

Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane

Alajbeg, Denis; Bubaš, Zoran

Authored book / Autorska knjiga

Publication status / Verzija rada: **Published version / Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

Publication year / Godina izdavanja: **2001**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:242:817742>

Rights / Prava: [Attribution 4.0 International](#)/[Imenovanje 4.0 međunarodna](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-24**



Repository / Repozitorij:

[Institute of Public Finance Repository](#)

Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane



Denis Alajbeg i Zoran Bubaš

INSTITUT ZA
JAVNE
FINANCIJE

Zagreb 2001.

Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane

Autori: dr. Denis Alajbeg i dr. Zoran Bubaš

INSTITUT ZA
JAVNE
FINANCIJE

Sadržaj

PREDGOVOR	5
UVOD	6
1. Što je tržište kapitala	8
1.1. Primarno i sekundarno tržište	9
1.2. Tržište vlasničkih i dužničkih vrijednosnica	10
1.3. Nacionalno i međunarodno tržište	10
1.4. Neorganizirano i organizirano tržište	10
2. Institucije tržišta kapitala	12
2.1. Što je burza	13
2.2. Zagrebačka burza	15
2.3. Uređeno javno tržište: Varaždinsko tržište vrijednosnica	17
2.4. Komisija za vrijednosne papire	19
2.5. Središnja depozitarna agencija	20
3. Što je obveznica	22
3.1. Cijena obveznice i prinos	23
3.2. Vrste obveznica	25
3.2.1. Obveznice poduzeća	25
3.2.2. Obveznice javnog sektora	26
3.3. Obveznice na hrvatskom tržištu kapitala	28
3.4. Digresija: stečena kamata	29
4. Dionice	32
4.1. Dionice na hrvatskom tržištu kapitala	35
4.1.1. Dionice u prvoj kotaciji Zagrebačke burze	35
4.1.2. Dionice u TN kotaciji Zagrebačke burze	38
4.1.3. Dionice u VTV kotaciji	39
4.1.4. Dionice na listi ponude i potražnje VTV-a	40
4.2. Indeksi tržišta (burzovni indeksi): CROBEX i VIN	41
5. Investicijski fondovi	42
5.1. Investicijski fondovi u Hrvatskoj	46
5.1.1. Zatvoreni investicijski fondovi	46
5.1.2. Otvoreni investicijski fondovi	48
5.1.2.1. Novčani fondovi	49
5.1.2.2. Obveznički fondovi	50
5.1.2.3. Dionički fondovi	51
5.1.2.4. Mješoviti fondovi	51
6. Kupoprodaja vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu	54
6.1. Troškovi i naknade pri kupoprodaji vrijednosnih papira	56
7. A porezi?	58

8. Informacije o tržištu	59
POJMOVNIK	62
PRILOZI	
1. Kretanje tržišne cijene i volumena obveznica na Zagrebačkoj burzi	65
2. Tržišne cijene i volumen dionica u prvoj kotaciji ZSE	66
3. Kretanje tržišnih cijena i volumena odabranih dionica u TN kotaciji Zagrebačke burze	68
4. Tržišna cijena i volumen trgovine dionicama poduzeća Ericsson Nikola Tesla (ERNT-R-A)	70
5. Kretanje burzovnih indeksa CROBEX i VIN	71
6. Društva za upravljanje investicijskim fondovima	72
7. Kretanje tržišnih cijena i volumena trgovine dionicama privatizacijskih investicijskih fondova	73
8. Brokerske kuće	76
KRATICE	79

Predgovor

Prošlo je već cijelo desetljeće tranzicije, a tržište kapitala očito je i dalje velika nepoznanica za širu hrvatsku javnost. Od, vjerovali ili ne, preko 350 000 otvorenih računa vrijednosnica u Središnjoj depozitarnoj agenciji, prema približnim procjenama tek ih je 5 000 do 10 000 aktivno u kupoprodaji vrijednosnih papira. Ostali su računi pasivni - na njima se stanje nije promijenilo od otvaranja ili je izvršena tek jedna, najčešće prodajna transakcija. Vjerujemo da je osnovni razlog pasivnosti nepoznavanje činjenica - usprkos tome što se u stručnim krugovima o tržištu kapitala stalno govori i piše, običnom čovjeku nedostaju osnovne informacije.

