TRŽIŠTE KORPORACIJSKIH OBVEZNICA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Horvat, Dunja

Undergraduate thesis / Završni rad

2017

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:325413

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split







SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

TRŽIŠTE KORPORACIJSKIH OBVEZNICA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Mentor:
prof.dr.sc. Ana Rimac Smiljanić

Studentica:
Dunja Horvat
matični broj: 1155539

Split, lipanj, 2017.

Sadržaj

1. UVOD 1

1.1. Definiranje problema istraživanja 1

1.2. Ciljevi rada 1

1.3. Metode rada 1

1.4. Struktura rada 2

2. IZLISTANE KORPORACIJSKE OBVEZNICE NA ZAGREBAČKOJ BURZI 3

2.1. Kratki pregled povijesnog razvoja burzi i korporacijskih obveznica 3

2.2. Tvrtke emitenti korporacijskih obveznica na Zagrebačkoj burzi 5

2.3. Pregled obilježja korporacijskih obveznica 9

3. ANALIZA PREDNOSTI I NEDOSTATAKA FINANCIRANJA OBVEZNICAMA ZA HRVATSKA PODUZEĆA 25

3.1. Prednosti financiranja obveznicama 25

3.2. Nedostatci financiranja obveznicama 26

4. ANALIZA PREDNOSTI I NEDOSTATAKA ZA ULAGANJE U KORPORACIJSKE OBVEZNICE HRVATSKIH PODUZEĆA 28

4.1. Prednosti ulaganja u korporacijske obveznice 28

4.2. Nedostaci ulaganja u korporacijske obveznice 28

5. ZAKLJUČAK 31

6. LITERATURA 33

7. POPIS TABLICA 36

8. POPIS GRAFOVA 37

9. POPIS SLIKA 38

1. UVOD

1.1. Definiranje problema istraživanja

U potrazi za izvorima financijskih sredstava tvrtke nerijetko posežu za financijskim instrumentima dostupnima na tržištu kapitala, odnosno burzi. Među poznatijim instrumentima financiranja putem tržišta kapitala nalaze se korporacijske obveznice. Prema Orsagu i Dediju (2014.), obveznice predstavljaju dužnički vrijednosni papir kojim se izdavatelji obveznica obvezuju kupcima istih na isplatu određenih iznosa novčanih sredstava dinamikom naznačenom u samoj obveznici te koje, kao jedan od oblika kreditiranja, predstavljaju alternativu klasičnim bankarskim proizvodima.

Prve obveznice emitirane na burzama New Yorka, Londona i Japana još u 18. stoljeću (Bazdan, 2008.) označile su prekretnicu u pravcu pribavljanja kapitalnih sredstava te omogućile poduzetnicima dugoročnije i stabilnije izvore prihoda neophodne za investicijske poduhvate. Zagrebačka burza, kao relativno mlado tržište kapitala u usporedbi s prethodno navedenima, bilježi prve emisije obveznica tek u 21.stoljeću i to na primjeru malog broja tvrtki. Ovaj rad stoga je uvod u kompleksan svijet financiranja korporacijskim obveznicama, ali na primjeru obveznica izlistanih na hrvatskom tržištu kapitala.

1.2. Ciljevi rada

Pružajući detaljan uvid u profil i specifična obilježja tvrtki emitenata korporacijskih obveznica koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi, cilj rada je ukazati na prednosti i nedostatke ovakvog oblika financiranja na hrvatskom tržištu kapitala s aspekta tvrtke, ali i ulagača. Također, pregled emisija korporacijskih obveznica na Zagrebačkoj burzi vrši se s ciljem donošenja općenitog zaključka o zastupljenosti ovakvog vida financiranja u hrvatskom gospodarskom sektoru.

1.3. Metode rada

U radu će se koristiti sljedeće znanstvene metode primjerene društvenim znanostima te uočenom problemu i predmetu istraživanja: komparativna metoda, induktivna metoda, deduktivna metoda, metoda deskripcije, metoda kompilacije.

1.4. Struktura rada

Rad je podijeljen na pet tematskih cjelina s dodatnim popisom literature i kratkim sadržajem. Prva tematska cjelina obuhvaća definiranje problema istraživanja, ciljeve istraživanja, metode koje će se koristiti pri izradi ovog rada te strukturu rada. U drugoj tematskoj cjelini zatim slijedi iscrpan pregled hrvatskih tvrtki koje su emitirale obveznice kao i sveobuhvatan prikaz obilježja hrvatskih korporacijskih obveznica. Treća i četvrta tematska cjelina donose analizu prednosti i nedostataka financiranja obveznicama s aspekta emitenta i investitora. Naposljetku, peta cjelina predstavlja zaključak rada.

2. IZLISTANE KORPORACIJSKE OBVEZNICE NA ZAGREBAČKOJ BURZI

2.1. Kratki pregled povijesnog razvoja burzi i korporacijskih obveznica

Trgovanje vrijednosnicama ima daleke krojene u povijesti. Trgovina vrijednosnicama u razvijenim zemljama vrhunac svog povijesnog razvoja doživljava u 18.stoljeću osnivanjem dioničkih društava zbog potrebe za kapitalnim investicijama u prekomorskim kolonijalnim zemljama (Videc, 2015.). Zbog povećanih državnih potreba za kapitalom u provedbi društveno korisnih projekata u 19. stoljeću uvode se državne obveznice što vodi povećanju obujma trgovanja i špekulativnih transakcija na burzama (Videc, 2015.), ali i pruža temelje za buduće izdavanje korporacijskih obveznica (Miloš, 2004.).

Prema Cvjetičaninu (2004.), korporacijske obveznice predstavljaju dugoročne dugovne obveze poduzeća - izdavatelja koje su često osigurane dijelom ili cjelokupnom njihovom imovinom. Izdaju ih različita poduzeća odnosno korporacije te u tom slučaju obveznica postaje pravni instrument zajma između zajmoprimca (izdavatelja) i zajmodavca (kupac). Korporacijske obveznice mogu biti osigurane (dolaze uz određeni oblik kolaterala), neosigurane te špekulativne (niski kreditni rejting tvrtke) (Javorčić, 2016.)

Bazdan (2008.) navodi kako se cjelokupna burzovna trgovina danas odvija u tzv. Čarobnom trokutu globalnog burzovnog tržišta, odnosno u gradovima New Yorku, Londonu i Tokiju. Trguje se najkvalitetnijim vrijednosnicama renomiranih stranih i domaćih tvrtki, a prema veličini prometa najveća je burza New York Stock Exchange (NYSE), zatim Londonska te Tokijska burza (Lešić i Gregurek, 2014.)

New York Stock Exchange, 1792. godine osnivaju 24 brokerska društva i ona pokriva dva tržišta: dioničko i tržište obveznica (Lešić i Gregurek, 2014). Na dioničkom tržištu danas trguje više od 3000 tvrtki s tim da je 486 tvrtki u inozemnom vlasništvu (NYSE, 2017.), a 2006. godine na NYSE bilo uvršteno 205 obveznica (Lešić i Gregurek, 2014.). S druge strane, London Stock Exchange koja je osnovana 1691. Godine predstavlja najstariju burzu na svijetu. Prema podacima sa službene stranice Londonske burze, na burzi je u veljači 2017. bilo izlistano 96 korporacijskih obveznica. Kao najmlađa među vodećim svjetskim burzama, Tokyo Stock Exchange osnovana je 1878. Godine. Lešić i Gregurek (2014.) navode kako

američkom okupacijom Japana nakon Drugog svjetskog rata dolazi do snažnog utjecaja SAD-a na formiranje organizacijske i zakonske regulative Tokijske burze. Kad je riječ o korporacijskim obveznicama, prema informacijama dostupnima na stranicama Tokijske burze[1], na japanskom tržištu kapitala izlistane su 34 korporacijske obveznice.

U usporedbi sa svjetskim burzama, Zagrebačka burza (eng. Zagreb Stock Exchange) relativno je mlado tržište kapitala. Prema Bazdanu (2008.), Zagrebačka burza osnovana je u Zagrebu 3. prosinca 1918. gdje se trgovalo vrijednosnicama, sirovinama, valutama, plemenitim metalima. Zbog gospodarske krize koja se dogodila 1931., napušta se trgovanje vrijednosnicama. Bazdan (2008.) navodi kako je trgovanje robama je trajalo do kraja Drugog svjetskog rata dok je nije komunistička vlast potpuno ukinula. Burza je ponovno osnovana 1991., uz pomoć 25 banaka i 2 osiguravajuća društva. U periodu od 1995. do 2000. godine primjerice, nakon što se uveo sustav elektroničkog trgovanja, vrijednost tržišta Zagrebačke burze narasla je gotovo deset puta (Bazdan, 2008.). Temeljem podataka sa službene stranice Zagrebačke burze, u veljači 2017. na burzi je bilo izlistano 147 dionica i 36 obveznica, od čega je 14 korporacijskih obveznica. S ciljem dobivanja predodžbe veličine hrvatskog tržišta kapitala u usporedbi sa svjetskim burzovnim tržištem, u tablici 1. slijedi usporedba tržišnih kapitalizacija burzi zabilježenih u veljači 2017.

Tablica 1. Usporedba tržišne kapitalizacije NYSE, LSE, TSE i ZSE

BURZA	TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA
New York Stock Exchange (NYSE)	$21 078 391 108 062.00
London Stock Exchange (LSE)	£21 331 000 000 000.00
Tokyo Stock Exchange (TSE)	¥587 023 424 000 000.00
Zagrebačka Burza (ZSE)	2 504 499 000 000.00 kn

Izvor: Izrada autorice prema
www.nyxdata.com/nysedata/asp/factbook/viewer_edition.asp?mode=tables&key=333&category=5; [14.02.2017]
www.londonstockexchange.com/statistics/markets/markets.htm; www.zse.hr; [14.02.2017]
www.jpx.co.jp/english/markets/equities/summary/; [14.02.2017.]

[1] Vidite više na: http://www.jpx.co.jp/english/markets/equities/summary/

Na osnovu iznosa tržišne kapitalizacije u priloženoj tablici 1, može se donijeti zaključak kako je, u usporedbi s prethodno navedenim svjetskim burzama, domaće tržište kapitala još suviše nerazvijeno i plitko. Prema Bazdanu (2008.), promet na NYSE burzi može se često mjeriti u milijardama transakcija svakodnevno, dok se na Zagrebačkoj burzi one uglavnom kreću u tisućama transakcija dnevno kad je burza aktivna. Dodatno, bitna karakteristika koju domaće tržište kapitala dijeli sa svjetskim burzama jest manja zastupljenost korporacijskih obveznica u ukupnom tržištu kapitala. No, s jačanjem integriranosti Hrvatske na svjetsko tržište, EU prvenstveno, i daljnjim razvojem poduzetništva, može se očekivati porast vznačajnosti Zagrebačke burze i veći volumen trgovanja, a time i buduće emisije korporacijskih obveznica.

