UTJECAJ KRIZE U AGROKORU NA STANJE TRŽIŠTA KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Puljić, Martina

Undergraduate thesis / Završni rad

2018

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:124:755283

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

UTJECAJ KRIZE U AGROKORU NA STANJE TRŽIŠTA KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Mentor:

Prof.dr.sc Željko Garača

Student:

Martina Puljić

Split, rujan 2018.

SADRŽAJ

1. UVOD 1
1.1. Predmet istraživanja 1
1.2. Cilj rada 1
1.3. Metode rada 1
1.4. Struktura rada 1
2. ULOGA FINANCIJSKIH TRŽIŠTA 2
3. PODJELE FINANCIJSKIH TRŽIŠTA 3
3.1. Tržište novca 5
3.2. Tržište kapitala 5
3.3. Vrijednosnice tržišta kapitala 7
3.3.1. Obveznice 7
3.3.2. Financijske garancije za obveznice 8
3.3.3. Dionice 8
3.4. Organizirane burze vrijednosnih papira 10
4. TRŽIŠTE KAPITALA U HRVATSKOJ 12
4.1. Zagrebačka burza 12
4.2. Dionice na Zagrebačkoj burzi 13
5. AGROKOR KONCERN 15
5.1. Općenito o Agrokoru 15
5.2. Počeci Agrokora 16
5.3. Regionalna ekspanzija 17
5.4. Ekonomska kriza 2008. i financijski problemi koncerna 18
5.5. Političke i ekonomske posljedice krize Agrokora 19
5.6. Revidirana bilanca i budućnost Agrokora 20
6. UTJECAJ KRIZE NA TRŽIŠTE KAPITALA U HRVATSKOJ 22
6.1. Kretanje Crobex-a na Zagrebačkoj burzi 22
6.2. Kretanja vrijednosti dionica Agrokora 2017. godine 24
7. ZAKLJUČAK 25
LITERATURA 26

1. UVOD

1.1. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja završnog rada je kriza u Agrokor koncernu, koja je započela početkom 2017. godine. Prvi dio završnog rada obuhvaća općenite podatke o financijskom tržištu, tržištu novca i tržištu kapitala, kretanje obveznica i dionica, te stanje na Zagrebačkoj burzi prije krize koja je nastala u Agrokoru. Drugi dio završnog rada obuhvaća podatke o koncernu Agrokor, te političke i ekonomske posljedice koje je izazvala kriza.

1.2. Cilj rada

Cilj istraživanja je utvrđivanje poznatih činjenica iz literature, analizom primarnog i sekundarnog istraživanja, tj. teoretskog znanja i praktičnih pravila na području ekonomske i drugih znanosti, koje su posljedice krize Agrokor koncerna ,te kako je utjecala na tržište kapitala u Republici Hrvatskoj. Teoretska znanja i činjenice poslužiti će za daljnju provedbu istraživanja i pronalaženje ključnih čimbenika utjecaja krize.

1.3. Metode rada

Završni rad je pisan metodom deskripcije i analize, za tijek istraživanja koristit će se ponajviše statističke metode, metoda prikupljanja podataka, metoda mišljenja, te metoda grafičkog prikaza (slikom, tabelarno, dijagram).

1.4. Struktura rada

Struktura rada se sastoji od dva dijela. Prvi dio obuhvaća ulogu i podjelu financijskih tržišta, te stanje na burzi, a drugi dio obuhvaća općenito o koncernu Agrokor, pojedinosti o krizi koja je zadesila te posljedice krize na tržište kapitala u Hrvatskoj.

2. ULOGA FINANCIJSKIH TRŽIŠTA

Izuzetno je važna uloga financijskih tržišta u smislu premještanja sredstava od onih koji kojih raspolažu novčanim viškom do onih kojima oni nedostaju, a potrebna su im za produktivna ulaganja odnosno poduzetničke projekte. Upravo u tome se krije doprinos financijskih tržišta većoj proizvodnji kao i efikasnosti u cjelokupnom gospodarstvu. Osim ulaganja u poduzetnički projekt, postojanje financijskih tržišta je korisno i kada netko posuđuje sredstva zbog postizanja nekog cilja, a koji nije uvijek nužno povezan sa ulaganjima u projekt. Primjerice kupnja nekretnine uz posuđeni novac uz plaćanje kamate. Za zaključiti je da osim što financijska tržišta doprinose većoj proizvodnosti cjelokupnog gospodarstva, doprinose i većem blagostanju potrošača, jer im omogućuju lakše planiranje kupnji, a čime se preskače faza štednje. Dakle, financijska tržišta povećavaju ekonomsko blagostanje društva u cjelini.

3. PODJELE FINANCIJSKIH TRŽIŠTA

Financijska tržišta moguće je podijeliti na više načina. Jedna od mogućih podjela je na:

- tržišta dužničkih instrumenata,
- tržišta vlasničkih instrumenata.

Najčešće se izdaju dužnički instrumenti, a koji predstavljaju ugovornu obvezu dužnika da će imatelju instrumenta isplaćivati fiksni novčani iznos u redovitim vremenskim intervalima (isplata kamate i glavnice) sve do unaprijed određenog datuma (datum dospijeća) kada se obavlja završna isplata. Dospijeće dužničkog instrumenta je vrijeme do dana isteka instrumenta. Kratkoročni dužnički instrumenti su oni s rokom dospijeća do godine dana, srednjoročni s rokom dospijeća od jedne do deset godina, dok dugoročni instrumenti imaju rok dospijeća duži od deset godina. Osim navedenih dužničkih instrumenata, postoje i prikupljanja sredstava kroz emitiranje vlasničkih udjela putem običnih dionica, a što predstavlja potraživanja prema udjelu u neto dobiti (dobit nakon podmirenja troškova i poreza) i neto imovini poduzeća. Instrumenti vlasničkog kapitala svojim vlasnicima osiguravaju isplate (dividende) i smatraju se dugoročnim vrijednosnim papirima, jer nemaju rok dospijeća. Kao nedostatak vlasničkog udjela umjesto tvrtkinog duga je u tome što je imatelj vlasničkog udjela rezidualni vjerovnik, a što znači da poduzeće mora najprije isplatiti sve imatelje duga pa tek onda imatelje vlasničkih udjela. Naravno, imatelji vlasničkih udjela uživaju izravnu korist od povećanja profitabilnosti ili vrijednosti imovine poduzeća, jer se na temelju udjela određuju i vlasnička prava imatelja vlasničkog kapitala.

Slijedeća podjela financijskih tržišta je na:

- primarna tržišta,
- sekundarna tržišta.

Pod primarnim tržištima se podrazumijeva financijsko tržište na kojem poduzeća ili državne jedinice, koje posjeduju sredstva od prvih kupaca, prodaju nove emisije vrijednosnica (obveznica i dionica), dok sekundarno tržište je ono na kojem se prethodno izdani vrijednosni papiri mogu preprodati. Glede primarnih tržišta, važno je napomenuti kako ona i nisu dovoljno poznata upravo stoga što se prva prodaja vrijednosnih papira najčešće odvija iza "zatvorenih vrata", a u tome obično pomaže investicijska banka upisom izdanja vrijednosnih papira, a čime jamči cijenu izdanja vrijednosnih papira koje nakon toga pokušava prodati širokoj investicijskoj javnosti. Najpoznatiji primjeri sekundarnih tržišta su Njujorška i Američka burza, a u Hrvatskoj je to Zagrebačka burza. Na navedenim tržištima se trguje s prethodno izdanim dionicama. Na

Američkoj i Njujorškoj burzi, na kojima se trguje prethodno izdanim obveznicama korporacija i američke vlade ostvaruje se veći obujam trgovanja od same trgovine dionicama. Osim sekundarnih tržišta dionicama i obveznicama, bitno je spomenuti i tržišta deviza, ročnica i opcija. Ključne uloge imaju brokeri i dileri. Brokeri djeluju u ime i za račun ulagača, dok dileri prodaju u svoje ime i za svoj račun po unaprijed određenim cijenama. Kod prodaje vrijednosnih papira, poduzeće čije vrijednosnice su prodane samo dobiva novac od prve prodaje (primarno tržište), dok na sekundarnom tržištu ono ne dolazni do nikakvih novčanih sredstava. Važne funkcije sekundarnog tržišta očituju se u tome što olakšavaju prodaju financijskih instrumenata radi dolaženja do novca, te određuju cijenu vrijednosnice koju je poduzeće izdalo na primarnom tržištu. Oni koji kupuju vrijednosne papire na primarnom tržištu izdavatelju neće platiti veću cijenu od one za koju misle da će je postići na sekundarnom tržištu. Što je veća cijena na sekundarnom tržištu, to će biti veća cijena koju će poduzeće postići pri novoj emisiji vrijednosnica na primarnom tržištu i samim time će biti veći iznos kapitala koje će poduzeće prikupiti. Upravo zato su kretanja na sekundarnom tržištu najvažniji uvjet za poduzeća koja izdaju vrijednosne papire. Nadalje, slijedi podjela financijskih tržišta na:

- burze,
- izvanburzovna tržišta.