Stoga je i *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane* nastao u namjeri da se ta naizgled složena problematika pokuša pojednostavnjeno približiti svim zainteresiranim građanima. Iz poglavlja u poglavlje otkriva se sve ono što je bitno za razumijevanje tržišta kapitala: njegove institucije, vrijednosni papiri, procedura kupoprodaje vrijednosnica, porezi i izvori informacija o tržištu, njegovim sudionicima i vrijednosnim papirima. Nadamo se da će *Vodič* biti koristan i primjenjiv te da će popuniti neke praznine u informiranju javnosti.

Osim Institutu za javne financije, osobita zahvala autora upućena je i zagrebačkom uredu Zaklade "Friedrich Ebert". Zatvorivši financijsku konstrukciju i pruživši autorima svekoliku potporu, te su institucije omogućile realizaciju *Vodiča kroz hrvatsko tržište kapitala*.

U Zagrebu, prosinac 2001.

Denis Alajbeg i Zoran Bubaš

Uvod

Hmmm... tržište kapitala, kažete?

Teško sebi (a još teže drugima) priznajemo da (možda baš) i ne znamo što se na njemu točno događa. Možda pomislimo da to uopće i ne želimo znati jer se bavimo drugim, za nas bitnijim stvarima u životu. Ili, jednostavno, "racionalno" odbacimo temu koja se čini suviše kompliciranom jer nikada nismo pohađali škole i fakultete na kojima se uči "o tim stvarima". Ipak, negdje duboko u nama, negdje u onim skrovitim mjestima čije postojanje često i sami poričemo, katkad zaiskri barem trun fasciniranosti, možda čak i divljenja prema onome što ne razumijemo.

Gledajući TV, zasigurno smo opazili neke scene sa svjetskih tržišta kapitala: nekakva turbulentna i šarolika zbivanja pri čemu odrasli ljudi, kao u nekakvom cirkusu, mahnito telefoniraju, žustro gestikuliraju i viču, a novac se kao u videoigri u trenutku stvara i rastapa na kompjutorskim ekranima. Svi se samo nabacuju i razbacuju brojkama: od znojnih tržišnih sudionika i uštogljenih komentatora analitičara do novinara izvjestitelja s tržišta. Stvarno, može li se itko običan i normalan snaći u tome - zbunjeno se pitamo mijenjajući program ili (još bolje) gaseći televizor. Međutim,

kao nakon gledanja izvlačenja dobitnika u bogatoj nagradnoj igri, u glavi (makar nakratko) ostaju projicirane slike raskoši, moći, brzopoteznog bogatstva, dinamike i pronicavih milijunskih odluka.

Kada se sapunasti mjehurić mašte rasprsne, slijedi grubo trijeznjenje. Tko može ikada naučiti tumačiti taj beskonačan niz brojki koji se mijenja iz časa u čas, te nekakve nerazumljive kratice koje kao da tekuća vrpca izvlači iz bubnja u kojemu se vrti sitno narezani telefonski imenik? Da, to je primjerena usporedba, mislimo; sve što je vezano za tržište i vrijednosne papire, po svemu sudeći, najmanje je jednako složeno kao i izračunavanje putanje pada satelita. I tu odustajemo. Kraj priče. Vraćamo se našoj utvrđenoj poziciji u svakodnevi.

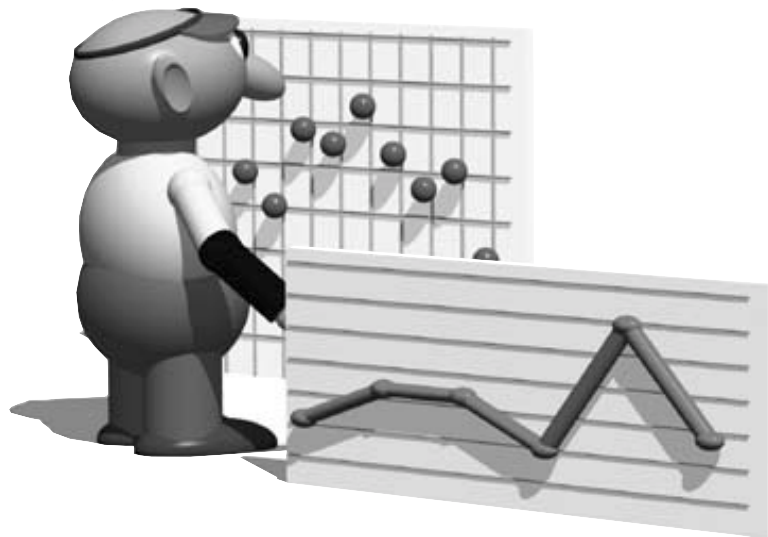
Ne mora biti tako. Mehanizmi djelovanja tržišta kapitala u svojoj su suštini vrlo jednostavni jer su preuzeti iz svakodnevnog života. Nisu potrebne visoke škole, godine iskustva ni poznavanje posebnih "pisama" da bismo ih svladali. Potrebno je samo malo vremena i volje. Kada u tome uspijemo, pa makar se nikada ne odlučili uložiti ni novčića na tržište, bit ćemo zadovoljni. Nestat će "neprobojni" zid kojim ste mislili da su okruženi i tržište, i dionice, i fondovi, i sve s njima povezano.