2.2. Tvrtke emitenti korporacijskih obveznica na Zagrebačkoj burzi

Temeljem javno dostupnih informacija o tvrtkama na stranicama Zagrebačke burze[2], detaljniji pregled tvrtki koje su emitirale korporacijske obveznice i njihovih djelatnosti slijedi u nastavku rada.

Atlantic Grupa pripada industriji široke potrošnje u segmentu proizvoda namijenjenih prehrani, koje uključuje kavu, sportsku i aktivnu prehranu, razna pića, delikatesne namaze i dječja hrana. Također navedeno poduzeće ima širok portfelj proizvoda iz segmenta osobne njege te je vlasnik renomiranog hrvatskog proizvođača minerala, vitamina i dodataka prehrani kao i bezreceptnih lijekova (Atlantic Grupa d.d., 2016.).

Dalekovod d.d. dolazi iz sektora građevinske i energetske industrije, čije su osnovne djelatnosti pružanje usluga inženjeringa, proizvodnje i izgradnje elektroenergetskih objekata (dalekovodi), transformatorske stanice svih tipova, zračnih, podzemnih i podvodnih kabela, telekomunikacijskog objekta koje uključuje sve vrste mreža i antena. Također se bavi ugradnjom svih metalnih dijelova za prometnice, posebice za cestovnu rasvjetu, zaštitne ograde, signalizaciju u prometu, rasvjete u tunelima i elektrifikaciju željezničkih pruga i tramvaja u gradovima (Dalekovod d.d., 2015.).[3]

Hrvatska elektroprivreda d.d. pripada elektroenergetskoj industriji i njezin predmet poslovanja čini prijenos električne energije, izgradnja, pogon i održavanje prijenosne mreže,

[2] Zagrebačka burza: www.zaba.hr , [04.03.2017.]
[3] Rad je pisan prije nedavnih problematičnih događanja s Dalekovodom.

obračunska mjerenja električne energije, prodaja i kupnja robe, tehničko ispitivanje i analiza, održavanje mjernih uređaja, proizvodnja i prodaja jalove električne energije (Hrvatska elektroprivreda d.d., 2007.).

Hospitalija trgovina d.o.o. je vodeći hrvatski distributer i uvoznik medicinskih proizvoda, što uključuje opremu za ortopediju, dijagnostiku, kardiologiju, mikrobiologiju, hemodijalizu, parentalnu i enteralnu prehranu, potrošni materijal i kemikalije. Najveći dio poslovanja obavlja sa državnim bolnicama. (Hospitalija trgovina d.o.o., 2010.).

HP-Hrvatska pošta d.d. je poduzeće koje se bavi poštanskim uslugama- prijam, prijenos, uručenje pismovnih pošiljki, paketa, brzojavnih i poštanskih uputnica na domaćem i međunarodnom tržištu. Također obavlja poslove platnog prometa, usluge novčanog posredništva i mjenjačnice, kurirske poslove (hpekspres), kupnja i prodaja robe te usluge informacijskog društva. (HP-Hrvatska pošta d.d., 2015.).

Institut IGH d.d. djeluje u području graditeljstva koje se bavi stručnim i znanstveno-istraživačkim radom. Navedene aktivnosti su slijedeće: projektiranje, stručni nadzor, izrada studija, istražni radovi, savjetodavne usluge, dokazivanje uporabljivosti, laboratorijska umjeravanja i ispitivanja. (Institut IGH d.d., 2013.).

JADRAN-GALENSKI LABORATORIJ d.d. se bavi proizvodnjom farmaceutskih pripravaka čije su glavne djelatnosti: proizvodnja osnovnih farmaceutskih proizvoda, farmaceutskih pripravaka, sapuna i deterdženata, sredstava za čišćenje i poliranje i ostalih kemijskih proizvoda. Također se bavi istraživanjem i eksperimentalnim razvojem u tehničkim, prirodnim i tehnološkim znanostima. (Jadran- Galenski Laboratorij d.d., 2016.).

JADROLINIJA se bavi pružanjem usluga prijevoza vozila i putnika uzduž hrvatske obale, između hrvatskih otoka i obale, između hrvatskih otoka međusobno, između hrvatske i talijanske obale. (Jadrolinija, 2013.).

LANIŠTE d.o.o. se za graditeljstvo i usluge se bavi sljedećim djelatnostima: kupnja i prodaja robe, promidžba (reklama i propaganda), poslovanje nekretninama, poslovanje u vezi gradnje (nadzor, projektiranje, uporaba, uklanjanje), čišćenje svih vrsta objekata, razne turističke usluge, gradnja, održavanje i popravak brodova i čamaca, pripremanje i usluživanje hrane i

pića, pružanje usluga smještaja, djelatnost javnog cestovnog prijevoza putnika i tereta, prijevoz za vlastite potrebe, usluge na parkiralištima, organiziranje sajmova, priredbi, kongresa, koncerata, promocija, iznajmljivanje dobava i montaža pozornica, svjetlosne opreme i ozvučenja (Lanište d.o.o., 2016.).

Metronet telekomunikacije d.d. se bavi prijenosom zvuka, podataka, dokumenata, govora, slika i drugo telekomunikacijskim kapacitetima fiksnoj telefoniji (nepokretna mreža). Također poduzeće nudi usluge širokopojasnog pristupa Internetu, ISP usluge, usluge data centra i IT usluge na zahtjev. Navedene usluge Metronet nudi prvenstveno poslovnim korisnicima, te u manjem omjeru privatnim korisnicama. (Metronet telekomunikacije d.d., 2009.).

NETA Capital Croatia d.d. je vodeće nebankarsko društvo koje se bavi djelatnošću osnivanja i upravljanja UCITS i alternativnim investicijskim fondovima. Društvo upravlja sa šest UCITS i jednim AIF fondom i prepoznato je po svojim samostalno razvijenim modelima portfolio optimizacije. Također ima veliku i raznoliku bazu klijenata te upravlja obvezničkim i novčanim fondom ali najveći dio imovine koje društvo upravlja se odnosi na dioničke fondove. (NETA Capital Croatia d.d., 2014.).

OT-OPTIMA TELEKOM d.d. pruža elektroničke komunikacijske usluge privatnim i poslovnim korisnicima za hrvatsko tržište. Privatnim korisnicima je pružena mogućnost odabira integriranih usluga glasa (telefon), video sadržaj, IP televizije i širokopojasnog Interneta. Za poslovne korisnike se izrađuje jedinstvena i potpuna poslovna tehnička rješenja u cilju smanjenja telekomunikacijskih troškova. Neke od djelatnosti su slijedeće: Proizvodnja uredskih strojeva, računala i ostale električne opreme, televizijskih i radijskih odašiljača, pružanje Internet usluga, promidžba, uvoz radijskih postaja ... (Optima Telekom d.d., 2015.).

Erste & Steiermarkische bank d.d. je dioničko društvo i banka (kreditna institucija) koja obavlja bankovne i financijske usluge. Predmet poslovanja društva su sljedeće djelatnosti: primanje depozita ili drugih povratnih sredstava, odobravanje kredita i zajmova (potrošački krediti i zajmovi, hipotekarni krediti i zajmovi), otkup potraživanja sa regresom ili bez njega, financijski najam, izdavanje garancija, usluge vezane uz poslove kreditiranja, iznajmljivanje sefova, investicijske i pomoćne aktivnosti i usluge, investicijsko savjetovanje, itd ... (Erste & Steiermarkische bank d.d., 2011.).

ZAGREBAČKI HOLDING d.o.o. je društvo koje se bavi uslugama javnog prijevoza, održavanja čistoće, opskrbe vodom, upravljanjem objektima i poslovanjem nekretninama. Također se bavi upravljanjem putničkom agencijom i športom. Temeljna zadaća društva je trajno i učinkovito obavljanje komunalnih djelatnosti uz maksimalnu zaštitu okoliša i javnog interesa lokalne zajednice (Zagrebački Holding d.o.o., 2016.).

S ciljem uočavanja mogućih zajedničkih obilježja poslovanja, u nastavku slijedi tablica 2. s informacijama o vlasničkoj strukturi, obliku društva (dioničko ili društvo s ograničenom odgovornošću) i sektoru industrije kojima izlistana poduzeća pripadaju.

Tablica 2. Podjela poduzeća prema strukturi, vlasničkim pravima i industriji

Ime poduzeća	Vlasnička struktura	Oblik društva	Industrija
Atlantic Grupa	Privatno	d.d.	Prehrambena
Dalekovod	Država	d.d.	Građevinska
Hrvatska elektroprivreda	Država	d.d.	Energetska
Hospitalija trgovina	Privatno	d.o.o.	Uslužna djelatnost
Hrvatska pošta	Država	d.d.	Uslužna djelatnost
Institut IGH	Privatno	d.d.	Građevinska
Jadran galenski laboratorij	Privatno	d.d.	Farmaceutska
Jadrolinija	Država	d.d.	Uslužna djelatnost
Lanište	Privatno	d.o.o.	Uslužna djelatnost
Metronet telekomunikacije	Privatno	d.d.	Uslužna djelatnost
Neta Capital Croatia	Privatno	d.d.	Uslužna djelatnost
Optima telekom	Privatno	d.d.	Uslužna djelatnost
Erste & Steiermarkische bank	Privatno	d.d.	Uslužna djelatnost
Zagrebački holding	Država	d.o.o.	Uslužna djelatnost

Izvor: Izrada autorice prema podacima preuzetim sa www.zse.hr

Kad je riječ o vlasništvu, među izlistanim emitentima korporacijskih obveznica su poduzeća u kojima dominira privatni oblik vlasništva, odnosno od 14 poduzeća, 9 ih je u privatnom vlasništvu. Kod podjele u obliku društva samo su tri poduzeća strukturirana kao društvo sa

ograničenom odgovornošću (d.o.o.) dok ostatak tvrtki ima formu dioničkog društva (d.d.). Najveći broj poduzeća dolazi iz sektora uslužnih djelatnosti, čak devet tvrtki, dok dvije tvrtke, Dalekovod i Institut IGH, pripadaju građevinskoj industriji. Preostale tvrtke karakterizira različit industrijski profil. No, kakva obilježja imaju obveznice s obzirom na različit profil tvrtki koje su ih izdale, više riječi u sljedećem poglavlju.

2.3. Pregled obilježja korporacijskih obveznica

Prema Miloš Sprčić (2016.), obveznice karakteriziraju dvije vrste obilježja, nominalna i tržišna. Nominalna obilježja obuhvaćaju nominalnu vrijednost obveznice, odnosno vrijednost na koju obveznica glasi i koja predstavlja polazište za obračun i isplatu kuponske kamatne stope te samu kuponsku kamatnu stopu i dospijeće obveznice definirano određenim vremenskim periodom. S druge strane, tržišna obilježja proizlaze iz nominalnih obilježja obveznice, no dalje su definirana tržišnom ponudom i potražnjom za obveznicom.

