, a u idealnim uvjetima i poduzeću koje može prikupiti više sredstava uz manje napora, no o ograničenjima takve situacije u RH više u nastavku. Nadalje, javnost navedenih informacija može poduzeću prouzročiti dodatne rizike budući da i konkurencija poduzeća dobiva uvid u ključne čimbenike poslovanja, ali kvalitetnim planiranjem i upravljanjem ovaj se rizik može značajno smanjiti te se ne smatra izrazito važnim jer poduzeće mora provesti detaljnu analizu vlastitog poslovanja prije izlaženja u javnost kako bi kvalitetno sastavilo sam prospekt. Što se tiče samih financija poduzeća, iz dostupnih izvješća priloženih uz prospekt investitor može izvršiti kvalitetnu financijsku analizu temeljenu pokazateljima likvidnosti, aktivnosti, zaduženosti, ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranja. Kako financijska analiza nije predmet ovog rada, prikazana financijska analiza odnosi se u najvećoj mjeri na pokazatelje zaduženosti koji se najviše mijenjaju proporcionalno promjenama u dugoročnim izvorima sredstava.

Prema podacima iz prospekta poduzeće u prethodne tri godine prije odluke na javnu ponudu dionica najvećim dijelom financira zaduživanjem te obveze prosječno financiraju oko 80% imovine poduzeća, a dugoročne obveze 90%-105% dugotrajne imovine. Dugoročne obveze su također svake godine nešto veće od kapitala, a ukupne obveze su višestruko veće od kapitala iako je uočljiv padajući trend zbog povećanja kapitala. Iako postoje i pitanja vezana za financiranje kratkotrajne imovine dugoročnim izvorima, ovolika ovisnost o financiranju posuđenim sredstvima može narušiti stabilnost i solventnost poduzeća te je dobar indikator da poduzeće treba biti suzdržanije po pitanju zaduživanja ili prikupiti dodatni kapital kao što u ovom slučaju i čini. Sukladno tome, u prospektu su navedeni valutni rizik i rizik promjene kamatnih stopa kao dva najveća financijska rizika poduzeća. Osim financijskih rizika CIAK grupa navodi i rizike koji proizlaze iz samog poslovanja od kojih je najozbiljniji ekološki, a vidljiv je i negativan utjecaj pandemije na poslovanje. Opisivane informacije o izdavatelju primarno su važne za dojam investitora o poduzeću i privlačenje investitora koji namjeravaju vrijednosnicu držati duže vrijeme, sudjelovati u upravljanju poduzećem ili se žele ograditi od rizika.

Informacije vezane za vrijednosne papire ili u ovom slučaju dionice se, osim zakonskih propisanih dijelova, odnose na količinu, vrijednost i cijenu dionica, prava iz dionica, proces, svrhu i uvjete izdanja i rizike vezane za dionice. U prospektu CIAK grupe navedeno je planirano uvrštenje postojećih 13.406.390 te izdavanje i uvrštenje maksimalno 7.218.825 novih dionica od kojih su sve bez nominalne vrijednosti, odnose se na 10 kuna temeljnog kapitala i ne sadržavaju nikakva dodatna vlasnička prava osim onih propisanih zakonom. Planirana cijena ponude dionica bila je 35 kuna po dionici što je umanjena cijena u odnosu na originalnu cijenu od 39 do 44 kune po dionici u prvoj ponudi. Ovakva promjena sugerira na inicijalnu precijenjenost dionica što je neuobičajeno jer se često dionice izdaju podcijenjene kako bi se lakše privuklo investitore. Obavijest o uspješnosti izdanja prikazuje da je na kraju izdano 6.345.599 novih dionica, po cijeni od 35 kuna, od kojih se svaka odnosi na 10 kuna temeljnog kapitala. To znači da je temeljni kapital poduzeća povećan za 47,33% što poboljšava financijsku stabilnost grupe, ali ona i dalje ostaje primarno ovisna o dužničkom kapitalu naspram vlastitog. Unatoč velikoj zaduženosti, u teoriji bi dodatni kapital i dokazana sposobnost prikupljanja vlastitog kapitala trebala osigurati grupi lakši pristup dodatnom dužničkom kapitalu. Zanimljivo je da se u prospektu navodi plan ulaganja 60% prikupljenih sredstava u obrtni kapital, a 40% u kapitalne investicije što može sugerirati na pretjeranu kratkoročnu zaduženost i financiranje kratkotrajne imovine dugoročnim izvorima ili