Sekundarna tržišta se mogu organizirati kao burze gdje se kupci i prodavatelji susreću na jednom mjestu radi obavljanja trgovine npr. Njujorška i Američka burza dionica i Chicago Bord of Trade (burza roba pšenica, kukuruza, srebra i dr.). Osim burza, postoji i neuređeno ili izvanburzovno OTC tržište na kojem su dileri smješteni na različitim lokacijama, drže zalihu vrijednosnih papira. U tom smislu, dileri su te vrijednosne papire voljni kupovati ili ih prodavati bilo kome tko prihvati njihove cijene. Velikim brojem običnih dionica se trguje na neuređenim tržištima, iako najveće kompanije imaju svoje dionice uvrštene na organiziranim burzama poput Njujorške. Tržište državnih obveznica vlade SAD-a je većim opsegom trgovanja nego na Njujorškoj burzi, organizirano je kao OTC tržište. Na OTC tržištima trguje se i drugima vrstama financijskih instrumenata kao što su depozitni certifikati, federalna sredstva, bankovni akcepti i devize. Također, financijska tržišta se mogu podijeliti i na:

- tržišta novca,
- tržišta kapitala.

Ova podjela financijskih instrumenata učinjena je prema ročnosti vrijednosnih papira. Na tržištu novca se trguje samo kratkoročnim dužničkim instrumentima čiji su rokovi dospijeća kraći od jedne godine, dok se na tržištu kapitala trguje dugoročnim instrumentima s rokom

dospijeća od godinu dana i duže kao i instrumentima vlasničkih udjela (mjesto na kojem se kupuje i prodaje kapital). Instrumentima tržišta novca trguje se više nego dugoročnim vrijednosnicama pa su ti instrumenti likvidniji. Također, kratkoročne vrijednosnice bilježe manje padove cijena od dugoročnih te su samim time sigurnije za ulaganje. Upravo stoga banke i poduzeća aktivno koriste instrumente novčanog rizika kako bi ostvarili kamatni prihod na privremene viškove novčanih sredstava. Vrijednosnice se vrlo često nalaze u vlasništvu financijskih posrednika (osiguravajuća društva, mirovinski fondovi), a za koje je karakterističan nizak stupanj neizvjesnosti u pogledu iznosa sredstava koji će im u budućnosti morati stajati na raspolaganju.

3.1. Tržište novca

Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d. je osnovano 1990. godine u skladu sa Zakonom o tržištu novca i predstavlja uređeno mjesto javnog trgovanja sudionika novčanog tržišta. Osnovna mu je djelatnost organizirano povezivanje ponude i potražnje instrumenata novčanog tržišta: novca (kuna i deviza), kratkoročnih vrijednosnih papira, dugoročnih vrijednosnih papira u posljednjoj godini dospijeća te ostalih instrumenata novčanog tržišta. Djelatnost Tržišta novca regulirana je Zakonom, Statutom i pravilnicima, a nadzor nad radom Tržišta ima Hrvatska narodna banka. Sudionici Tržišta novca mogu biti banke i ostale financijske institucije (stambene štedionice, osiguravajuća društva, društva za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, fondovi i ostali), Hrvatska narodna banka i Ministarstvo financija. Od 2004. godine je Tržište novca uvelo Sustav elektroničkog trgovanja (SETT) koji omogućuje svim trgovanje elektroničkim putem u realnom vremenu. Osim toga, Sustav omogućuje svim sudionicima trenutačnu informaciju o kretanjima na Tržištu novca, ponudi, potražnji i sklopljenim transakcijama. Transakcije kratkoročnim vrijednosnim papirima sklopljene u Sustavu SETT automatski se prenose u Sustav Središnje depozitarne agencije. Osim navedenog, Tržište novca je organiziralo i vodi projekt transparentnosti te prati pokazatelje o njihovoj dnevnoj likvidnosti i poslovanju po razdobljima.

3.2. Tržište kapitala

Za razliku od tržišta novca na kojima se skladište sredstva tijekom kratkih razdoblja sve dok se ne pojavi neka važnija potreba ili produktivniji način upotrebe tih sredstava, tvrtke i pojedinci koriste tržište kapitala za dugoročna ulaganja. Primarni izdavatelji vrijednosnica na tržištu kapitala su savezne, lokalne vlasti i korporacije. Savezna vlada izdaje dugoročne

obveznice da bi financirala investicijske projekte (izgradnja škola, zatvora i sl.). Vlade nikada ne izdaju dionice, jer ne mogu prodati prava vlasništva. Korporacije izdaju i obveznice i dionice. Obično se poduzeća najčešće nađu u nedoumici: financirati rast poduzeća zaduživanjem ili emisijom dionica. Korporacije ukoliko nemaju dovoljno sredstava da financiraju svoje investicije, mogu ući na tržište kapitala ili pak ukoliko žele sačuvati svoj kapital za podmirenje neočekivanih potreba. Najveći kupci vrijednosnih papira tržišta kapitala su kućanstva. Trgovanje na tržištima kapitala odvija se na:

- primarnom ili
- sekundarnom tržištu.

Primarno je tržište na kojem se uvode nove dionice i obveznice (prvi put) te investicijski fondovi, korporacije, ulagači pojedinci mogu kupovati vrijednosnice ponuđene na primarnom tržištu. Kada tvrtke prodaju vrijednosnice prvi put, izdavanje se zove inicijalna javna ponuda (engl. initial public offering, IPO), a svaka slijedeća prodaja novih dionica ili obveznica je jednostavno primarna tržišna transakcija. Za razliku od primarnog, na sekundarnom tržištu se odvija prodaja prethodno izdanih vrijednosnica. Dva su tipa burzi na sekundarnom tržištu:

- organizirane burze,
- izvanburzovna tržišta (engl. over the counter, OTC).

Većina transakcija tržišta novcem se odvija putem telefona, glavnina transakcija tržišta kapitala se odvija putem organiziranih burzi. Burza se može definirati kao organizirano tržište na kojemu, u skladu sa strogo propisanim pravilima, kupci i prodavatelji trguju vrijednosnim papirima. Osim navedenih podjela tržišta kapitala, postoji i ona koja razlikuje:

- nacionalno tržište,
- međunarodno tržište.

Pojam nacionalnog tržišta se odnosi na domaće tržište kapitala, a pojam međunarodnog tržišta kapitala podrazumijeva trgovinu vrijednosnicama koja nije ograničena na jedno državno područje. Primjer za to je eurotržište koje nema posebnog uređenja, ne pripada niti jednoj državi, a glavna su mu središta London, Pariz, Frankfurt i Luxemburg. I hrvatsko tržište kapitala je dio međunarodnog tržišta, jer na njemu trguju i strane osobe. Na međunarodnom tržištu kapitala se mogu kupiti vrijednosni papiri hrvatskih kompanija (Pliva, Zagrebačka banka, obveznice Republike Hrvatske i dr.).

3.3. Vrijednosnice tržišta kapitala

3.3.1. Obveznice

Na tržištima kapitala se trguje vrijednosnim papirima čiji je rok dospijeća duži od jedne godine. Vrijednosnice tržišta kapitala su obveznice, dionice i hipoteka. Obveznice su vrijednosni papiri koji predstavljaju dug izdavatelja ulagača (dugoročni dužnički vrijednosni papir). One obvezuju izdavatelja da plati određeni iznos na određeni datum, uglavnom s periodičnom isplatom kamata. Obveznica je zapravo kredit kojim se namjerava trgovati, a iznos kredita, odnosno obveze jest tzv. nominalna obveznice. Nominalna vrijednost obveznice je iznos koji izdavatelj mora platiti po dospijeću. Kuponska stopa (nominalna kamatna stopa) je kamatna stopa koju mora platiti izdavatelj. Stopa je uglavnom fiksna i ne mijenja se s promjenama kamatnih stopa na tržištu. Ukoliko izdavatelj ne ispuni uvjete iz obveznice, vlasnik obveznice stječe pravo na imovinu izdavatelja. Otplata obveznice može biti jednokratna, tj. cjelokupna se glavnica može isplatiti po dospijeću obveznice, dok je isplata kamata periodična. Osim toga, isplata može biti pri serijskim (anuitetnim) otplatama kada se kamate i glavnica isplaćuju određenom dinamikom. Cijena obveznice ne iskazuje se izravno kao cijena koštanja u novčanim jedinicama, već u postotku nominalnog iznosa na koji obveznica glasi. Kad se obveznicom trguje po cijeni ispod 100% (ispod nominalne), kaže se da se obveznica trži uz diskont, a ako se obveznicom trguje po cijeni većoj od 100%, kažemo da se obveznicom trguje uz premiju. Mogućnost (vjerojatnost) da će kamatne stope prouzročiti pad vrijednosti izdanih obveznica jest tzv. rizik promjene kamatnih stopa. U tom smislu općenito vrijedi pravilo da cijene obveznica rastu kada kamatne stope padaju, i obrnuto. Kuponski ili nominalni prinos nije ništa drugo nego unaprijed utvrđena kamatna stopa, koju se izdavatelj obvezuje platiti vlasniku obveznice. Nominalni (kuponski) prinos utvrđen je prilikom izdavanja i on se ne mijenja tijekom života obveznice. Pokazatelj koji uzima u obzir tržišnu cijenu i novčani iznos kamata što ih obveznica donosi njezinu vlasniku jest tzv. tekući prinos obveznice, a prikazuje kakva je tržišna kamatna stopa na obveznice, odnosno kolika je stopa povrata na iznos investiran u obveznicu. Iznos godišnje isplaćene kamate tijekom trajanja obveznice je uvijek jednak, no tekući se prinos mijenja ovisno o tržišnoj cijeni.