U tablici 3 nalazi se sažeti prikaz tržišta korporacijskih obveznica u Hrvatskoj s pripadajućim šiframa obveznica te s osvrtom na iznos nominalne vrijednosti izdanih obveznica i njihovu količinu na tržištu.

Ukupno je bilo izdano šesnaest korporacijskih obveznica na Zagrebačkoj burzi od kojih je devet denominacije u kunama, a ostatak u eurima. Najstarije izdanje je bilo od poduzeća Hrvatska elektroprivreda d.d. datuma 31.12.2007., dok je najnovije izdanje datuma 26.09.2016. poduzeća Lanište d.o.o. Najveća nominalna vrijednost u kunama je držalo poduzeće Zagrebački Holding d.d. sa izdanjem od 1.800.000.000 HRK dok je najmanja vrijednost poduzeća Neta Capital Croatia d.d. bila u iznosu 7.000.000 HRK. Isti princip usporedbe samo u eurima sa najvećom nominalnom vrijednosti je izdalo poduzeće Erste & Steiermarkische bank d.d. u iznosu od 80.000 EUR, dok je najmanje izdanje bilo od poduzeća Dalekovod d.d. iznosa 1.235.713 EUR.

Tablica 3. Pregled izlistanih korporacijskih obveznica na Zagrebačkoj burzi

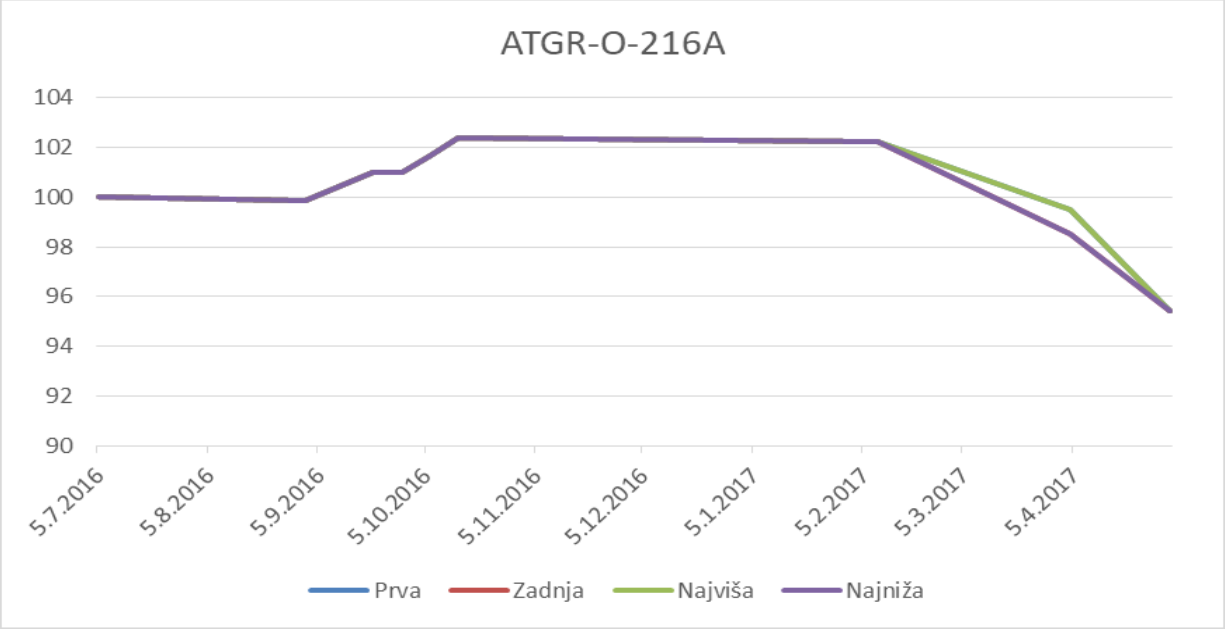
Simbol	Izdavatelj	Broj izdanih	Nominalna	Datum uvrštenja	Datum dospijeća
ATGR-O-216A	Atlantic Grupa d.d.	200.000.000	1,00 HRK	17.6.2016.	17.6.2021.
DLKV-O-302A	Dalekovod d.d.	16.177.185	1,00 HRK	3.2.2015.	14.2.2030.
DLKV-O-302E	Dalekovod d.d.	1.235.713	1,00 EUR	3.2.2015.	14.2.2030.
HEP-O-17CA	Hrvatska elektroprivreda d.d.	700.000.000	1,00 HRK	31.12.2007.	7.12.2017.
HOTR-O-173A	Hospitalija trgovina d.o.o	7.715.000	1,00 EUR	7.2.2011.	23.3.2017.
HP-O-19BA	HP-Hrvatska pošta d.d.	400.000.000	1,00 HRK	18.2.2015.	10.10.2019.
IGH-O-176A	Institut IGH d.d.	10.000.000	1,00 EUR	23.7.2013.	6.6.2017.
JDGL-O-20CA	JADRAN - GALENSKI LABORATORIJ d.d.	200.000.000	1,00 HRK	23.3.2016.	6.12.2020.
JRLN-O-17AA	Jadrolinija d.d.	11.000.000	1,00 EUR	25.2.2013.	24.10.2017.
LNGU-O-21AE	LANIŠTE d.o.o.	54.985.733	1,00 EUR	26.9.2016.	15.10.2031.
MTEL-O-137A	Metronet telekomunikacije	19.800.000	1,00 EUR	23.10.2009.	17.7.2013.
NFDA-O-AA0A	NETA Capital Croatia d.d.	7.000.000	1,00 HRK	3.12.2013	neodređeno
OPTE-O-142A	OT-OPTIMA TELEKOM d.d.	250.000.000	1,00 HRK	1.2.2007.	1.2.2014.
RIBA-O-177A	Erste&Steiermärkische Bank d.d.	80.000.000	1,00 EUR	18.7.2011.	18.7.2017.
RIBA-O-17BA	Erste&Steiermärkische Bank d.d.	300.000.000	1,00 HRK	23.11..2012.	23.11.2017.
ZGHO-O-237A	ZAGREBAČKI HOLDING d.o.o.	1.800.000.000	1,00 HRK	15.7.2016.	15.7.2023.

Izvor: Izrada autorice prema www.zse.hr

Nakon opisa tablice 3 koji predstavlja uvod i lakši vizualni pregled iscrpnih informacija, rad se nastavlja na kratak opis obveznica za svako poduzeće posebno. Navedeni pristup omogućuje usporedbe među njima. Za svako poduzeće će se napraviti prikaz i opis grafova te kretanja cijena obveznica, uz uvjet da su te informacije dostupne na stranicama Zagrebačke burze. Za napomenuti je kako su neki grafovi već dostupni na stranicama Zagrebačke Burze,

dok su pojedini rezultat samostalne izrade autorice prema povijesnim podacima na službenim stranicama burze.

Atlantic Grupa d.d. je 17. lipnja 2016. izdala obveznice nominalnog iznosa od HRK 200.000.000 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 3,1250% i dospijećem 17. lipnja 2021. Isplata kamate je bila određena polugodišnje u jednakim iznosima. Obveznice su bile izdane u denominaciji od HRK 1,00 (Atlantic Grupa d.d., 2016.).



Grafikon 1. Atlantic grupa d.d. (ATGR-O-216A)

Izvor: izrada autorice prema www.zse.hr [22.05.2017.]

Grafikon 1 prikazuje 10 mjeseci kretanja cijene obveznice ATGR-O-216A. Na apscisi se nalaze datumi kretanja cijene dotične obveznice dok se na ordinati se nalazi njezina cijena. Graf prikazuje 4 cijene: prvu, zadnju, najvišu i najnižu. Zbog istih vrijednosti između te četiri cijene, graf prikazuje samo jednu krivulju. Iako se u jednom trenutku najviša cijena prikazuje na grafu zbog veće vrijednosti od ostalih cijena. Cijena obveznice stagnira u 2016. godini na istoj razini, nakon toga malo raste pa pada i na kraju 2016. godine cijena se opet stabilizira i stagnira čiji se isti trend nastavlja i u 2017. godini. Nakon perioda stagnacije, cijena počinje opadati.

Dalekovod d.d. je izdao obveznice nominalnog iznosa od HRK 16.177.185 po fiksnoj godišnjoj kamatnoj stopi iznosa od 4,000% i dospijećem 14.veljače 2030. Isplata kamate je bila određena jednom godišnje. Obveznice su bile izdane u denominaciji od HRK 1,00 (Dalekovod d.d., 2015.).

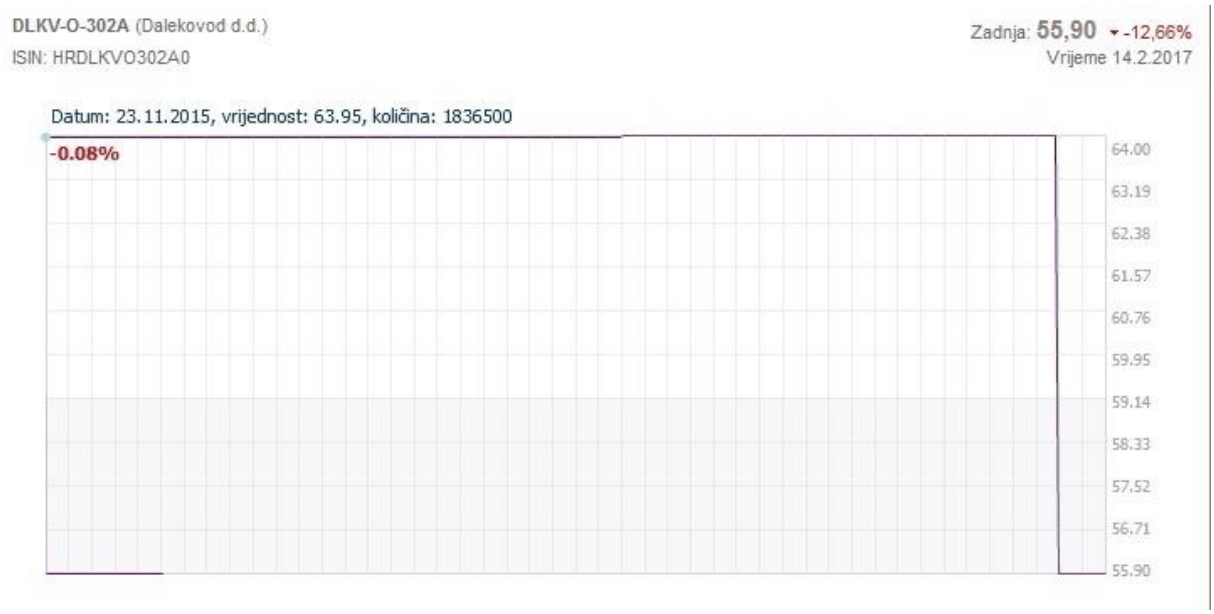


Slika 1. Dalekovod d.d. (DLKV-O-302A)

Izvor: Zagrebačka burza, www.zse.hr [14.02.2017]

Zadnja cijena i najniža cijena je bila 55,90 kn, dok je najviša cijena koja je i bila na toj razini jedno određeno vrijeme dostigla 64,00 kn što na kraju čini pad od 12,66% što i prikazuje graf koji je dosta statičan bez puno promjena i fluktuacija.