jednostavno može biti specifično za industrijsku granu ili poduzeće. Zabrinjavajuća činjenica za ostale izdavatelje vrijednosnica i administratore hrvatskog tržišta kapitala je ocjena rizika vezanih za dionice koji su navedeni u prospektu. Prema toj analizi najznačajniji rizici su vezani za trgovanje na uređenom tržištu i likvidnost dionica. Ovakav rezultat ukazuje na veliku potrebu za uvođenjem dodatnih promjena uređenog tržišta kako bi se privuklo nove investitore i izdavatelje što bi u RH moglo biti iznimno teško budući da se često navodi nacionalna preferencija za bankovnim uslugama naspram ulaganja u tržište kapitala. Dok god je to slučaj likvidnost dionica, osim onih na vodećem tržištu koje čine većinu prometa, vjerojatno će ostati mala, a sukladno tome sekundarno tržište nerazvijeno. Ostali značajni rizici navedeni u prospektu su rizik oporezivanja ulaganja u dionice, rizik neisplate dividende i rizik promjenjivosti cijena dionica. Rizik neisplate dividende ovisi o odlukama glavne skupštine i poslovnim rezultatima, a rizik promjenjivosti cijena ponovno je moguće povezati uz tržište jer se zbog rijetkosti transakcija iste mogu značajno odraziti na cijenu dionica, ali ovaj rizik također djelomično ovisi o poduzeću i poslovnim rezultatima koji ga mogu aktivirati.

Osim samih informacija koje imaju određen značaj i za poduzeće i za investitore, treba imati na umu i druge čimbenike koji mogu utjecati na odluku poduzeća o kapitalnom financiranju poput utjecaja na vlasničku strukturu, promjena u organizaciji poduzeća i troška izdavanja vrijednosnica na tržište kapitala. U prospektu CIAK grupa navodi razrjeđivanje dioničarske strukture po kojemu će svaki dioničar koji je imao dionice prije izdavanja novih dionica imati 35% manji relativni vlasnički udio nakon izdanja novih dionica. U promatranom slučaju rezultat razrjeđivanja nije presudan budući da dvoje glavnih dioničara smanjuju svoje udjele s nešto manje od 99% na nešto manje od 64% i zadržavaju veliku većinu glasova, no neke odluke više ne mogu donositi samostalno ukoliko je potrebno više od 64% glasova. Za očekivati je da bi ovaj čimbenik imao značajno veći utjecaj na odluku u slučaju da određeni dioničari nakon izdanja novih dionica gube većinski utjecaj u donošenju odluka te bi u takvom slučaju novi dioničari mogli promijeniti smjer poduzeća. Drugi važan faktor je cijena izdavanja i uvrštenja dionica na tržište kapitala. Prema prospektu CIAK grupe, troškovi vezani za javnu ponudu, izdavanje i uvrštenje dionica uz ovisne troškove procijenjeni su na približno 6,5 milijuna kuna. S obzirom da je dio prethodno postojećih dionica samo uvršten na tržište, a dio izdan kao nove dionice teško je odrediti ukupan udio troškova naspram prikupljenih sredstava, no zasigurno su troškovi veći od izravnih troškova prikazanih u cjeniku burze i manji od kamata mnogih kredita. Drugim riječima, troškovi uvrštenja na uređeno tržište su ujedno privlačni svi većim izdavateljima koje izdavanje vrijednosnica košta manje od uzimanja kredita, ali i djeluju

demotivirajuće novim izdavačima koji ne mogu unaprijed procijeniti sve prikrivene troškove.