Dugoročne obveznice uključuju dugoročne državne obveznice, municipalne obveznice i korporacijske obveznice. Ministarstvo financija SAD-a izdaje zapise i obveznice kako bi se financirao nacionalni dug, a razlika između zapisa i obveznice je u roku dospijeća koji za zapise iznosi od jedne do deset godina, a za obveznice od deset do dvadeset godina. Državne obveznice imaju vrlo niske kamatne stope jer nemaju rizika neplaćanja.

Municipalne obveznice ili obveznice lokalnih vlasti su vrijednosnice koje izdaju lokalne – općinske, županijske i državne vlasti, a njihov utržak se koristi za financiranje projekata od javnog interesa (škole, komunalije i dr.). Dvije su vrste municipalnih obveznica, a one su opće i prihodne. Opće obveznice nemaju određena sredstva kao osiguranje, a niti je neki izvor prihoda određen za njihovu otplatu. Podupire ih dobra vjera i bonitet izdavatelja. Prihodne obveznice podupire novčani tijek određenog projekta koji stvara prihode.

Poduzeća kad trebaju određena sredstva, mogu izdati obveznice i većina ih ima nominalnu vrijednost od 1000 dolara i plaća polugodišnju kamatu. Također većina ih je opoziva, a što znači da ih izdavatelj može otkupiti nakon određenog datuma. Obveznički ugovor je ugovor prema kojem prava i povlastice pripadaju kreditoru, a obveze dužniku. Kamatna stopa na ove obveznice ovisi i njenim svojstvima i karakteristikama. Postoji mnogo raznih korporacijskih obveznica i one se obično razlikuju prema tipu kolaterala koji osigurava obveznicu i prema redu po kojem se obveznica isplaćuje u slučaju stečaja. U korporacijske obveznice spadaju osigurane, neosigurane i spekulativne obveznice.

3.3.2. Financijske garancije za obveznice

Financijski slabiji izdavatelji obveznica često kupuju financijske garancije kako bi smanjili rizik svojih obveznica, jer ona osigurava da će se kreditoru isplatiti i glavnica i kamate za slučaj neispunjenja izdavateljevih obveza. Poznate osiguravajuće kuće izdaju police osiguranja kako bi potaknuli izdavanje obveznica. Izdavatelji moraju platiti osiguravajućoj kući premiju za garanciju koje imaju smisla jedino kad je trošak osiguranja manji od ušteda na kamatama.

3.3.3. Dionice

Udio u dioničkom kapitalu predstavlja vlasništvo. Dioničar posjeduje postotak udjela u poduzeću u skladu sa postotkom izdanih dionica. Za razliku od dionica obveznice ne daju nikakav vlasnički udio već samo potvrđuju da je vlasnik kreditor poduzeća. Dioničari mogu zaraditi na dva načina: cijena dionice poraste tijekom vremena ili poduzeće dioničarima isplaćuje dividende. Dionice su rizičnije od obveznica jer dioničari imaju niži prioritet od vlasnika obveznica kada je poduzeće u krizi. Dividende su lako promjenjive, a nitko ne garantira rast cijene dionica, no unatoč rizicima moguće je zaraditi velike količine novca ulaganjem u dionice, a što je malo vjerojatno kod ulaganja u obveznice. Za razliku od

obveznica, dionice ne dospijevaju. Dioničari imaju prava rezidualnih vjerovnika, odnosno imaju pravo na sva sredstva i zaradu preostalu nakon što su namireni ostali vjerovnici.

Dvije su vrste dionica: obične ili redovite i preferencijalne. Udio običnih dionica u poduzeću predstavlja vlasnički udio u tom poduzeću, obični dioničari glasuju, primaju dividende i nadaju se rastu cijena dionica. Postoje različiti razredi dionica (tip A, tip B itd.). Razlike među tipovima uglavnom uključuju ili distribuciju dividendi ili glasačka prava, no svakako je važno da ulagač zna koja prava idu uz udio u dionice o kojem razmišlja. Preferencijalne dionice su oblik temeljnog kapitala u pravnom i poreznom smislu. Za razliku od običnih dionica, preferencijalni dioničari primaju fiksnu dividendu koja se nikada ne mijenja i zbog toga je slična obveznici. Zbog ne mijenjanja dividende, cijena povlaštenih dionica je relativno stabilna. Povlašteni dioničari uglavnom ne glasuju, osim ako poduzeće nije isplatilo obećanu dividendu te imaju pravo na sredstva s prednošću pred običnim dioničarima. Preferencijalne dividende se poduzeću ne odbijaju od poreza, dok je to slučaj kod plaćanja kamata na obveznice. Izdavanje povlaštenih dionica je za poduzeće skuplje nego izdavanje duga iako te dionice imaju mnogo karakteristika obveznice.

Cijena udjela u dioničkom kapitalu je sadašnja vrijednost očekivanih budućih novčanih tokova koji se sastoje od dividendi i konačne prodajne cijene dionice. Investitori su voljni platiti cijenu dionice kao sumu svih budućih novčanih tokova koje će vrijednosnica generirati nakon prilagođavanja za vremensku vrijednost novca. Burzovni indeks se koristi za praćenje kretanja grupe dionica čime se može dobiti uvid u uspješnost veće skupine dionica. Burzovni indeksi se objavljuju kako bi ulagačima prikazali uspješnost različitih grupa dionica, a najčešće je spominjan indeks Dow –Jonesov industrijski prosjek koji se temelji na uspješnosti dionica 30 velikih kompanija. Glede uklanjanja rizika, ulagači su shvatili da se nekih od njih mogu ukloniti diverzifikacijom kroz razne zemlje. Primjerice kada jedna zemlja trpi recesiju, druge mogu biti u procvatu. Pri kupnji inozemnih dionica kao problem se može pojaviti to što većina stranih kompanija ne kotira ni na jednoj od američkih burzi pa je njihove dionice teško kupiti. Posrednici su taj problem riješili prodajući američke potvrde o skrbništvu (engl. American Depositary Receipt, ADR)[1] tako da američka banka kupi dionice strane kompanije i pohrani ih te izda potvrde s kojima se može trgovati na domaćem tržištu, u pravilu na NASDAQ-u. Trgovanje ADR-ima se odvija u dolarima, a banka konventira dividende u američku valutu. ADR dozvoljava inozemnim tvrtkama trgovanje u SAD-u bez udovoljavanja pravilima transparentnosti koje traži Komisija za vrijednosne papire i burzu.

[1] http://en.wikipedia.org/wiki/American_Depositary_Receipt, 3. rujna 2018.

Tvrtka kada jednom odluči izdati dionice ili obveznice, mora ih dostaviti javnosti po najviše mogućoj cijeni, jer što više javnost plati za dionice ili obveznice, niži je trošak kapitala za tvrtku uz uvjet da su sve ostale veličine koje utječu na trošak kapitala nepromijenjene. Tvrtka može prodati vrijednosnice javnosti putem javne prodaje koju organiziraju investicijski bankari-upisnici izdanja ili putem privatnih plasmana. Upis vrijednosnih papira znači da se investicijski bankari bave detaljima plasiranja vrijednosnica u ruke javnosti.

3.4. Organizirane burze vrijednosnih papira

Organizirana burza se nalazi u zgradi u kojoj se trguje vrijednosnim papirima. Pravila burze upravljaju trgovanjem osiguravajući efikasno i zakonito funkcioniranje burze, a uprava burze kontinuirano razmatra pravila da bi osigurala njihove rezultate u konkurentnom trgovanju. Organizirane burze obuhvaćaju preko 72% ukupnog dolarskog volumena trgovanja domaćim dionicama. Organizirane burze podupiru i trgovanje obveznicama. Najveća organizirana burza u SAD-u je Njujorška burza (New York Stock Exchange, NYSE) vrijednosnih papira, a jedino se trgovci, članovi burze mogu uključiti u trgovanje. Da bi se postalo članom NYSE, mora se kupiti jedno od 1366 sjedala NYSE od kojih većinu posjeduju brokerske kuće. Danas se sjedala na NYSE mogu prodati i po 1,2 mil. $. Postoje i druge velike organizirane burze diljem svijeta. Primjerice, najaktivnija je burza na svijetu je Nikkei u Tokiju, a ostale velike su Londonska burza, DAX u Njemačkoj i Toronto u Kanadi. Za upis na NYSE, tvrtka mora udovoljavati slijedeće minimalne zahtjeve:

- Imati barem 2000 dioničara od kojih svaki posjeduje 100 ili više dionica,
- minimum od 1,1 milijun dionica kojima se trguje javno,
- zarada prije oporezivanja od 2,5 milijuna dolara u vrijeme uvrštenja na burzu plus barem 2 milijuna dolara u zaradi prije oporezivanja u svakoj od prethodnih dviju godina,
- tržišna cijena javnih dionica od 100 milijuna dolara ili više.