Dalekovod d.d. je izdao obveznice nominalnog iznosa od EUR 1.235.713 po fiksnoj godišnjoj kamatnoj stopi iznosa od 4,000%, dospijeća 14.veljače 2030. Isplata kamate je bila određena jednom godišnje u kunama po srednjem tečaju HNB-a na dan dospijeća. Obveznice su bile izdane u denominaciji od EUR 1,00 (Dalekovod d.d., 2015.).

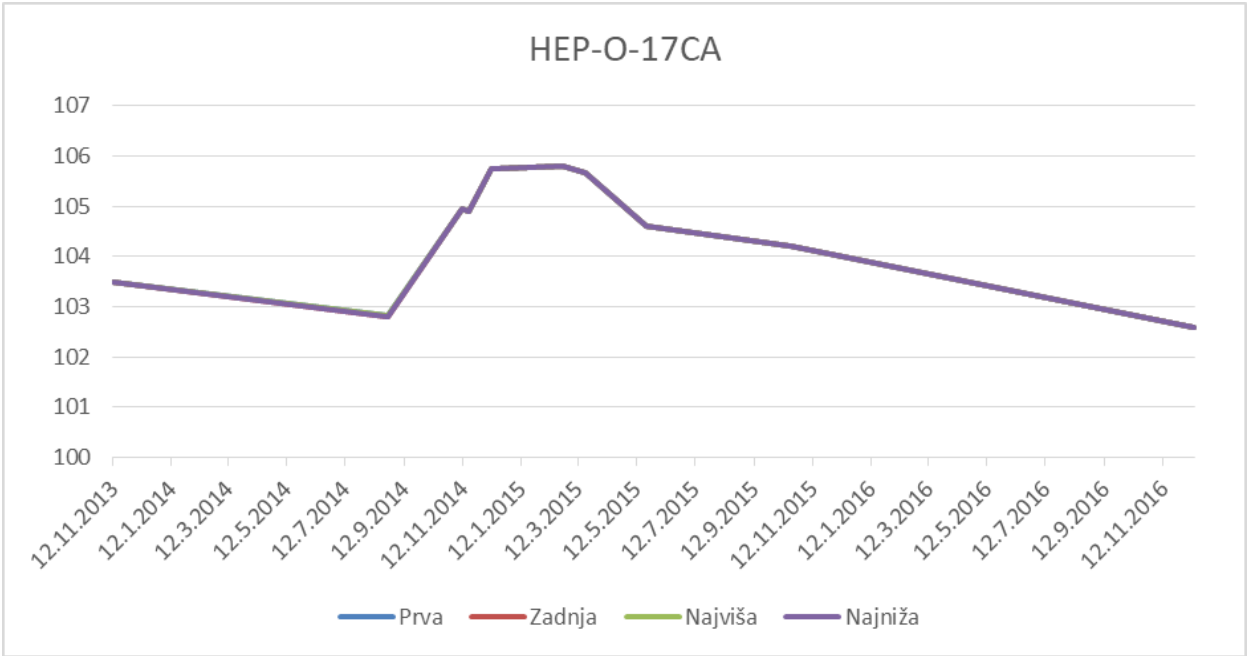


Slika 2. Dalekovod d.d. (DLKV-O-302E)

Izvor: Zagrebačka burza, www.zse.hr [14.02.2017.]

Zadnja cijena je bila 55,90 eura, najviša cijena je dostigla vrijednost od 64,00 eura dok je najniža cijena bila 52,00 eura. Graf je prikazivao fluktuacije cijene obveznice od konstantnog padanja do najniže razine od 52,00 eura pa skoka od 7,50% odnosno na 55,90 eura.

Hrvatska elektroprivreda d.d. je 07. prosinca 2007. izdala obveznice nominalnog iznosa od HRK 700.000.000 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 6,500% i dospijećem 07. prosinca 2017. Isplata kamate je bila određena polugodišnje u jednakim iznosima. Obveznice su bile izdane u denominaciji od HRK 1,00 (Hrvatska Elektroprivreda d.d., 2007.).



Grafikon 2. Hrvatska Elektroprivreda d.d. (HEP-O-17CA)

Izvor: izrada autorice prema www.zse.hr [19.05.2017.]

Grafikon 2 prikazuje tri godine kretanja cijene obveznice HEP-O-17CA, odnosno od 12.11.2013. do 12.11.2016. Na apscisi se nalaze datumi kretanja cijene dotične obveznice dok se na ordinati se nalazi njezina cijena. Graf prikazuje 4 cijene: prvu, zadnju, najvišu i najnižu. Zbog istih vrijednosti između te četiri cijene, graf prikazuje samo jednu krivulju. Cijena obveznice je u padu od kraja 2013. godine i nastavlja se u 2014. godini. Drugom polovicom 2014. godine cijena doživljava rast. Početkom 2015. godine cijena stagnira i počinje opet polako padati, isti trend padanja cijene obveznice se nastavlja kroz cijelu 2015. i 2016. godinu.

Hospitalija trgovina d.o.o. je 23. ožujka 2010. izdala obveznice nominalnog iznosa od EUR 7.715.000 po godišnjoj i fiksnoj kamatnoj stopi od 9,75% s dospijećem 23.03.2017. Isplata kamate je bila određena tri puta godišnje u kunama po srednjem tečaju HNB-a na dan dospijeća. Obveznice su bile izdane u denominaciji od EUR 1,00 (Hospitalija trgovina d.d., 2010.).

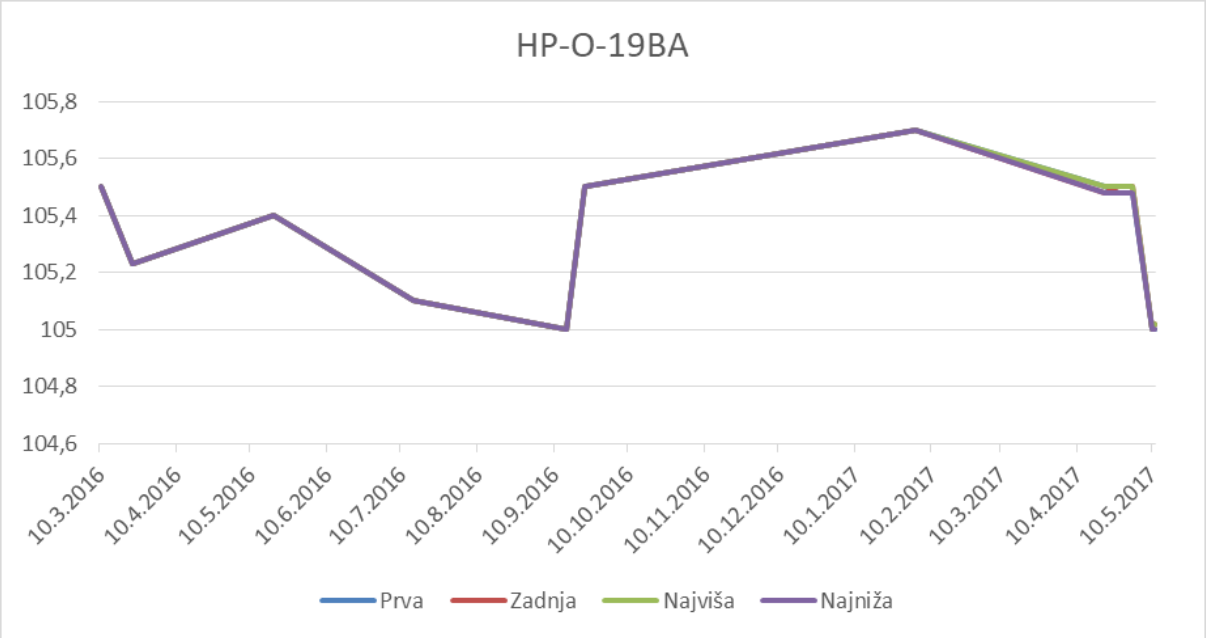


Slika 3. Hospitalija trgovina d.o.o. za trgovinu i usluge (HOTR-O173A)

Izvor: Zagrebačka burza, www.zse.hr [15.02.2017.]

Iz kretanja prikazanih na slici 3 je vidljivo kako je zadnja i najniža cijena obveznice tvrtke Hospitalija trgovina d.o.o. bila 45,00 eura, dok je najviša cijena bila dostigla razinu od 95,00 eura što čini pad od 18,18%.

Hrvatska pošta d.d. je 10. listopada 2014. izdala obveznice nominalnog iznosa od HRK 400.000.000 po godišnjoj i fiksnoj kamatnoj stopi od 5,125% s dospijećem 10. listopada 2019. Isplata kamate je bila određena polugodišnje u jednakim iznosima. Obveznice su bile izdane u denominaciji od HRK 1,00 (Hrvatska pošta d.d. 2015.).



Grafikon 3. Hrvatska pošta d.d. (HP-O-19BA)

Izvor: izrada autorice prema www.zse.hr [19.05.2017.]

Grafikon 2 prikazuje malo više od godinu dana kretanja cijene obveznice HP-O-19BA, od 10.03.2016. do 10.05.2017. Na apscisi se nalaze datumi kretanja cijene dotične obveznice dok se na ordinati se nalazi njezina cijena. Graf prikazuje 4 cijene: prvu, zadnju, najvišu i najnižu. Zbog istih ili sličnih vrijednosti između te četiri cijene, krivulje se međusobno preklapaju. Cijena obveznice kroz 2016. godinu pada i raste te u jednom trenutku doživljava veliki rast i onda se taj rast usporava i traje početkom 2017. godine. Nakon toga cijena počinje polako opadati da bi u jednom trenutku doživjela oštar pad.

Institut IGH d.d. je 06. lipnja 2012. izdao obveznice nominalnog iznosa od EUR 10.000.000 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 9,000% s dospijećem 06. lipnja 2017. Isplata kamate je bila određena polugodišnje u kunama po srednjem tečaju HNB-a na dan dospijeća. Obveznice su bile izdane u denominaciji od EUR 1,00 (Institut IGH d.d., 2013.). Podaci o trgovanju obveznice nisu bili dostupni.

Jadran Galenski Laboratorij d.d. je 06. prosinca 2015. izdao obveznice nominalnog iznosa od HRK 200.000.000 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 5,8125% s dospijećem 06. prosinca 2020. Isplata kamate je bila određena polugodišnje u jednakim iznosima. Obveznice su izdane u denominaciji od HRK 1,00 (Jadran- Galenski Laboratorij d.d., 2016.).