## 5. Zaključak

Zaključno, tržište kapitala danas je većinom elektroničko tržište i u Hrvatskoj i svijetu na kojemu izdavatelji, najčešće uz posrednike, prikupljaju sredstva izdavanjem vrijednosnica investitorima koji najčešće očekuju porast tržišne cijene vrijednosnica i njima aktivno trguju na sekundarnom tržištu. Kako je hrvatsko tržište kapitala relativno mlado naspram mnogih drugih nacionalnih tržišta kapitala te se razvija u sredini u kojoj je bankarski sustav tradicionalni izvor dugoročnog financiranja, uređeno tržište nije imalo priliku razviti se u likvidno i privlačno tržište za domaće i strane subjekte već ostaje slabo likvidno i ovisno o malom broju najvrjednijih dionica koje stvaraju većinu prometa tržišta. Uočivši nedostatke uređenog tržišta ZSE u sklopu ciljeva EU-a nastoji poduzećima, primarno malim i srednje velikim, osigurati pristupe dodatnim i manje zahtjevnim oblicima tržišta kapitala. Takvo nastojanje rezultiralo je pojavom dva dodatna organizirana tržišta kapitala: Progress i Funderbeam tržišta. Progress tržište dijeli većinu prednosti i nedostataka uređenog tržišta, pa čak i dodatno naglašava nelikvidnost uvrštenih vrijednosnica, no smanjuje zahtjeve postavljene pred izdavatelje i troškove izdavatelja.

Funderbeam u odnosu na prethodna dva tržišta omogućava pristup velikom broju investitora i mogućnost javnog i privatnog kapitalnog financiranja, ali ne pruža jednaku sigurnost, posebice investitorima, kao druga dva tržišta. Funderbeam također pojednostavljuje proces prikupljanja kapitala pružajući potporu izdavateljima i cjelogodišnje neprekidno trgovanje vrijednosnicama te eliminirajući investicijske posrednike. Bez obzira na specifičnosti pojedinog tržišta za kapitalno financiranje i slabu razvijenost hrvatskog tržišta kapitala, ono i dalje poduzećima pruža jeftiniji izvor sredstava za veće investicije u usporedbi sa zaduživanjem kod banaka, daje poduzećima veću kontrolu nad uvjetima financiranja, poboljšava percepciju investitora i institucija o poduzeću kroz razne financijske pokazatelje i povećava financijsku stabilnost poduzeća.

Javna priroda većine načina kapitalnog financiranja zahtijeva složen sustav organizacijskog upravljanja i veliki administracijski troškovi čine manje kapitalne investicije neučinkovitima. Nadalje, izdavatelji prilikom izbora vrijednosnog papira moraju biti oprezni u osiguravanju usklađenosti ciljeva izdavatelja i prava, mogućnosti i obveza koje proizlaze iz pojedinog vrijednosnog papira. Primjer CIAK grupe prikazuje navedene generalne prednosti i nedostatke, uz dodatne karakteristike uređenog tržišta, ali i glavnu opasnost izdavanja dionica koja se

odnosi na razrjeđivanje vlasničke strukture i relativni gubitak upravljačke moći originalnih vlasnika.