Na burzu uvršteni vrijednosni papiri obično su podijeljeni u nekoliko razreda tzv. burzovnih kotacija, a koje se razlikuju prema strogoći kriterija za uvrštenje i vrsti vrijednosnog papira. Često postoji prva kotacija za koju su uvjeti uvrštenja najstroži i podređena kotacija s fleksibilnijim kriterijima uvrštenja. Prema vrsti uvrštenih vrijednosnih papira, kotacije se dijele na dioničke, kotacije za obveznice, kotacije kratkoročnih vrijednosnica, financijskih derivata itd. Na Njujoršku burzu oko 3000 tvrtki upisuje svoje dionice. Prosječna nova tvrtka na burzi imala je tržišnu vrijednost od 540,6 milijuna dolara. Druga najveća organizirana burza u SAD-

u je američka burza na kojoj trguje oko 700 tvrtki. Zahtjevi za upis na Američke burze su manje ograničavajuće.

4. TRŽIŠTE KAPITALA U HRVATSKOJ

4.1. Zagrebačka burza

Zagrebačka burza utemeljena je 1907. u sklopu Trgovačkog doma (današnje Gospodarske komore) kao Sekcija za robu i vrednote, i kao takva funkcionirala je do 1911. Nakon 1. svjetskog rata, Zagrebačka burza ponovno je otvorena 1919. pod nazivom Zagrebačka burza za robu i vrednote, uživajući povjerenje klijenata iz inozemstva, posebice Beča i Praga, te su se brojne novčane transakcije odvijale upravo preko nje, čineći osnovu snažnog zagrebačkog bankarstva i novčarstva onoga vremena. Godine 1945., dolaskom socijalističkog režima na vlast, Zagrebačka burza ponovno je zatvorena.

Obnova burze u Hrvatskoj uslijedila je tek 1991. godine, kada je 25 banaka i 2 osiguravajuća društva utemeljilo Zagrebačku burzu kao centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Koliko se brzo razvijalo dioničarstvo i burzovna trgovina u nas najbolje je vidljivo iz podatka da je u prvih pet godina nakon uvođenja elektroničkog sustava trgovanja, dakle od 1995. pa do 2000. godine, vrijednost tržišta Zagrebačke burze narasla gotovo 10 puta.

Danas je na Zagrebačku burzu uvršteno više od 150 društava, a Burza upravlja dvama tržištima: Uređenim tržištem i Multilateralnom trgovinskom platformom.

Od 2010. Zagrebačka burza uvela je neke značajne novitete na domaće tržište kapitala: pokrenuta je specijalistička trgovina (market making), započelo je trgovanje strukturiranim proizvodima, Burza je počela upravljati Multilateralnom trgovinskom platformom, uvedeno je osam novih indeksa, a započelo je i izdavanje LEI oznaka. Zagrebačka burza također je utemeljila i nagrade za najbolje odnose s ulagateljima (u suradnji s Poslovnim dnevnikom) te godišnje Nagrade Zagrebačke burze. Uz potporu Europske banke za obnovu i razvoj, godine 2010. osnovana je i Akademija Zagrebačke burze, kroz koju je do sada prošlo više od 6,000 polaznika.[2]

[2] http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271, 10. rujna 2018.

Slika 1: Kretanje indeksa dana 10. rujna 2018.godine

Kretanje indeksa 10.09.2018		
CROBEX®	-0,47	1.797,95
CROBEX10®	-0,50	1.049,47
CROBEXPLUS	0,16	953,48
CROBIS	-0,03	111,5958
CROBIStr	-0,02	173,1158

Kratki izvještaj za 10.09.2018	
Ukupni promet	18.042.485 Kn
Redovni promet	11.434.235 Kn
Dionice	11.434.235 Kn
Obveznice	0 Kn
Strukturirani	0 Kn
Blok promet	6.608.250 Kn
OTC promet	61.335.000 Kn

Izvor: http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271 – 10. rujna 2018.

Zajedno s Bugarskom i Makedonskom burzom, Zagrebačka burza 2014. godine osnovala je društvo SEE LINK, s ciljem stvaranja regionalne infrastrukture za trgovanje dionicama uvrštenima na ta tri tržišta. SEE LINK platforma postala je operativna u prvom kvartalu 2016. godine. Na samome kraju 2015. godine, Zagrebačka burza uspješno je završila proces preuzimanja Ljubljanske burze od CEE Stock Exchange Group. Obzirom da obje burze dijele razvojni put i okvir u kojem posluju, a uzimajući u obzir sličnosti slovenskog i hrvatskog tržišta kapitala gledajući stupanj razvoja, strukturu i potencijal, očekuju se brojni pozitivni učinci i sinergije ove akvizicije za oba tržišta. Osnovan u rujnu 2016., Funderbeam South-East Europe društvo je sa sjedištem u Zagrebu, u kojem Zagrebačka burza ima 20%-tni udio. Osnovano je u partnerstvu s Funderbeamom iz Estonije, a poduprto od strane Europske banke za obnovu i razvoj kroz njihov Shareholders Special Fund.

4.2. Dionice na Zagrebačkoj burzi

Financijska kriza koja je najprije slomila Zagrebačku burzu pretvorila ju je u njezinu suprotnost. Drastično smanjena vrijednost dionica, i do 90 %, smanjila je i dovela do apsurda vrijednost i tržišnu kapitalizaciju tvrtki koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi. Burza i aktivnosti na njoj trenutačno se temelje samo na jednom parametru – nedostatku kapitala kod ulagača, i to malih, jer su se veliki povukli silom prilika u državne vrijednosne papire. Ceh su platile dionice svih tvrtki bez iznimke. Takav razvoj događaja zabrinuo je vlasnike i uprave kompanija koji tvrde da im burzovna kotacija osim troškova donosi samo izravnu štetu – iskrivljenu i lažnu sliku vrijednosti poduzeća, pad rejtinga i loš imidž kod kreditora. Nastupila je prava erupcija nezadovoljstva, a burzi se upućuju zahtjevi da se njezine dionice delistiraju sa ZSE. Takav

zahtjev uputio je Ivica Todorić čijih šest tvrtki kotira na ZSE – Jamnica, Ledo, Konzum, Belje, Tisak i Zvijezda. U Agrokoru kažu da cijene dionica nemaju veze s vrijednošću poduzeća koja su i 2009. godinu započela rastom prihoda.

U potpuno suprotnom smjeru krenule su cijene dionica, pa Agrokor hoće povući iz kotacije barem one tvrtke koje imaju mali "free float", od nekoliko postotaka dionica u trgovanju. O sličnom potezu razmišlja i Ericsson Nikola Tesla, brodarske kompanije, građevinari. Već prije to je zatražilo Belišće i još neke tvrtke. Bijeg od burze na kojoj su se svi voljeli gledati samo do prije godinu dana sada je masovan trend.

Novi zakon o tržištu kapitala omogućuje tvrtkama delistiranje jer su one silom zakona (a to su sve s najmanje 30 milijuna temeljnog kapitala i 100 dioničara) bile prisiljene ući u posebnu JDD kotaciju. Ta obveza iziskivala je promptno izvješćivanje burze o poslovnim rezultatima, odlukama nadzornih odbora, prodaji dionica... Novi zakon ukida takvu obveznost, ali još nema pravilnika burze i Hanfe koji bi omogućio bijeg tvrtki s burze.

Ipak, službenim delistiranjem dionice neće nestati s burze, njima će dioničari i dalje trgovati, ali uz puno manje informacija. Burza i Hanfa morale bi imati pune ruke posla zbog tog problema, jer je očito da je tržište kapitala u posljednjih godinu dana zapušteno i nepripremljeno za nove izazove.[3]

[3] http://www.poduzetnistvo.org/news/todoric-s-burze-skida-agrokorove-dionice, 5. rujna 2018.

5. AGROKOR KONCERN

5.1. Općenito o Agrokoru

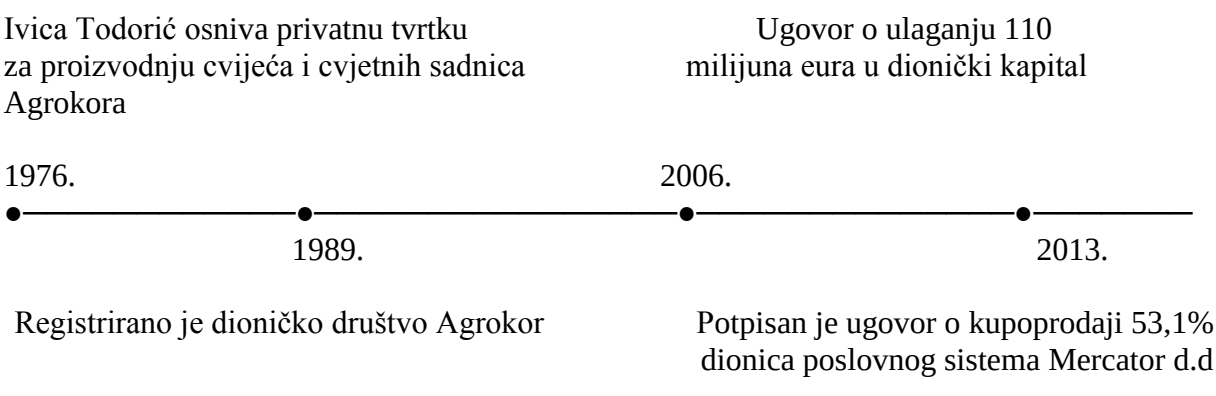
Koncern Agrokor je najveća privatna kompanija u Hrvatskoj te ujedno jedna od najjačih kompanija u jugoistočnoj Europi sa godišnjim prihodom od 54 milijarde kuna i gotovo 60 000 zaposlenika. Primarne djelatnosti koncerna su proizvodnja i distribucija hrane i pića te maloprodaja. Unutar koncerna posluju i najveći hrvatski proizvođač mineralne vode - Jamnica, sladoleda - Ledo, ulja, margarina i majoneze - Zvijezda, najveća hrvatska mesna industrija - PIK Vrbovec, zatim Belje - najveći poljoprivredno-industrijski kapacitet u Hrvatskoj te vodeći maloprodajni lanci Konzum i Poslovni sistemi Mercator. Liderske pozicije Agrokorovih kompanija izražene su visokim tržišnim udjelima. Ledo dominira na hrvatskom tržištu sladoleda, Zvijezda na tržištu margarina, dok Jamnica dominira tržištem mineralnih voda u Hrvatskoj. Konzum je najveći hrvatski maloprodajni lanac, a PIK Vrbovec mesna industrija vodeća je mesna kompanija u regiji. Osim hrvatskih komapnija, Agrokor koncern se sastoji i od kompanija iz regije i to Ledo Čitluk iz BiH, Sarajevski kiseljak i Velpro Sarajevo, zatim Dijamant, Frikom i IDEA iz Srbije, te Ledo i Fonyodi iz Mađarske.[4]