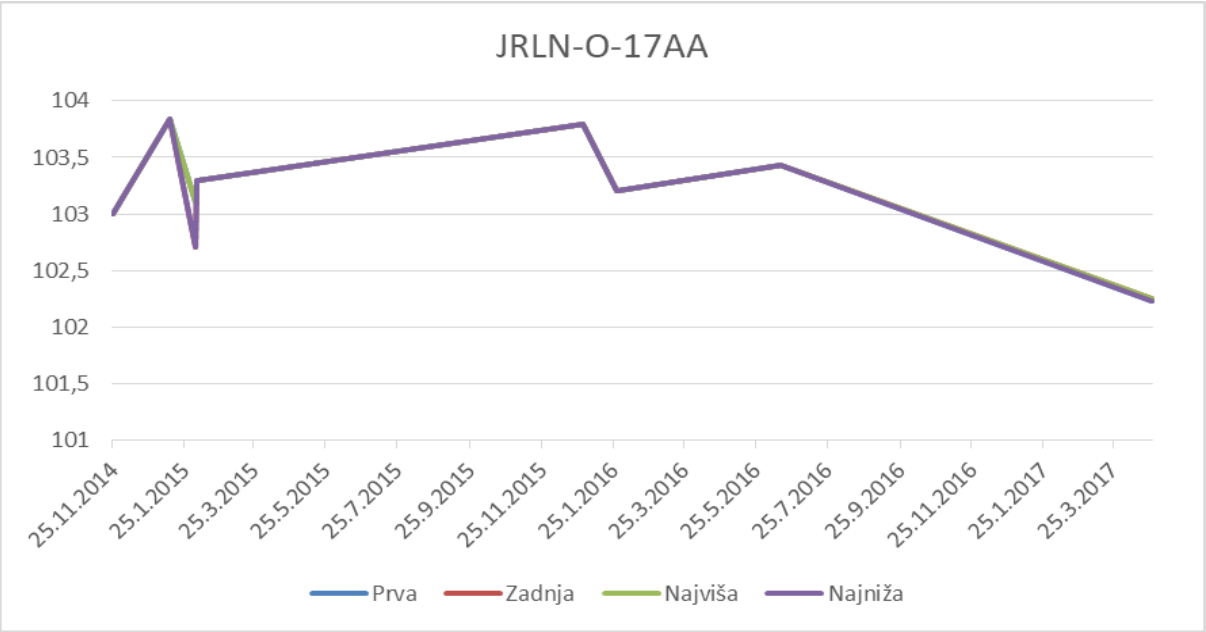


Slika 4. Jadran- Galenski Laboratorij d.d. (JDGL-0-20CA)

Izvor: Zagrebačka burza, www.zse.hr [16.02.2017.]

Prema slici 4, početna, zadnja i najniža cijena je 100,00 kn, što znači da promjena cijene obveznice JDGL-0-20CA kroz period nije bilo.

Jadrolinija d.d. je 24. listopada 2012. izdala obveznice nominalnog iznosa od EUR 11.000.000 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 6,5000% s dospijećem 24. listopada 2017. Isplata kamate je bila određena polugodišnje u kunama po srednjem tečaju HNB-a na dan dospijeća. Obveznice su bile izdane u denominaciji od EUR 1,00 (Jadrolinija, 2013.).



Grafikon 4. Jadrolinija d.d. (JRLN-O-17AA)

Izvor: izrada autorice prema www.zse.hr [19.05.2017.]

Grafikon 3 prikazuje kretanje cijene obveznice JRLN-O-17AA od 25.11.2014. do 25.03.2017. Na apscisi se nalaze datumi kretanja cijene spomenute obveznice dok se na ordinati se nalazi njezina cijena. Kao i u slučaju prethodnih grafikona, vidljive su oznake za 4 razine cijena: prva, zadnja, najviša i najniža. Zbog sličnih ili istih vrijednosti, linije se međusobno preklapaju pa je većinom vidljiva samo jedna krivulja. Cijena obveznice krajem 2014. godine raste te početkom 2015. godine doživljava oštar pad da bi se nakon toga cijena malo povisila i nastavila svoj lagani rast. Krajem te godine cijena opet pada da bi u 2016. godini cijena obveznice zabilježila mali porast, no nedugo nakon toga ponovno nastavila s trendom pada.

Lanište d.o.o. je 24. srpnja 2015. izdalo obveznice nominalnog iznosa od EUR 54.985.733 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 4,5000% (s time da su predviđali rast kamatne stope na 5,5000%) s dospijećem 15. listopada 2031. Isplata kamate je bila određena kvartalno (3 puta godišnje) u kunama po srednjem tečaju HNB-a na dan dospijeća. Obveznice su bile izdane u denominaciji od EUR 1,00 (Lanište d.o.o., 2016.).

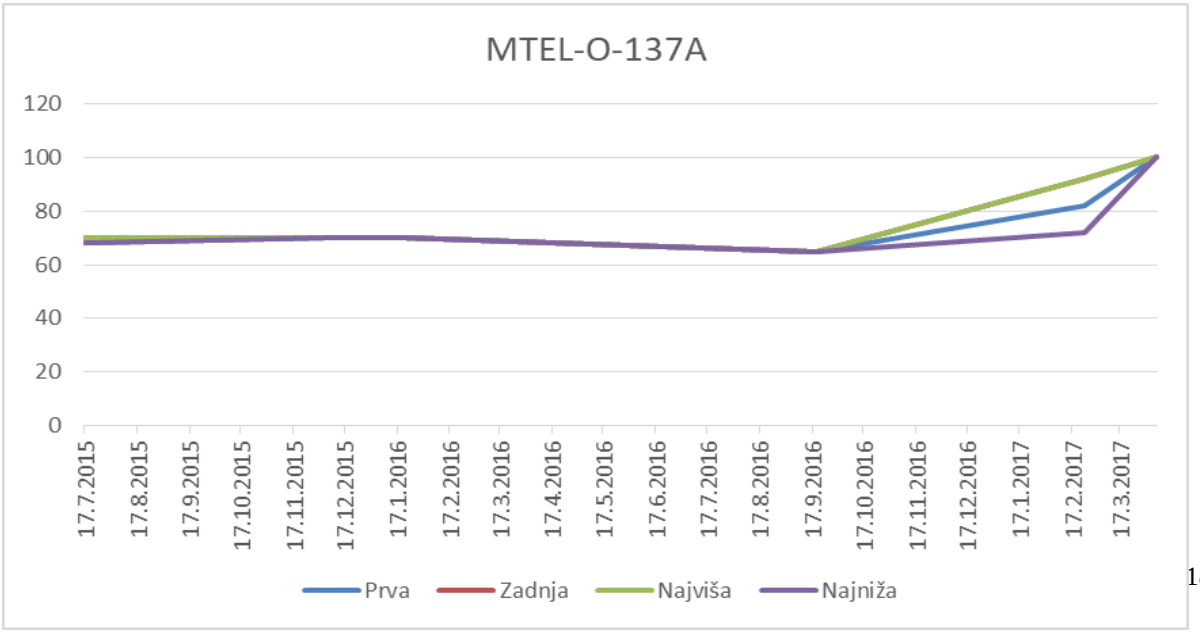


Slika 5. Lanište d.o.o. (LNG-O-31AE)

Izvor: Zagrebačka burza, www.zse.hr [22.05.2017.]

Slika 5 prikazuje kretanje cijene obveznice LNG-O-31AE. Cijena obveznice je stagnirala na istoj razini cijene od 35 eura da bi nakon nekog vremena doživila oštar pad na cijenu od 30 eura.

Metronet d.d. je 17. srpnja 2009. izdao obveznice nominalnog iznosa od EUR 19.800.000 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 12,000% s dospijećem 17. srpnja 2013. Isplata kamate je bila određena polugodišnje u kunama po srednjem tečaju HNB-a na dan dospijeća. Obveznice su bile izdane u denominaciji od EUR 1,00 (Metronet d.d., 2009.).



Grafikon 5. Metronet d.d. (MTEL-O-137A)

Izvor: izrada autorice prema www.zse.hr [19.05.2017.]

Grafikon 4 prikazuje kretanje cijene obveznice MTEL-O-137A od 17.07.2015. do 07.04.2017.

Na apscisi se nalaze datumi kretanja cijene prethodno spomenute obveznice, dok se na ordinati se nalazi njezina cijena. Graf prikazuje prvu, zadnju, najvišu i najnižu cijenu. Zbog istih vrijednosti između te četiri cijene, graf u početku prikazuje samo jednu krivulju da bi se potom u jednom trenutku razine cijena počele razdvajati te postale vidljive zasebne krivulje za prvu, najvišu i najnižu cijenu.

Promjena cijene obveznice nije bilo kroz 2015. godinu, gdje se isti trend nastavio kroz 2016. godinu. Od kraja 2016. godine cijenu obveznice karakterizira trend rasta koji se nastavlja dalje u budućnost.

Neta Capital d.d. je 03. prosinca 2013. izdao obveznice nominalnog iznosa HRK 7.000.000 po step-up kamatnoj stopi od 8,000% za prvih pet godina, nakon toga po 10,000%, dospijeće nije bilo određeno, odnosno vrijeme dospijeća je bilo neodređeno. Isplata kamate je bila određena jednom godišnje. Obveznice su bile izdane u denominaciji od HRK 1,00 (Neta Capital d.d. 2014.). Detaljniji podaci o trgovanju obveznicom nisu dostupni jer spomenutom vrijednosnicom još uvijek nije trgovano na Zagrebačkoj burzi.

Optima Telekom d.d. je 01. veljače 2007. izdao obveznice nominalnog iznosa HRK 250.000.000 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 9,125% s dospijećem 01. veljače 2014. Isplata kamate je bila određena jednom godišnje u jednakim iznosima. Obveznice su bile izdane u denominaciji od HRK 1,00 (Optima Telekom d.d., 2015.). Nakon dospijeća 01. veljače 2014. predstečajnom nagodbom obveznice su promijenile obilježje u dužnički vrijednosni papir s višekratnim dospijećem u nominalnom iznosu od HRK 250.000.000 te promjena kamatne stope sa 9,125% u 5,2500%. Također je isplata kamate bila određena polugodišnje u jednakim iznosima, a ne godišnje kako je bilo u prvoj fazi izdavanja obveznica 2007. (Optima Telekom d.d., 2015.).



Slika 6. Optima Telekom d.d. (OPTE-O-142A)

Izvor: Zagrebačka burza, www.zse.hr [18.02.2017.]