## Literatura

- Alajbeg, D., & Bubaš, Z. (2001). Vodič kroz Hrvatsko tržište kapitala za građane. Zagreb: Institut za javne financije. Dohvaćeno iz <https://www.ijf.hr/upload/files/file/knjige/trziste.pdf> [pristupljeno 5.6.2021.]
- Altaras Penda, I. (2019). Devastacija hrvatskog tržišta kapitala - što dalje? *Financije i pravo*, str. 125-156. Dohvaćeno iz <https://hrcak.srce.hr/226666> [pristupljeno 5.6.2021.]
- Bago, A., & Pilipović, O. (2016). *Skupno financiranje*. Dohvaćeno iz <https://hrcak.srce.hr/169159> [pristupljeno 5.6.2021.]
- Boldeanu, F., & Tache, I. (2016). *The Financial System of the EU and the Capital Markets Union*. Dohvaćeno iz [https://www.um.edu.mt/library/oar/bitstream/123456789/28718/1/ERSJ%2C\\_19%281%29\\_-\\_A5.pdf](https://www.um.edu.mt/library/oar/bitstream/123456789/28718/1/ERSJ%2C_19%281%29_-_A5.pdf) [pristupljeno 5.6.2021.]
- Brennan, N., & Merkl-Davies, D. (2018). Do firms effectively communicate with financial stakeholders? A conceptual model of corporate communication in a capital market context. *Accounting and Business Research*, 48(5), 553-577. Dohvaćeno iz <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/00014788.2018.1470143> [pristupljeno 5.6.2021.]
- CIAK grupa. (2020). *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na uređeno tržište*. Dohvaćeno iz Zagrebačka burza: <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-12-01%20-%20CIAK%20Grupa%20d.d.%20-%20Prospekt.pdf> [pristupljeno 2.7.2021.]
- Funderbeam. (2021). *Funderbeam*. Dohvaćeno iz <https://www.funderbeam.com/> [pristupljeno 7.7.2021.]
- Grubišić Šeba, M. (2013). Troškovi izdavatelja vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala. *Ekonomski pregled*, str. 213-240. Dohvaćeno iz <https://hrcak.srce.hr/105300> [pristupljeno 1.7.2021.]
- HANFA. (n.d.). *Organizacijska struktura*. Dohvaćeno iz <https://hanfa.hr/organizacijska-struktura/> [pristupljeno 1.7.2021.]
- HANFA. (n.d.). *Tržište kapitala*. Dohvaćeno iz <https://hanfa.hr/trziste-kapitala/> [pristupljeno 1.7.2021.]
- Hrvatski sabor. (2005). *Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga*. Dohvaćeno iz Narodne novine: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005\\_11\\_140\\_2639.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005_11_140_2639.html) [pristupljeno 1.7.2021.]
- Hrvatski sabor. (2013). *Zakon o preuzimanju dioničkih društava*. Dohvaćeno iz Zakon.hr: <https://www.zakon.hr/z/360/Zakon-o-preuzimanju-dioni%C4%8Dkih-dru%C5%A1tava> [pristupljeno 1.7.2021.]
- Hrvatski sabor. (2019). *Zakon o trgovačkim društvima*. Dohvaćeno iz Zakon.hr: <https://www.zakon.hr/z/546/Zakon-o-trgova%C4%8Dkim-dru%C5%A1tvima> [pristupljeno 5.6.2021.]



- Hrvatski sabor. (2020). *Zakon o tržištu kapitala*. Dohvaćeno iz Zakon.hr:  
<https://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala> [pristupljeno 1.7.2021.]
- Klačmer Čalopa, M., & Cingula, M. (2012). *Financijske institucije i tržište kapitala*. Varaždin: TIVA: Fakultet organizacije i informatike.
- Madura, J. (2015). *Financial markets and institutions*. Boston: Cengage Learning.
- Obstfeld, M. (1998). *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?* Dohvaćeno iz American Economic Association:  
<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.12.4.9> [pristupljeno 5.6.2021.]
- SKDD. (2021). *Središnje klirinško depozitarno društvo*. Dohvaćeno iz  
<https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1> [pristupljeno 1.7.2021.]
- Zagrebačka burza. (2019). *Cjenik*. Dohvaćeno iz  
<https://zse.hr/UserDocsImages/docs/legal/pricelist/2019-01-23%20-%20ZSE%20Cjenik.pdf> [pristupljeno 2.7.2021.]
- Zagrebačka burza. (2019). *Pravila burze*. Dohvaćeno iz  
<https://zse.hr/UserDocsImages/docs/legal/rules/2019-12-09%20-%20ZSE%20Pravila.pdf> [pristupljeno 2.7.2021.]
- Zagrebačka burza. (2021). *Pravila Progress tržišta*. Dohvaćeno iz  
[https://progress.market/fileadmin/documents/hr/legal/Pravila\\_Progress\\_trzista.pdf](https://progress.market/fileadmin/documents/hr/legal/Pravila_Progress_trzista.pdf)  
[pristupljeno 2.7.2021.]
- Zagrebačka burza. (2021). *Progress tržište*. Dohvaćeno iz <https://progress.market/hr/pocetna>  
[pristupljeno 5.7.2021.]
- Zagrebačka burza. (2021). *Zagrebačka burza*. Dohvaćeno iz <https://zse.hr/> [pristupljeno 2.7.2021.]

## **Popis tablica**

Tablica 1. Popis članova Zagrebačke burze.....	16
Tablica 2. Uvjeti uvrštenja na redovno tržište .....	21
Tablica 3. Obveze izdavatelja na Progress tržištu nakon primanja u trgovinu .....	24