Krajem 2016. i početkom 2017. godine Agrokor zapada u gotovo nepremostive financijske teškoće. Vlada je temeljem posebnog zakona imenovala izvanrednog povjerenika koji je preuzeo upravljanje Agrokorom u cilju sprečavanja stečaja Agrokora. U to vijeme provedena je revizija poslovanja koncerna koja je pokazala da su ukupni dugovi kompanije kod banaka i dobavljača krajem 2016. iznosili 56,28 mlrd. kuna, a što je za 14,5 mlrd. više od kapitala kompanije.[5]

Tvrtka Agrokor je u vlasništvu najvećeg dioničara koji slobodno kontrolira cijelo poslovanje i donosi odluke, a širenje i akvizicije kompanije temelje se na privatizaciji postojećih poduzeća na netransparentan način. Činjenica je da postoji tijesan odnos s državom koja na određene načine podržava poslovanje kompanije te da njen uspjeh uvelike ovisi o političkoj podršci.

[4] http://www.fes-croatia.org/fileadmin/user_upload/171109_Agrokor_WEB.pdf, 10. rujna 2018.
[5] ibidem

Slika 2: Razvojni put Agrokora



Izvor: http://www.fes-croatia.org/fileadmin/user_upload/171109_Agrokor_WEB.pdf - 10. rujna 2018.

5.2. Počeci Agrokora

Počeci Agrokora sežu u 1976. godinu osnivanjem Poljoprivrednog obrta u Kloštar Ivaniću u vlasništvu Ivice Todorić koji se počeo se baviti uzgojem cvijeća. Tipičan obiteljski biznis sa petero zaposlenih koja je vrlo brzo svoje poslvanje proširila po cijeloj bivšoj Jugostaviji. Ulaganje se brzo isplatilo. Posao se kasnije proširio na trgovinu robom, pšenicom i uljima, čime je znatno povećan promet i osiguran lakši pristup kreditima za proizvodnju. Vizija uspjeha Ivice Todorića bazirala se na ideji da je za dobar posao važno ujediniti proizvodnju i trgovinu. Još 1989. godine kada je fizičkim osobama u bivšoj Jugoslaviji omogućeno osnivanje vlastitih poduzeća, Ivica Todorić je svoj obrt registrirao kao poduzeće Agrokor koje se bavilo proizvodnjom, distribucijom i trgovinom cvijeća te trgovinom uljaricama i žitaricama. U trenutku raspada Jugoslavije i početkom rata za neovisnost u Hrvatskoj, Agrokor je imao oko 1000 zaposlenih. Pokretanje procesa pretvorbe i privatizacije socijalističkih poduzeća Todorić je dočekao spreman i iskoristio ga je kao odskočnu dasku za širenje svog poslovnog carstva. [6]

Najveću prekretnicu poslovanja Agrokora čini preuzimanje maloprodajnog lanca Unikonzum 1994. godine. Tim pothvatom Agrokor je dobio prodajne prostore i velik dio tržišta, ali i važan izvor gotovine. Unikonzum je postao Konzum i već 1995. godine otvoren je prvi veliki prodajni centar Super Konzum, čime je najavljen proces velike ekspanzije u trgovini. Nakon toga je uslijedio val preuzimanja i investiranja u propale državne poljoprivredne tvrtke kao što su PIK Vrbovec, Belje, Vupik i PIK Vinkovci. Time je Agrokor ujedno postao vlasnik

[6] http://www.fes-croatia.org/fileadmin/user_upload/171109_Agrokor_WEB.pdf, 10. rujna 2018.

oko 30.000 hektara zemlje. Riječ je o 2,5 % obradive površine u Hrvatskoj, ali s nje dolazi trećina hrane proizvedene u zemlji.[7]

5.3. Regionalna ekspanzija

Val ekspanzije proširio se 2000-ih na cijelu regiju čime je poduzeće Agrokor osvajalo proizvodnju i trgovinu u Srbiji, Bosni i Hercegovini, Mađarskoj i naposljetku u Sloveniji. Posebno je velik iskorak učinjen kupnjom dviju velikih kompanija u Srbiji: Frikoma - proizvođača sladoleda i smrznute hrane, te Dijamanta koji se bavi proizvodnjom ulja, margarina i majoneza. Osim osnovnih djelatnosti, maloprodaje, poljoprivrede i proizvodnje hrane, poduzetnik Ivica Todorić je kasnije širio svoje poslovanje i u drugim granama gospodarstva koje je smatrao unosnima poput energetike, turizma i zdravstva nastojeći povećati prihode i smanjiti rastući pritisak otplate kredita. Na koncu, portfelj Agrokora činilo je više od 50 kompanija. Višegodišnja poslovna ekspanzija uglavnom se temeljila na skupom zaduživanju. Dio širenja financiran je uz podršku Europske banke za obnovu i razvitak, koja je 2006. godine čak postala strateški partner Agrokora, s udjelom od 8,33 % za koji je izdvojila 110 milijuna eura. Ipak, veći je dio novca osiguran plasmanom obveznica na međunarodnom tržištu i kreditima komercijalnih banaka uz prosječne kamatne stope od čak 9,5%.[8]

Agrokor je 2014. godine, nakon nekoliko ranijih bezuspješnih pokušaja, ipak uspio preuzeti slovenski Mercator, maloprodajni lanac sa bogato razgranatom mrežom trgovina u svim zemljama bivše Jugoslavije. U to vrijeme i Agrokor i Mercator su bile rezadužene kompanijetako da je bankama-vjerovnicima ključno bilo pronaći kupca. Agrokor, kako je vrijeme pokazalo, i nije bio najbolji kupac. Da bi osigurao potrebnih 550 milijuna eura, Agrokor se odlučio za posebno izdanje petogodišnjih obveznica, payment in kind (PIK), u iznosu od 485 milijuna eura. Obveznice nije izdao Agrokor, nego posebno osnovani holding Adria Group iz Nizozemske, koji je ujedno vlasnik Agrokora. Jamac za kredit ovaj put nisu bile pojedine tvrtke iz sastava Agrokora, kao što je to bilo ranije, već sam Ivica Todorić sa svim svojim dionicama. U slučaju da ne uspije vratiti dug, ulagači u PIK-obveznice imali su pravo postati vlasnici 90% Agrokora.[9]

[7] ibidem
[8] ibidem
[9] ibidem

5.4. Ekonomska kriza 2008. i financijski problemi koncerna

Kao već prilično zadužena kompanija, Agrokor je sve teže nalazio investitore spremne financirati ga po prihvatljivim uvjetima. Na zapadnim financijskim tržištima Agrokor nije bio u mogućnosti osigurati prihvatljivu cijenu kapitala za refinanciranje starih dugova, te se na kraju okreće ruskim bankama. Najprije se 2014. godine od Sberbanka, ruske državne banke koja se počela širiti na tržištu jugoistočne Europe, Agrokor zadužio za 600 milijuna eura kredita po nešto nižim kamatama. Na kraju je ukupna zaduženost prema toj banci dosegnula 1,1 milijarde eura. Od druge ruske banke, VTB, posudio je dodatnih 300 milijuna eura, tako da je dug prema ruskim bankama dosegao 52 posto ukupnog duga kompanije prema bankama. Istodobno, hrvatska je ekonomija potonula u duboku recesiju koja je potrajala šest godina, od 2008. do 2014., što se neizbježno odrazilo i na prihode kompanije. Usto, ulaskom Hrvatske u Europsku uniju 2013. pojačana je konkurencija u maloprodaji, prije svega njemačkih lanaca Lidla i Kauflanda, koji su se širili uz znatno povoljnije financijske uvjete. Pritisnut sve težim uvjetima poslovanja, menadžment Agrokora nerijetko je govorio o nužnosti restrukturiranja, prodaji dijela biznisa kao i o javnoj ponudi dionica kojom bi se osigurao svježi kapital i smanjila razina zaduženosti.[10]

Okidač koji je najavio katastrofu zbio se u siječnju 2017. kada je kreditna agencija Moody's spustila ocjenu rejtinga Agrokoru za jednu stubu, s B2 na B3. Razlog tome bila je ocjena da su prihodi kompanije u prvih devet mjeseci 2016. godine pali 2,2 %, uz daljnji rast financijskih troškova za 3,9 %. No, ono što je još važnije, Moody's je u Agrokorov dug uključio i PIK-obveznice koje je izdao Adria Group, a razlog tome bio je kreditni aranžman refinanciranja dugova s ruskim bankama iz rujna i studenog 2016. godine vrijedan 840 milijuna eura. Njime je dogovoreno prijevremeno dospijeće tog duga ako PIK-obveznice ne budu refinancirane najkasnije 90 dana prije dospijeća (21. svibnja 2018. godine). Time je znatno pogoršan omjer zaduženosti i operativne dobiti (EBITDA), a Moody's je procijenio da bi na kraju 2016. godine mogao iznositi 6,8 x. Za rejting koji je do tada imao Agrokor omjer duga i operativne dobiti trebao bi biti ispod 5,5 x.