Početna cijena je bila 70,00 kn, dok je najviša cijena 75,00 kn. Najniža cijena je bila 30,00 kn što je pad od više od 50% početne cijene. Zadnja cijena je 70,00 kn što je i označavalo pad od 6,67%. Grafikon 5 prikazuje velike fluktuacije cijene obveznice Optime Telekoma d.d. do formiranja zadnje cijene od 70,00 kn nakon toga trenutno stagnira na toj razini.

Erste & Steiermarkische bank d.d. je 18. srpnja 2011. izdao obveznice nominalnog iznosa EUR 80.000.000 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 6,500% s dospijećem 18. srpnja 2017. Isplata kamate je bila određena jednom godišnje u u kunama po srednjem tečaju HNB-a na dan dospijeća. Obveznice izdane u denominaciji od EUR 1,00 (Erste&Steiermarkische bank d.d., 2011.).

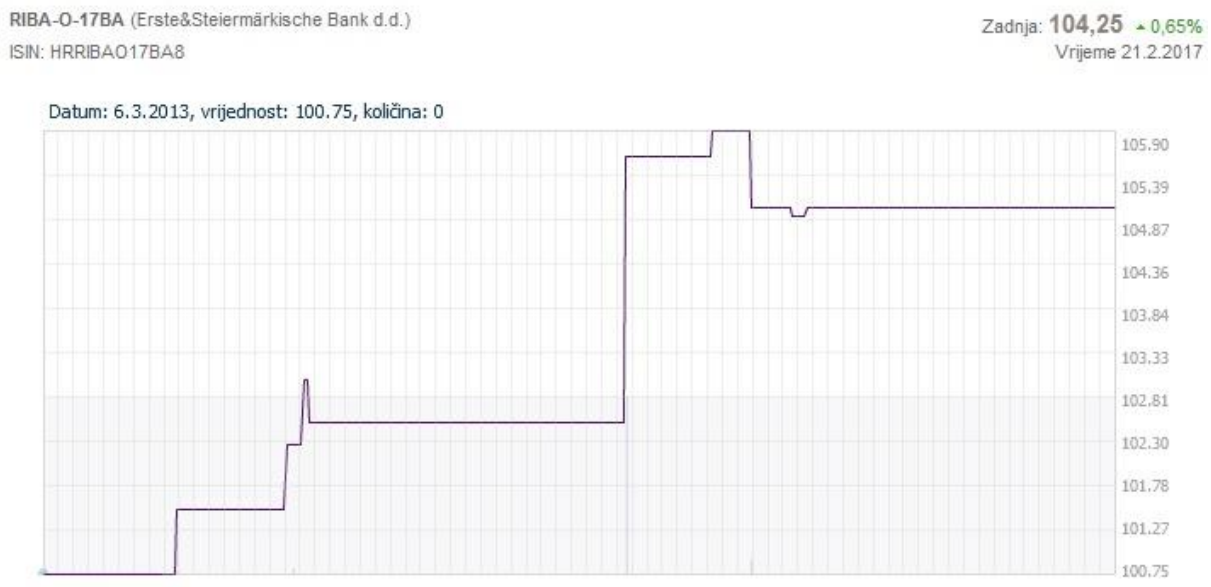


Slika 7. Erste&Steiermärkische Bank d.d. (RIBA-O-177A)

Izvor: Zagrebačka burza, www.zse.hr [18.02.2017.]

Prema slici 6, početna i zaključna cijena obveznice RIBA-O-177A je bila 102,25 kn, dok je najviša cijena bila 104,80 kn. Najniža cijena je bila 102,00 kn, promjena u postotku je bila negativna i iznosi 0,23% . Graf je prikazivao prvo rast, zatim stagnaciju pa onda konstantan pad do razine 102,25 kn na kojoj se dalje zadržava.

Erste & Steiermarkische bank d.d. je 23. studenoga 2012. izdao obveznice nominalnog iznosa HRK 300.000.000 po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi od 5,875% s dospijećem 23. studenog 2017. Isplata kamate je bila određena polugodišnje u jednakim iznosima. Obveznice su bile izdane u denominaciji od HRK 1,00 (Erste & Steiermarkische bank d.d., 2013.). Kretanje cijene obveznice prikazuje slika 7.

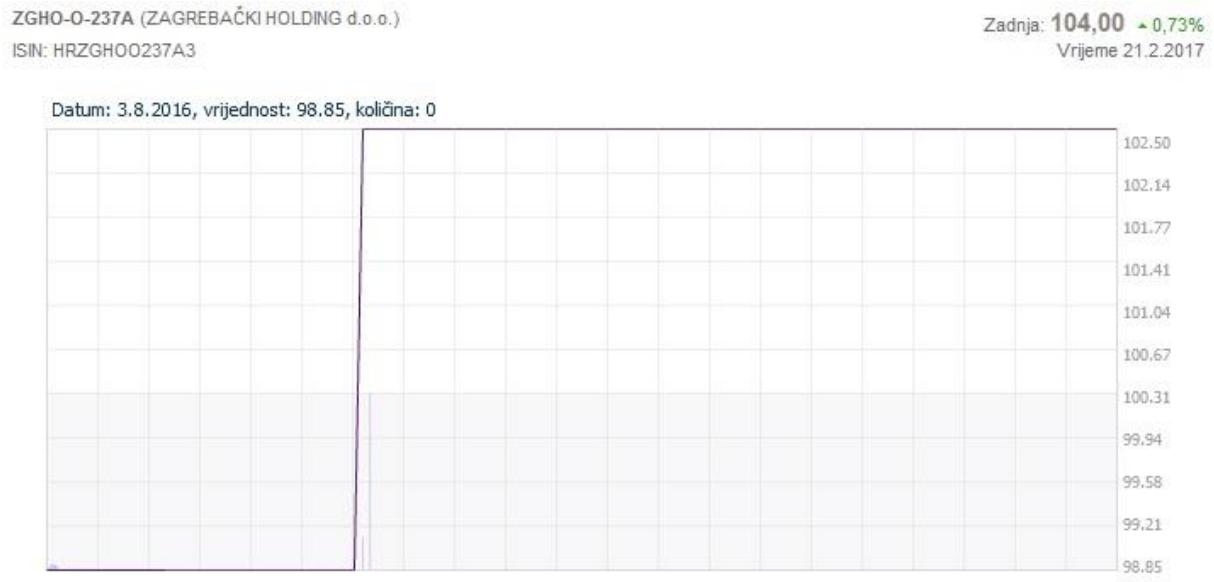


Slika 8. Erste&Steiermärkische Bank d.d. (RIBA-O-177A)

Izvor: Zagrebačka burza, www.zse.hr [19.02.2017.]

Početna i zadnja cijena su bile 105,00 kn. Najviša cijena je bila na razini od 105,90 kn dok je najniža bila 104,90 kn.

Zagrebački Holding d.o.o. je 15. srpnja 2016. izdao obveznice nominalnog iznosa HRK 1.800.000.000. po godišnjoj fiksnoj kamatnoj stopi 3,875%. s dospijećem 15. srpnja 2023. Isplata kamate je bila određena jednom godišnje u jednakim iznosima. Obveznice su izdane u denominaciji od HRK 1,00 (Zagrebački Holding d.o.o., 2016.). Kretanje cijene obveznica vidljivo je na slici 8.



Slika 9. Zagrebački Holding d.o.o. (ZGHO-O-237A)

Izvor: Zagrebačka burza, www.zse.hr [20.02.2017.]

Zadnja i najviša cijena je bila 102,50 kn dok je najniža cijena bila 97,19 kn. Slika 8 prikazuje stagnaciju na nižoj razini cijene pa onda ogroman skok na zadnju cijenu od 102,50 kn, nakon čega cijena ostaje ista.

Pregledom hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica moguće je doći do zaključka kako su obveznice denomirane u istoj numeričkoj vrijednosti (1), ali u različitim valutama (kuna ili euro). Većina vrijednosnica dospijeva u roku 4 g., no uzevši u obzir sve izlistane obveznice prosjek dospijeća je 7 g. (~6,9) uz iznimku obveznice tvrtke Neta Capital Croatia d.o.o. čije je dospijeće neodređeno.

Isplata kuponskih kamatnih stopa vrši se na godišnjoj ili polugodišnjoj razini. Za usporedbu s nekim drugim tržištima, prema Bazdanu (2008.) se u Belgiji i Francuskoj zbog tradicije kamatne stope isplaćuju jednom godišnje, dok se u SAD-u i Velikoj Britaniji isplaćuju dva puta godišnje.

Vrijednost kamatnih stopa kod privatnih poduzeća kreće se u rasponu od minimalno 3,125% do maksimalno zabilježenih 12%, dok se kod državnih se kreće od 3,875% do 6,5%. Razlog viših kamatnih stopa kod privatnih poduzeća nego kod državnih, jest u tome što su privatna poduzeća rizičnija za ulaganje i uvijek postoji pitanje hoće li se te kamate i glavnica isplatiti

vlasniku tog instrumenta kad dođe vrijeme dospijeća obveznice. Prema Cvjetičaninu (2004.) cijena korporacijskih obveznica često zavisi od kvalitete njihovog izdavatelja te ulagači osobitu pozornost poklanjaju ukupnom financijskom i poslovnom stanju izdavatelja. Kod državnih poduzeća je razlika u tome što država uvijek može isplatiti kamate i glavnicu jer ima mogućnost tiskanja dodatnog novca ukoliko se za tim ukaže potreba.

3. ANALIZA PREDNOSTI I NEDOSTATAKA FINANCIRANJA OBVEZNICAMA ZA HRVATSKA PODUZEĆA

3.1. Prednosti financiranja obveznicama

Prednost financiranja korporacijskim obveznicama jest u tome što poduzeća mogu dobiti velike iznose sredstava koja premašuju iznose kredita koje su banke u mogućnosti odobriti. I pri tome uglavnom isplaćuju manje kamate. Tako poduzeća mogu imati tisuće različitih investitora bez posebnih pregovora. Prednost naspram prodaji dionica je što vlasnici obveznica nemaju pravo glasa i samim time poduzeća zadržavaju kontrolu nad poduzećem. Isplaćene kamate na obveznice također se mogu odbiti od poreza za razliku od dividendi na dionice. Također izdavanje obveznica je jeftinije od emisije dionica. Prilikom izdavanja obveznica poslovne banke se najčešće pojavljuju u ulozi aranžera. Osim u ulozi aranžera, banke se mogu pojaviti i kao pokrovitelji izdanja korporativnih obveznica (engl. underwriter). U tom slučaju poduzeće će, neovisno o interesu i prodaji svojih obveznica na primarnom tržištu, dobiti od banke novac koji planira prikupiti emisijom. To ujedno znači da sama banka snosi rizik prodaje i preprodaje obveznica (Jugović et al., 2009.).

S aspekta izdavatelja sljedeće su dodatne prednosti[4]:

- Sukladno potrebama izdavatelja je prilagođen iznos izdanja, način otplate glavnice, ročnost i dinamika financiranja
- Strukturiranje takve obveznice (spajanje ponude i potražnje) koja će najbolje odgovarati potrebama izdavatelju s jedne strane i potrebama ulagatelja s druge strane.
- Konkurencija tradicionalnim kreditnim linijama što se tiče troškova financiranja
- Smanjenje izloženosti prema pojedinoj poslovnoj banci
- U trenutku povoljne situacije na tržištu kapitala dolazi do fiksiranja kamatne stope
- Širenje baze ulaganja i diverzifikacija izvora financiranja (mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, fizičke osobe, brokerske kuće, investicijski fondovi, banke koje nisu poslovne banke izdavatelja)
- Izlaskom na tržište kapitala izdavatelj potvrđuje snagu, financijsku stabilnost i transparentnost

[4]Vidite: https://www.pbz.hr/hr/tvrtke/trzista-kapitala#app-left-tab2 [23.05.2017.]

- Medijska prednost u odnosu na klasično financiranje direktnim kreditnim linijama, jer mediji izvrsno prate izdanja dosadašnjih državnih, municipalnih i korporativnih obveznica.

Iako su zbog svojih svojstava korporacijske obveznice konzervativniji instrument od dionica i njihove cijene ne karakteriziraju dramatične fluktuacije, Cvjetičanin (2004.) smatra kako će se obveznice kao instrument sve više koristiti i da će njihov značaj u odnosu na dionice rasti zbog veće propocionalnosti upotrebe duga (Debt) za financiranje projekata u odnosu na dionički kapital (Equity).

3.2. Nedostatci financiranja obveznicama

Svi izdavatelji imaju slične nedostatke koje se vežu uz termine inflacije, promjene tržišne kamatne stope, promjene tržišne cijene, likvidnost vrijednosnog papira i nerazvijenost tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj (Miloš, 2004.). Financiranjem obveznicama se često sporije dođe do potrebnih sredstava naspram bankovnog kreditima. Također poduzećima se u razdoblju inflacije ne isplati emitirati obveznice jer ulagači nemaju razloga ulagati u njih. Izrazito je teško predvidjeti takvu situaciju, jer su obveznice dugoročnog karaktera.

Obveznice uglavnom imaju fiksnu kamatnu stopu, pa su one izložene padu cijene kao rezultat promjene tržišnih kamatnih stopa. Odnos je suprotnog karaktera, kako se mijenjaju tržišne kamatne stope tako se i mijenja cijena obveznica, što znači da kad tržišna kamatna stopa raste, cijena obveznice pada i obrnuto (Zagrebački Holding d.o.o., 2016.).

Veliki broj unutarnjih i vanjskih čimbenika utječe na tržišnu cijenu obveznica, kao npr. kapitalna struktura, promjena tržišnih kamatnih stopa, rezultat poslovanja izdavatelja, politika HNB-a, cjelokupna kretanja u gospodarstvu. Jednostavno nema jamstva da događaji u Republici Hrvatskoj ili drugdje neće uzrokovati nestabilnost tržišta, te da neće utjecati negativno na cijenu obveznica.

Iako se obveznice uvrštavaju na službeno tržište Zagrebačke burze, postoji mogućnost da se neće razviti aktivno sekundarno tržište, koje onda traje do dospijeća obveznica. Iz prospekta Zagrebačkog holdinga d.o.o. (2016.) takva situacija ima negativan utjecaj na cijenu

obveznice, posebno na likvidnost obveznice. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj ima karakteristike malog tržišta s niskom likvidnošću što se očituje kroz mali broj likvidnih financijskih instrumenata, ograničen broj sudionika, mali broj institucionalnih ulagatelja, visok utjecaj nekolicine institucionalnih ulagatelja na cijene i volumen trgovanja, nedovoljnu likvidnost sekundarnog tržišta. To sve utječe na tržišnu cijenu i likvidnost obveznice.

Najznačajni rizici na koje izdavatelj mora obratiti pozornost[5]:

- Tečajni rizik – rizik pada/porasta vrijednosti obveza na temelju izdanog financijskog instrumenta u stranoj valuti izraženog u domaćoj valuti
- Rizik promjene kamatnih stopa – rizik rasta ili pada kamatnih stopa/kamatnih prinosa u odnosu na kamatnu stopu/prinos koju izdavatelj plaća na izdane financijske instrumente (trošak financiranja)
- Reputacijski rizik – rizik nepovoljnog utjecaja pojedine situacije ili događaja na ugled poduzeća kao npr: nemogućnost isplate kamate i glavnice financijskog instrumenta, nepoštivanje regulatornih obveza u svezi s izvješćivanjem javnosti i dioničara)

[5] Vidite: https://www.pbz.hr/hr/tvrtke/trzista-kapitala#app-left-tab2 [23.05.2017.]

4. ANALIZA PREDNOSTI I NEDOSTATAKA ZA ULAGANJE U KORPORACIJSKE OBVEZNICE HRVATSKIH PODUZEĆA

4.1. Prednosti ulaganja u korporacijske obveznice

Obveznice su sigurniji izbor za investitore i dobar izbor investitore koji nisu skloni špekulacijama na tržištu dionica i koji u osnovi žele zaštititi svoj kapital (Cvjetičanin, 1994.). Zbog svoje stabilnosti, obveznice se mogu smatrati oblikom štednje i tada su njihovi vlasnici u povoljnijoj situaciji u odnosu na štediše u bankama zbog prosječno većih prinosa obveznice (Kennon, 2016.). Korporacijske obveznice se smatraju dužničkim instrumentima, a kao takve, u slučaju raspodjele poduzeća, svojim vlasnicima pružaju prvenstvo isplate u odnosu na vlasnike dionica poduzeća[6]. Također, kao instrument koji nosi fiksan prihod i ima definiran rok dospijeća, prinos obveznica nije u velikoj mjeri determiniran tržišnim zbivanjima što znači odsutnost oscilacije u prinosu osim u slučaju financijskih poteškoća poduzeća (Gulin, 2017.). Prema prethodno navedenom autoru, u slučaju negativnih financijskih tijekova poduzeća i nemogućnosti isplate sredstava investitorima, imatelji obveznica imaju mogućnost preuzimanja kontrole nad tvrtkom i mogu izvršiti pripajanje takvog poduzeća.

Sa stajališta zakonodavnog okvira može se konstatirati da su usvojeni svi glavni zakonski okviri koji reguliraju financijsko tržište - od organiziranoga tržišta do neformalnoga tržišta, uz veoma dobru pokrivenost u sustavu namire i prebijanja potraživanja jednako kao i uspostava Komisije za vrijednosne papire (Dragić i Lamza, 2004.). Uza silne porezne namete koja ograničavaju javnost i poslovanje poduzeća, zakonski okvir pruža prednost ulaganju u obveznice jer se prihod od obveznica ne oporezuje. Prema istim autorima, pojedine tvrtke nude dodatnu opciju konverzije obveznica u dionice što dodatno pospješuje profitabilnost investiranja u dužničke instrumente.

4.2. Nedostaci ulaganja u korporacijske obveznice

Ulaganje u korporacijske obveznice nije bez svojih rizika (Bogdan, 2015.):

- Rizik kamatne stope – mogućnost ostvarenja kapitalnog gubitka uslijed promjena kamatnih stopa
- Tržišni rizik – cjelokupno tržište se umanjuje

[6] Vidite: http://www.investopedia.com/articles/00/111500.asp [21.02.2017.]

- Valutni rizik – mogućnost ostvarivanja gubitaka u slučaju promjene deviznog tečaja
- Rizik likvidnosti – težina pretvaranja obveznica u novac bez utjecaja na njenu cijenu
- Kreditni rizik – izdavač ne može ispuniti obveze u skladu sa dogovorenim uvjetima
- Rizik opoziva – ukoliko dođe do pada kamatnih stopa, izdavač se može odlučiti opozvati obveznice te ih ponovo plasirati na tržište ali po nižoj kamatnoj stopi
- Rizik poslovanja – nesigurnost ostvarenja određene visine prihoda i rashoda
- Rizik volatilnosti cijena – fluktuacije cijena u određenom vremenu
- Politički rizik – političke nestabilnosti u zemlji
- Inflatorni rizik – rast stope inflacije

U slučaju rasta inflacije u gospodarstvu, ona mijenja kupovnu moć valute u kojoj je obveznica denomirana, što znači da mijenja njenu realnu vrijednost. Nadalje, ona utječe na pad realnog prinosa od ulaganja u obveznice. Realni prinos će biti negativan ako je stopa inflacije veća od nominalnog prinosa od ulaganja u obveznice (Zagrebački Holding d.o.o, 2016.).

Može se pojaviti i problem ako je u pripremi nova emisija vrijednosnica, a prijašnja se još uvijek nalazi u vlasništvu članova. Tako negativno utječu na tržište i dovode nove emisije vrijednosnica u opasnost. To se izbjegava ograničavanjem prodaje ispod emisijske cijene u razdoblju na primjer 6 ili 12 mjeseci nakon dana zatvaranja emisije. Za prekršaj takve odredbe emitent može zaračunati penale (Sumpor, 1999.).

Ograničavajuća odredba bi mogla poslužiti kao primjer moralnog hazarda. Sredstva prikupljena emisijom obveznica, menadžeri možda neće htjeti iskoristiti onako kako bi to vlasnici obveznica željeli. Oni se moraju onda uključiti u pravila i ograničenja za menadžere kako bi se zaštitili interesi vlasnika obveznice. Ta pravila i ograničenja se zovu ograničavajućim odredbama i one uglavnom ograničavaju iznos dividendi, sposobnost da poduzeće izda novi dug, kao i uključenost poduzeća u spajanje. Što se više ograničenja stavi pred menadžment, kamatna stopa će biti niža (Mishkin i Eakins, 2005.).

Odredba o opozivu daje mogućnost izdavatelju da otkupi obveznice od vlasnika, uz uvjet da je prošao vremenski period od kada je obveznica inicijalno izdana do vremena kada se je može opozvati. U slučaju da padnu kamatne stope, cijena obveznice će porasti. Nastavak pada kamatne stope će dovesti do situacije kada će cijena obveznice skočiti iznad cijene opoziva,

pa će poduzeće opozvati obveznicu. Nedostatak je u tome što Odredbe o opozivu ograničavaju iznos koji vlasnici obveznica mogu zaraditi od aprecijacije cijene obveznica (Mishkin i Eakins, 2005.). Također, vlasnici obveznica nemaju glasačka prava kao i vlasnici dionica, stoga je upitan njihov utjecaj na poslovanje poduzeća čiju vrijednosnicu posjeduju (Gulin, 2017.).