Unatoč djelomičnom restrukturiranju duga i povoljnim okolnostima na financijskim tržištima, financijski troškovi nastavili su rasti. Na kraju rujna 2016. godine stanje zaduženosti na razini grupe (uključujući kredite, obveznice i financijske najmove) iznosilo je 25,5 milijardi kuna, pri čemu unutar godinu dana na naplatu dospijeva pet milijardi kuna, što je nešto veći teret kratkoročnih financijskih obveza nego u usporedivom razdoblju godinu ranije. Dug prema

[10] ibidem

dobavljačima dosegnuo je 16,2 milijarde kuna i, prema ocjeni rejting-agencije, visok je u odnosu na sektorski prosjek, dok rok plaćanja iznosi 150 dana, a u sličnim je kompanijama od 60 do 90 dana. Potencijalno skraćivanje rokova plaćanja moglo bi dovesti do problema s održavanjem likvidnosti kompanije. Prvi je put u pitanje dovedena i transparentnost financijskih izvješća u određenim područjima, ali rejting-agencije ocijenile su početkom godine da, unatoč svemu, Agrokor ima dovoljnu likvidnost za otplatu svih dugova u ovoj godini.[11]

5.5. Političke i ekonomske posljedice krize Agrokora

Donošenje lex Agrokora izazvalo je buru reakcija na političkoj sceni Hrvatske gdje su određene političke struje se pribojavale kako će time koncern završiti u stečaju te da će sav trošak na kraju platiti porezni obveznici.

Negativan utjecaj krize u Agrokoru počeo se odražavati i na ekonomiju pa su, primjerice, pokazatelji industrijske proizvodnje i prometa u maloprodaji u kratkom periodu već bili znatno ispod očekivanja. Činjenica je da je Agrokor imao izuzetno negativan utjecaj na sveukupnu ekonomiju. Kao važan korak za stabiliziranje poslovanja kompanije izvanredni je povjerenik istaknuo osiguravanje drugog i posljednjeg kredita za likvidnost. S predstavnicima vjerovnika dogovorio je financijski aranžman u visini od 480 milijuna eura, a s dobavljačima je dogovoreno i dodatnih 50 milijuna eura u obliku robnog kredita. Novi kredit od 480 milijuna eura osigurali su imatelji obveznica, predvođeni Knighthead Capital Managementom, američkim hedge fondom koji je u posjed obveznica došao uglavnom nakon što im je pala cijena te domaće banke predvođene Zagrebačkom bankom.[12]

Suglasnost za financijski aranžman dala su još dva člana vjerovničkog vijeća, predstavnici velikih i malih dobavljača, a jedini koji ju je uskratio bio je predstavnik Sberbanka. Štoviše, ruska banka pokušala je sudskim putem zaustaviti odobravanje novog kredita, ali u tome nije uspjela. Glavni je prigovor najvećeg Agrokorovog vjerovnika bio odabrani model financiranja, tzv. roll-up, prema kojem se kreditorima omogućava super-senior status za novi zajam, ali u jednakom iznosu i za stara potraživanja. Iako postojeći vjerovnici mogu proporcionalno sudjelovati u novom kreditu, Sberbank model smatra nepravednim jer, primjerice, američki hedge fond sada može odobriti 150 milijuna eura kredita i steći pravo prvenstva naplate za ukupno 300 milijuna eura. Istodobno, s obzirom na ograničenost kredita, najveći dio svojih potraživanja od 1,1 milijarde eura Sberbank ne može osigurati. U konačnici, Sberbank se okrenuo drugim sredstvima borbe: blokirao je Agrokorovu imovinu u Srbiji

[11] http://www.fes-croatia.org/fileadmin/user_upload/171109_Agrokor_WEB.pdf, 10. rujna 2018.
[12] ibidem

(Frikom, Dijamant) i istodobno je aktivirao jamstvo koje mu je Todorić dao za posljednji kredit od 100 milijuna eura, a riječ je o 18,53 posto dionica slovenskog Mercatora.

Do početka listopada sudski procesi protiv Agrokora i njegovih povezanih društava pokrenuti su u šest zemalja (Hrvatska, Srbija, Slovenija, BiH, Crna Gora i Velika Britanija), a u tome prednjači ruski Sberbank. Istodobno, novo je financiranje omogućilo stabilizaciju poslovanja i poboljšanje odnosa s dobavljačima i kupcima. Tijekom srpnja i kolovoza, odlukama Privremenog vjerovničkog vijeća iz roll-up kredita odobreno je plaćanje starog duga za ukupno 4876 dobavljača, pri čemu su obrti i mikropoduzeća s prihodima do 5,2 milijuna kuna isplaćeni u cijelosti. Tako je dobavljačima ukupno isplaćeno više od milijarde kuna ili oko 40 % starog duga koji se odnosi na isporučenu robu. Analitičari koji su nakon izbijanja krize upozoravali na mogućnost usporavanja ekonomskog rasta u međuvremenu su ocijenili da Agrokor neće imati negativan utjecaj te da će BDP rasti oko tri posto. Također, rejting-agencija Standard & Poor's u rujnu je zadržala kreditni rejting zemlje na razini BB, ali je podigla izglede sa stabilnih na pozitivne, uz argument da gospodarstvo nastavlja rasti, da se teret dugova smanjuje, ali navodi i da su učinci aktualnog restrukturiranja Agrokora zasad ograničeni.[13]

5.6. Revidirana bilanca i budućnost Agrokora

U 2016. godini prezentirani su najvažniji nalazi revidiranih financijskih izvješća za devet vodećih kompanija u sastavu Agrokora. Izvješće je pokazalo da je u 2016. godini ukupna imovina vodećih kompanija vrijedila 13,4 milijarde kuna manje nego je prikazivano te da je ukupni gubitak iznosio 3,2 milijarde kuna. Najveći utjecaj na takav rezultat kompanija imao je otpis međusobnih potraživanja unutar Agrokor grupe u iznosu od 50%. Najviše je umanjena vrijednost Konzuma, čak 10 milijardi kuna, a jedno od pogrešnih knjiženja, u iznosu od 3,3 milijarde kuna, odnosi se na srpsku IDEA-u. Njezin je biznis 2014. godine preuzeo Mercator, a Konzum ju je nastavio voditi u svojoj bilanci.[14]

Kako je kod nekih kompanija, uključujući Konzum, gubitak premašio kapital, u drugim bi okolnostima to značilo da moraju ići u stečaj. Zahvaljujući lex Agrokoru je takav scenarij izbjegnut.

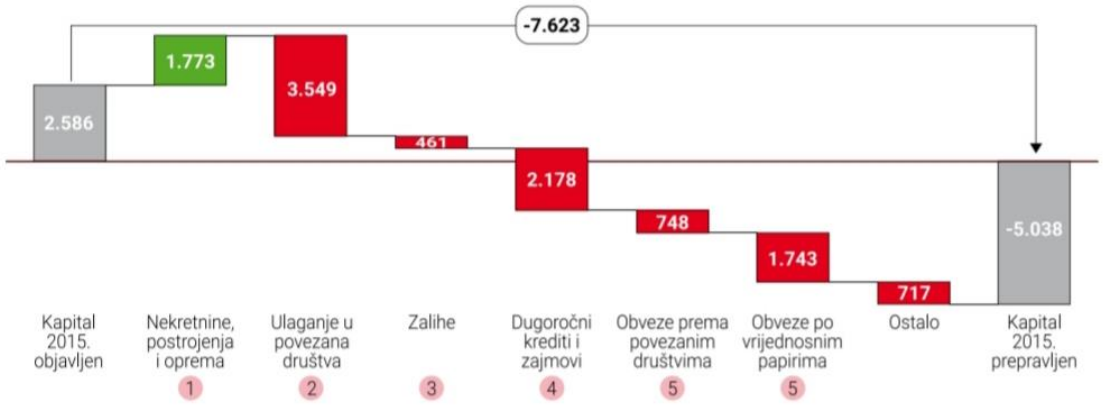
[13] ibidem
[14] ibidem

Slika 3: Revizija rezultata poslovanja za 2015. godinu i rezultati poslovanja u 2016.godini (u mil. HRK)

Neto rezultat	31.12.2016.	31.12.2015. prepravljeno	31.12.2015. objavljeno	Razlika 2015. prepravljena vs objavljena	Razlika 2016. vs 2015. prepravljena
Maloprodaja	**-7.618**	**-4.851**	**2.857**	**-7.708**	**-10.475**
Konzum	-7.416	-5.038	2.586	-7.624	-10.002
Tisak	-202	187	271	-84	-473
Poljoprivreda	**1.261**	**1.687**	**2.947**	**-1.260**	**-1.686**
Belje	1.328	1.432	1.984	-552	-656
PIK Vinkovci	-369	-136	242	-378	-611
Vupik	302	391	721	-330	-419
Prehrana	**3.918**	**4.864**	**5.073**	**-209**	**-1.155**
Ledo	1.314	1.734	1.780	-46	-466
Jamnica	1.232	1.643	1.654	-11	-422
Zvijezda	721	858	916	-58	-195
PIK Vrbovec	651	629	723	-94	-72

Izvor: http://www.fes-croatia.org/fileadmin/user_upload/171109_Agrokor_WEB.pdf - 10. rujna 2018.