5. ZAKLJUČAK

Poduzeća u Republici Hrvatskoj svoje poslovanje uglavnom financiraju bankovnim kreditima, i uvelike zanemaruju druge mogućnosti financiranja. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj je još suviše malog opsega trgovanja, tek mali broj poduzeća ima izlistane vrijednosnice. Također analizom poduzeća se vidi još veći problem, a to je slabo trgovanje obveznicama nakon što se izlistaju na Zagrebačkoj burzi. Kada pogledamo grafove trgovanja obveznicama, preciznije nedostatak istih, primjećuje se da se većinom obveznica nije trgovalo ili zanemarivo malo. Samo Optima telekom d.d. i Erste & Steiermärkische Bank d.d. posjeduju obveznice kojima se redovito trgovalo. Iz analize poduzeća prije nego što su izdali obveznice vidimo da se neka poduzeća trgovala negativno, druga pozitivno, dakle nemaju zajednički faktor iz tog pogleda. Također razlozi izdavanja obveznica su bili različiti počevši od podmirivanja dugova do širenja poduzeća. Moguća poveznica između poduzeća emitenata obveznica je tek činjenica kako su većinski dioničari tih poduzeća bile banke.

Glavni nedostatak financiranja obveznicama u Republici Hrvatskoj je naravno slabo i nerazvijen tržište, ali vidimo napredak u tom pogledu s obzirom da je gotovo pola izlistanih obveznica uvršteno u protekle dvije godine. Čak i ako se taj trend nastavi problem nije riješen, jer je veći problem sekundarno tržište koje je skoro nepostojeće. Jedan od značajnih napredaka Zagrebačke burze je bila akvizicija Ljubljanske burze krajem prošle godine tako da razloga za optimizam ne nedostaje.

SAŽETAK

Završni rad proučava domaće tržište kapitala i poduzeća koja su plasirala korporacijske obveznice te prednosti i nedostatke takvim načinom financiranja za izdavatelja na jednoj stranu i investitora na drugoj strani. Mnoga poduzeća financiraju svoje poslovanje putem kredita ali postoje i razni drugi načini za pribavljanje novčanih sredstava. Jedno od načina je plasiranje obveznica. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj odnosno Zagrebačka burza je još uvijek malog i uskog obujma poslovanja ako se usporedi sa najvećim svjetskim burzama, ali se obujam poslovanja svake godine povećava tako da se očekuje još veći rast i daljnji razvitak tržišta kapitala. Također se očekuje i veći broj poduzeća koji će plasirati obveznice kao načina pribavljanja sredstava za financiranje svojeg poslovanja.

Ključne riječi: Zagrebačka burza, korporacijske obveznice, poslovanje

SUMMARY

This thesis examines the home equity market and companies that have pledged corporate bonds and the advantages and disadvantages with such a way of funding for issuer on one side and investors on other side. Many companies finance their business through loans but there are other ways to secure funds. One way is placement of bonds. Capital market in Republic of Croatia respectively Zagrebačka burza is still small and narrow bussiness volume if you compare it with the world`s largest stock exchanges, but the volume of business is increasing every year so it is expected even greater growth and further development of Capital market. It is also expected and a large number of companies who will place bonds as a way of obtaining funds for financing their business.

Keywords: Zagrebačka burza, corporative bonds, management

6. LITERATURA

1. Atlantic grupa d.d. (2017.): Atlantic Grupa d.d. PROSPEKT IZDANJA JAVNOM PONUDOM I UVRŠTENJA OBVEZNICA [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/ATGR-O-216AProspekt-1762016102132.pdf , [22.04.2017.]
2. Bogdan, S. (2015.): Financijski aspekti ulaganja u vrijednosnice na hrvatskom tržištu kapitala, Vlastita naklada, Opatija.
3. Cvjetičanin, M. (1994.): Kako čitati burzovna izvješća, Infoinvest, Zagreb.
4. Dalekovod d.d. (2017.): DALEKOVOD d.d. Prospekt uvrštenja obveznica oznake DLKV-O-302A [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/DLKV-O-302AProspekt-3012015124421.pdf , [22.04.2017.]
5. DALEKOVOD d.d. (2017.): DALEKOVOD d.d. Prospekt uvrštenja obveznica oznake DLKV-O-302E [Internet] raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/DLKV-O-302EProspectus-3012015123923.pdf , [22.04.2017.]
6. Dragić, K., Lamza, D. (2004.): Determinante dizajniranja domaćega tržišta državnih vrijednosnica, Hrvatsko društvo ekonomista, Zagreb.
7. Erste & Steiermarkische Bank d.d. (2017.) : ERSTE & STEIERMÄRKISCHE BANK D.D Prospekt uvrštenja obveznica [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/RIBA-O-17BAProspekt-122013105316.pdf , [22.04.2017.]
8. Gulin, D. (2017.): Računovodstveno praćenje obveznica društava za osiguranje [Internet], raspoloživo na: http://ef.sve-mo.ba/sites/default/files/nastavni-materijali/Emisija%20i%20ulaganje%20u%20obveznice_0.pdf [27.02.2017.]
9. Hrvatska elektroprivreda d.d. (2017.): Hrvatska elektroprivreda d.d. PROSPEKT [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/HEP-O-17CAProspekt-28122007152059.pdf, [22.04.2017..]
10. Hospitalija trgovina d.o.o. (2017.): HOSPITALIJA TRGOVINA D.O.O. SAŽETAK PROSPEKTA UVRŠTENJA [Internet], raspoloživo na:

http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/HOTR-O-173AProspekt-422011150547.pdf , [22.04.2017.]

11. Hrvatska Pošta d.d. (2017.): HP – HRVATSKA POŠTA D.D. PROSPEKT UVRŠTENJA OBVEZNICA [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/HP-O-19BAProspekt-1622015152845.pdf, [22.04.2017.]
12. Institut IGH d.d. (2017.): INSTITUT IGH PROSPEKT [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/IGH-O-176AProspekt-2272013161535.pdf , [22.04.2017.]
13. Jadran- Galenski Laboratorij d.d. (2017.): JADRAN – GALENSKI LABORATORIJ d.d. PROSPEKT UVRŠTENJA [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/JDGL-O-20CAProspekt-2332016105711.pdf , [22.04.2017.]
14. Jadrolinija (2017.): Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta Prospekt uvrštenja obveznica [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/JRLN-O-17AAProspekt-2222013120638.pdf, [22.04.2017.]
15. Javorčić, N. (2016.): Analiza korporacijskih obveznica na Zagrebačkoj burzi [Internet], raspoloživo na: https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A213/datastream/PDF/view [10.01.2017.]
16. Jugović, A., Debelić, B., Lončar, S. (2009.): Izdavanje obveznica kao instrumenta pribavljanja financijskih sredstava za potrebe razvoja i unapređenja poduzeća [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/45456 [18.02.2017.]
17. Kennon, J. (2016.): Investing in Bonds versus Bond Funds [Internet], raspoloživo na: https://www.thebalance.com/investing-in-bonds-versus-bond-funds-357380 [1.3.2017.]
18. London Stock Exchange: http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/markets.htm [Internet] [14.02.2017.]
19. Metronet telekomunikacije d.d. (2017.): Metronet telekomunikacije d.d. Prospekt uvrštenja [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/MTEL-O-137AProspekt-22102009151453.pdf , [22.04.2017.]

20. Miloš, D. (2004.): Perspektive razvoja hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica, Financijska teorija i praksa, Ekonomski fakultet, Zagreb
21. Miloš Sprčić, D. (2016.): Osnove financiranja poduzeća [Internet], raspoloživo na: http://web.efzg.hr/dok/EPO/finanaliza/ofp-materijali/OFP-4.OBVEZNICE.pdf [10.01.2017.]
22. Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2005.): Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb
23. Neta Capital Croatia d.d. (2017.) : NETA CAPITAL CROATIA d.d. [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/NFDA-O-AA0AProspekt-312201494113.pdf , [22.04.2017.]
24. New York Stock Exchange: http://www.nyxdata.com/nysedata/asp/factbook/viewer_edition.asp?mode=tables&key=333&category=5 [Internet] [14.02.2017]
25. Optima Telekom d.d. (2017.): PROSPEKT UVRŠTENJA OT - Optima Telekom d.d. [Internet] , raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/OPTE-O-142AProspekt-1412008123747.pdf , [22.04.2017.]
26. Orsag, S., Dedi, L. (2014.): Tržište kapitala, Alka Script, Zagreb
27. Pojatina, D. (2000.): Tržište kapitala, Ekonomski fakultet, Split
28. Sumpor, M. (1999.): Utjecaj državnih vrijednosnica na financijsko tržište, Ekonomski fakultet, Zagreb.
29. Tokyo Stock Exchange: http://www.jpx.co.jp/english/markets/equities/summary/ [Internet] [14.02.2017.]
30. Videc, J. (2015.): Značaj i uloga burze i burzovnog poslovanja za financijski sustav zemlje [Internet], raspoloživo na: https://repozitorij.unin.hr/islandora/object/unin%3A144/datastream/PDF/view [10.01.2017.]
31. Zagrebački Holding d.o.o. (2017.): ZAGREBAČKI HOLDING d.o.o. INFORMACIJSKI MEMORANDUM [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/ZGHO-O-237AProspekt-1572016151937.pdf , [22.04.2017.]
32. www.investopedia.com/articles/00/111500.asp
33. www.zse.hr
34. www.pbz.hr/hr/tvrtke/trzista-kapitala#app-left-tab2 [23.05.2017.]

7. POPIS TABLICA

Tablica 1. Usporedba tržišne kapitalizacije NYSE, LSE, TSE i ZSE 4
Tablica 2. Podjela poduzeća prema strukturi, vlasničkim pravima i industriji 8
Tablica 3. Pregled izlistanih korporacijskih obveznica na Zagrebačkoj burzi 10

8. POPIS GRAFOVA

Grafikon 1. Atlantic grupa d.d. (ATGR-O-216A) 11
Grafikon 2. Hrvatska Elektroprivreda d.d. (HEP-O-17CA)..... 14
Grafikon 3. Hrvatska pošta d.d. (HP-O-19BA)..... 15
Grafikon 4. Jadrolinija d.d. (JRLN-O-17AA)..... 17
Grafikon 5. Metronet d.d. (MTEL-O-137A)..... 19

9. POPIS SLIKA

Slika 1. Dalekovod d.d. (DLKV-O-302A) 12
Slika 2. Dalekovod d.d. (DLKV-O-302E) 13
Slika 3. Hospitalija trgovina d.o.o. za trgovinu i usluge (HOTR-O173A) 14
Slika 4. Jadran- Galenski Laboratorij d.d. (JDGL-0-20CA) 16
Slika 5. Lanište d.o.o. (LNG-O-31AE) 18
Slika 6. Optima Telekom d.d. (OPTE-O-142A) 20
Slika 7. Erste&Steiermärkische Bank d.d. (RIBA-O-177A) 21
Slika 8. Erste&Steiermärkische Bank d.d. (RIBA-O-177A) 22
Slika 9. Zagrebački Holding d.o.o. (ZGHO-O-237A) 23