Slika 4: Promjene kapitala kompanija zbog jednokratnih otpisa i procjena (u mil)



Izvor: http://www.fes-croatia.org/fileadmin/user_upload/171109_Agrokor_WEB.pdf, 10. rujna 2018.

1. Reklasifikacija operativnih najmova koji su trebali biti iskazani kao financijski najmovi
2. 2,1 mlrd kuna se odnosi na kapitalizirane troškove na ulaganj u IDEU. 1,2 mlrd kuna se odnosi na umanjenje vrijednosti ulaganja u IDEU
3. 356 mln kuna kapitaliziranih troškova koji su bili uključeni u vrijednost zaliha, a ne zadovoljavaju kriterije za takvu klasifikaciju
4. Povećanje se uglavnom odnosi na financijski najam
5. Priznavanje troškova prethodnih razdoblja koji su umanjivali obveze u prethodnim godinama

6. UTJECAJ KRIZE NA TRŽIŠTE KAPITALA U HRVATSKOJ

6.1. Kretanje Crobex-a na Zagrebačkoj burzi

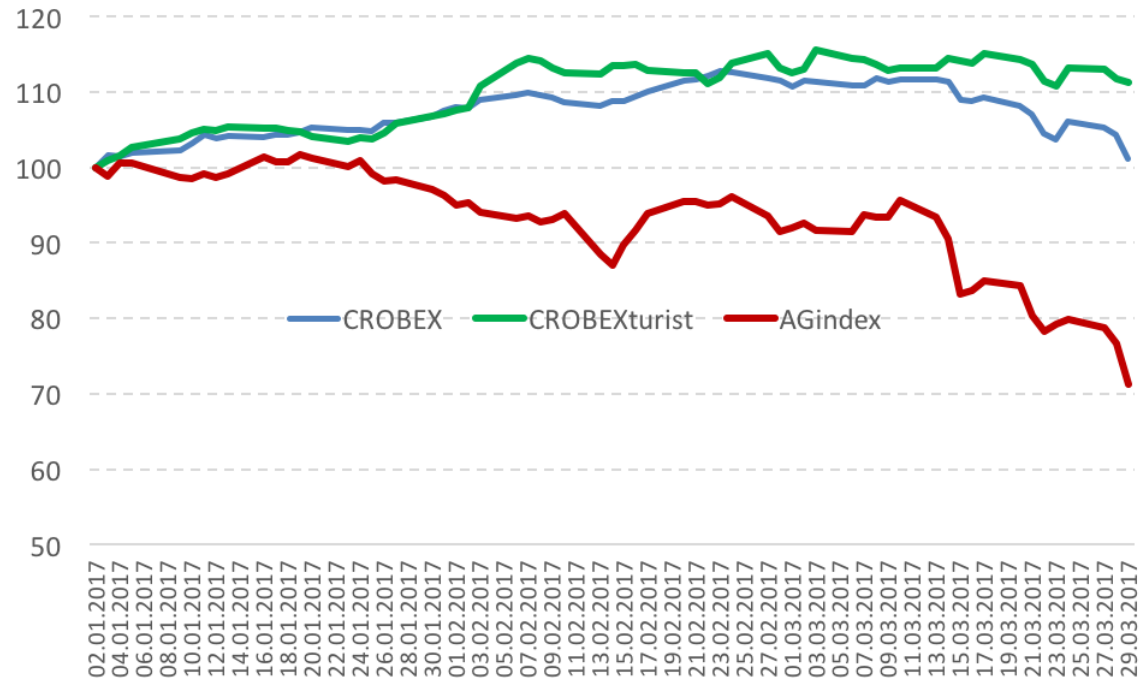
Indeks Zagrebačke burze CROBEX u jednom je trenutku 29.3. zabilježio pad od 4%. U 2306 radnih dana od početka 2008., samo se 30 dana (ili 1,3% od ukupnog broja dana trgovanja) crvenilo 4% ili više. 19 takvih dana zabilježeno je kritične 2008., 8 ih je bilo 2009. i 2 2011. Međutim, dan je završen u manje crvenom ozračju s minusom od oko 3%. Od početka 2008. zabilježeno je 48 dana (ili 2,1%) s padom CROBEX-a od oko 3% ili većim. Dakle, u prosjeku je svaki pedeseti radni dan bio nalik 29.3.2017.Neki raspadi najavljuju padove širih razmjera. Tržišni sudionici su u pravilu selektivni – jasno razlikuju dionice u krizi od onih perspektivnih. Tek u rijetkim povijesnim epizodama posvemašnjih panika, koje u pravilu imaju međunarodne razmjere, selektivnost gubi moć.

Tri indeksa na donjoj slici pomažu ispitati koliko je naše tržište kapitala selektivno. Svi indeksi su jednaki 100 na dan 2. siječnja 2017. AG indeks je naša statistička konstrukcija koja predstavlja jednostavan prosjek cijena važnijih dionica sastavnica koncerna Agrokor, čije su dionice uvrštene na burzi u Zagrebu: Jamnica, Ledo, Zvijezda, Belje i Vupik. Crobex je burzovni indeks koji predstavlja ponderirani prosjek cijena 25 likvidnih dionica. Među njima su i Belje, Ledo i Vupik, ali ponder tri Agrokorove dionice u indeksu nije velik (ukupno 8,4%). Međutim, Crobex nije idealan indeks za procjenu selektivnosti tržišta. Slika prikazuje i Crobex turist (Arnt, Rivp, Himr, Mais) koji se sastoji od dionica četiri velike turističke kompanije među kojima su i tri vodeće (Arena turist, Maistra i Rivijera).

Pokazuje se da je kriza u Agrokoru do sada ograničeno utjecala na Crobex, dok je utjecaj na Crobex turist bio vrlo limitiran. Crobex turist se u toku veljače i ožujka kreće na ranije dostignutom platou. Brojke ne govore ništa o tome što bi se moglo događati u narednim danima i tjednima, ali otvaraju šire pitanje važnosti Agrokora za hrvatsko gospodarstvo. O tome se do sada puno pričalo, ali je malo toga predstavljeno u brojkama. Analiza Agrokorova udjela u BDP-u je u izradi i bit će objavljena početkom sljedećeg tjedna.[15]

[15] https://arhivanalitika.hr/blog/agrokor-stvarne-dimenzije-utjecaja-na-trziste-kapitala/, 5. rujna 2018.

Slika 5: Indeksi Crobex, Crobex turist i AG indeks Ekonomskog laba 2017. (2.1.2017.=100)



Izvor: www.zse.hr, 8. rujna 2018.

Domaće tržište kapitala, nakon usvojenog stand still ugovora, vrijednost indeksa Crobex je dohvatila 1989 bodova (dnevni rast za 1,8%). To je za 123 boda ili 5,8 % manje nego na početku tjedna. Snažno sniženje cijene u sastavu indeksa Crobex zabilježile su dionice Ledo (pad za 29,9%), Belje (pad za 17,0%), Đuro Đaković grupa (pad za 13,4%), Vupik (pad za 9,7%) i Kraš (pad za 9,6%). Dionicama Leda snažno se trgovalo cijeli tjedan uz stalni pad cijene iz dana u dan. Cijena dionice Leda spustila se u na 5120,00 kn, što je za 2180,00 kn ili 29,9% manje.[16]

Povlaštenim dionicama Adris grupe ostvarilo se 26,1 milijuna kuna tjednog prometa, od čega je u blok prometu protrgovano 9,3 milijuna kuna. Cijena povlaštene dionice Adris grupe spustila se na 470,80 kn (tjedni pad za 3,7%), nakon objavljene vijesti kako Agrokor duguje tvrtki oko 750 milijuna kuna. Redovnim dionicama Adris grupe ostvareno je 0,9 milijuna kuna prometa. Cijena redovne dionice Adris grupe povećala se na 584,90 kn (tjedni rast za 0,5%). Snažan pad cijene zabilježila je vrijednosnica Jamnice kojom se ostvarilo 20,9 milijuna kuna tjednog prometa, a cijena se spustila na 95.000,00 kn (tjedni pad za 24,0%). Dionicama HT-a snažno se trgovalo cijeli tjedan. Cijena dionice HT-a dohvatila je 173,79 kn. To je za 0,71 kn

[16] http://www.glas-slavonije.hr/329544/7/Agrokor-uzdrmao-trziste-kapitala, 8. rujna 2018.

ili 0,40% manje. Vrijednost indeksa Crobex, koji prati kretanje cijena obveznica, smanjila se na 110,25 indeksnih bodova (pad za 0,01 %.).[17]

6.2. Kretanja vrijednosti dionica Agrokora 2017. godine

Početkom studenog 2017. je vrijednost Agrokorovih dionica na Zagrebačkoj burzi iznosila i manje od desetine svoje vrijednosti u odnosu na razdoblje iz ožujka iste godine. Jamnica je u to vrijeme doživjela rekordan pad vrijednosti dionica od čak 89,6%, dok je Belje bolje prošao sa padom od 56,36 %. Također, rekordan pad zabilježile su i dionice još tri kompanije iz sastava Agrokora - Ledo, Zvijezda i Vupik. Vjeruje se da bi prehrana i poljoprivreda mogle održati pozitivno poslovanje, no ipak čnjenica da su te kompanije opterećene jamstvima za kredite krovne tvrtke, odrazila se na vrijednost dionica što najbolje pokazuju primjeri Leda i Jamnice, kompanija koje su perjanice u Agrokorovom segmentu hrane. Početkom ožujka 2017. godine, Ledova dionica vrijedila je gotovo devet i pol tisuća kuna, a cijela kompanija prema cijeni dionice – oko 2,9 milijardi kuna. Tridesetak dana kasnije, nakon što je zatražena primijena lex Agrokora, dionica pada na 5.590 kuna, a kompanija vrijedi 1,3 milijarde kuna. Krajem 2017. godine je prosječna cijena po kojoj se trgovalo Ledovim dionicama vrijedila 717,78 kuna, što znači da su ulagači procijenili da Ledo ukupno vrijedi 225,3 milijuna kuna, malo više od sedam posto vrijednosti koju je imao prije osam mjeseci. U Jamnici je taj pad i veći jer njezina dionica krajem 2017. godine vrijedila 5.999 kuna, a dok je početkom iste godine vrijedila 163 tisuće kuna, što znači da je pala na 3,6 posto nekadašnje vrijednosti. U ožujku 2017. cijeli paket dionica Jamnice vrijedio je 3,62 milijarde kuna, a šest mjeseci kasnije tek 132,7 milijuna kuna. Početkom ožujka 2017. godine Ledo i Jamnica zajedno su vrijedili 6,52 milijarde kuna, u trenutku kad je zatražena izvanredna uprava, vrijednost je pala na malo manje od tri milijarde kuna, a da bi na kraju 2017. godine iznosila 388 milijuna kuna. U svega osam mjeseci tijekom 2017. godine dionice tih dviju tvrtki izgubile su zajedno na vrijednosti oko 6,2 milijarde kuna, odnosno vrijede tek malo više od pet posto cijene koju su mogli postići dok se još vjerovalo da će se pronaći načina da se otplate dugovi poduzeća. Najveći gubitaš je naravno njihov najveći vlasnik - Agrokor, ali stotine milijuna kuna izgubili su i ostali ulagači, među njima i mirovinski fondovi. [18]

[17] ibidem

[18] http://www.novilist.hr/Vijesti/Gospodarstvo/PANIKA-NA-BURZI-Slom-dionica-Agrokora-u-besc jenje-prodavane-avanturisticki-kupovane?meta_refresh=true, 8. rujna 2018.

7. ZAKLJUČAK

Uloga financijskih tržišta u smislu premještanja sredstava od onih koji kojih raspolažu novčanim viškom do onih kojima oni nedostaju, a potrebna su im za produktivna ulaganja odnosno poduzetničke projekte. Upravo u tome se krije doprinos financijskih tržišta većoj proizvodnji kao i efikasnosti u cjelokupnom gospodarstvu. Za zaključiti je da osim što financijska tržišta doprinose većoj proizvodnosti cjelokupnog gospodarstva, doprinose i većem blagostanju potrošača, jer im omogućuju lakše planiranje kupnji, a čime se preskače faza štednje. Dakle, financijska tržišta povećavaju ekonomsko blagostanje društva u cjelini.

Financijska kriza koja je najprije slomila Zagrebačku burzu pretvorila ju je u njezinu suprotnost. Drastično smanjena vrijednost dionica i do 90 %, smanjila je i dovela do apsurda vrijednost i tržišnu kapitalizaciju tvrtki koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi. Burza i aktivnosti na njoj trenutačno se temelje samo na jednom parametru – nedostatku kapitala kod ulagača.

Kao već prilično zadužena kompanija, Agrokor je sve teže nalazio investitore spremne financirati ga po prihvatljivim uvjetima. U nemogućnosti da na zapadnim financijskim tržištima osigura prihvatljivu cijenu kapitala za refinanciranje starih dugova

Negativan utjecaj krize u Agrokoru počeo se odražavati i na ekonomiju pa su, primjerice, pokazatelji industrijske proizvodnje i prometa u maloprodaji za travanj bili znatno ispod očekivanja. Agrokor ima negativan utjecaj na ukupnu ekonomiju, pitanje je samo hoće li biti manji ili veći.

LITERATURA

Knjige:

1. Mishin, F.S., Stanley, G.E.: Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb, 2005.
2. Krnić, B.: Rizici u poslovanju i upravljanje izloženošću, Materijaliza izvođenje predavanja, cjelina IV, Visoka škola za ekonomiju poduzetništva s pravom javnosti, Zagreb, 2004./2005.
3. Pojatina D. Tržišta kapitala. Split: Ekonomski fakultet

Internet izvori:

1. https://arhivanalitika.hr/blog/agrokor-stvarne-dimenzije-utjecaja-na-trziste-kapitala/, 5. rujna 2018.
2. http://www.biznet.hr/Gospodarska_kretanja/tr_kap.htm, 12.rujna 2018.
3. http://business-magazine.ba/2018/01/09/kriza-agrokoru-zatresla-penzione-fondove-hrvatskoj/, 6. rujna 2018.
4. https://www.express.hr/ekonomix/potop-agrokorovih-dionica-rusi-zg-burzu-13502, 5. rujna 2018.
5. https://dnevnik.hr/vijesti/hrvatska/poceo-oporavak-dionica-agrokorovih-tvrtki-pad-cijena-je-za-jedne-tragedija-a-za-druge-je-mogucnost---495243.html, 6. rujna 2018.
6. http://www.fes-croatia.org/fileadmin/user_upload/171109_Agrokor_WEB.pdf, 10. rujna 2018.
7. http://www.glas-slavonije.hr/329544/7/Agrokor-uzdrmao-trziste-kapitala, 8. rujna 2018.
8. https://www.ijf.hr/upload/files/file/knjige/trziste.pdf, 12. rujna 2018.
9. https://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/tko-kupuje-agrokor-vrijednost-perjanica-u-slobodnom-padu-traje-rasprodaja-ali-ima-i-kupaca-otkrivamo-tko-grabi-jeftine-dionice-leda-jamnice-belja/5901156/, 5. rujna 2018.
10. http://www.novilist.hr/Vijesti/Gospodarstvo/PANIKA-NA-BURZI-Slom-dionica-Agrokora-u-bescjenje-prodavane-avanturisticki-kupovane, 8. rujna 2018.
11. http://www.poduzetnistvo.org/news/todoric-s-burze-skida-agrokorove-dionice, 5. rujna 2018.
12. https://www.tportal.hr/biznis/clanak/devedeset-dana-panike-sto-sve-znamo-o-slucaju-agrokor-20170324, 5. rujna 2018.
13. https://www.vecernji.hr/biznis/agrokor-kronologija-krize-koja-je-obiljezila-2017-1215013, 6. rujna 2018.

14. http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271, 10. rujna 2018.
15. http://en.wikipedia.org/wiki/American_Depositary_Receipt, 3. rujna 2018.
16. https://arhivanalitika.hr/blog/agrokor-stvarne-dimenzije-utjecaja-na-trziste-kapitala/, 8. rujna 2018.

POPIS SLIKA

Slika 1: Kretanje indeksa dana 10. rujna 2018.godine 13

Slika 2: Razvojni put Agrokora 16

Slika 3: Revizija rezultata poslovanja za 2015. godinu i rezultati poslovanja u 2016.godini (u mil. HRK) 21

Slika 4: Promjene kapitala kompanija zbog jednokratnih otpisa i procjena (u mil. HRK) 21

Slika 5: Indeksi Crobex, Crobex turist i AG indeks Ekonomskog laba 2017. (2.1.2017.=100) 23

SAŽETAK

U uvodnom dijelu rada prikazan je problem istraživanja, ciljevi rada, metode korištene u radu, i struktura rada. Zatim se je analiziralo financijsko tržište, tržište novca, tržište kapitala i vrijednosnice koje kotiraju na financijskom tržištu, kao što su obveznice i dionice. Analizirano je stanje na Zagrebačkoj burzi te kotiranje Crobex dionice . U sljedećem dijelu rada detaljno je obrađen koncern Agrokor . U posljednjem djelu rada analizirano je kako je kriza Agrokora utjecala na tržište kapitala u Republici Hrvatskoj.

SUMMARY

In the introductory part of the paper the problem of research, the objectives of the work, the method used in the work, and the structure of the work are presented. Then the financial market, the money market, the capital market and securities quoted in the financial market, such as bonds and stocks, were analyzed. The stock exchange on the Zagreb Stock Exchange was analyzed and Crobex shares were quoted. In the next part of the work, the Agrokor Group has been processed in detail. In the last part of the paper it was analyzed how the crisis of Agrokor influenced the capital market in the Republic of Croatia.