Iz ovog vodiča nećete saznati pojedinosti o organiziranju i poslovanju na glamuroznim svjetskim tržištima kapitala od Tokija do New Yorka. Baviti ćemo se "samo" hrvatskim tržištem kapitala. Svejedno, ništa važno ne propuštamo: osnovna načela potrebna za razumijevanje naše teme svugdje su ista - od New Yorka do Zagreba i Varaždina. A vjerojatno će vam upoznavanje s našim tržištem kapitala biti i od veće praktične koristi.

Stoga ćemo s ovim vodičem započeti putovanje koje će vas odvesti uzduž i poprijeko investicijske karte Lijepe naše. Kratko ćemo se zaustavljati na svakoj stanici, izaći i prošetati osobitostima institucija i instrumenata domaćeg tržišta kapitala. Nakon toga vam se više ne bi trebalo činiti da su pojmovi *spread*, kotacija, *bid*, *ask*, tekući prinos, *benchmark* ili središnji depozitorij izašli iz rječnika tehničkog osoblja *Zvezdanih staza*.

Ovaj vodič na jednome mjestu objašnjava sve ono što treba znati o tržištu s kojim se susrećete kada ujutro, listajući dnevne novine, dođete do gospodarskih stranica: od mehanizama funkcioniranja domaćeg tržišta kapitala i vrijednosnih papira koji se na njemu mogu pronaći do procedure koja prati njihovu kupnju ili prodaju. A kad navečer, prije spavanja, burzovno izvješće na HTV-u bude razumljiva (i tražena) informacija, predrasuda o nedodirljivosti i nerazumljivosti tržišta kapitala bit će razbijena, a cilj ovog vodiča ispunjena.

1. Što je tržište kapitala



Logična asocijacija na pojam tržišta jest da je to o mjesto na kojemu se nešto trži, odnosno mjesto na kojemu se kupuje i prodaje neka roba. To je mjesto na kojemu se susreću ponuda i potražnja: prodavatelj nudi robu na prodaju (ponuda), kupac traži robu za kupnju (potražnja). Primjerice, roba kojom se trguje na zelenoj tržnici jest voće i povrće, u ribarnici se susreću ponuda i potražnja ribe, plodova mora i sl. Stoga u pokušaju prvog približavanja pojma tržišta kapitala recimo ovo:

Tržište kapitala je tržište na kojemu se kupuje i prodaje kapital, odnosno mjesto na kojemu se susreću potražnja i ponuda kapitala.

Iako možda i ne znamo točno što kapital jest, već predosjećamo da ima veze s novcem. Zapravo, tržište kapitala jako miriše na novac zbog istog razloga zbog kojega tržnica odiše sezonskim voćem i povrćem, a ribarnica svojom

specifičnom i lako prepoznatljivom mješavinom mirisa. Stoga jedna od najpoznatijih (i najjednostavnijih) definicija kapitala i kaže da je to **novac koji se upotrebljava u investicijske svrhe**.

Ako se npr. na tržištu voća i povrća sastaju ponuda i potražnja voća i povrća, to znači da se za određenu količinu voća ili povrća razmjenjuje određeni novčani iznos. Analogno tome, mogli bismo reći da se na tržištu kapitala razmjenjuje novac za investicijske svrhe za određeni novčani iznos - i tako ćemo doći do točke gdje je malo toga jasno.

Osnovni razlog zbog kojega je prethodna analogija toliko zbunjujuća jest da roba kojom se trguje nije preciznije razgraničena od novčanih iznosa kojima se trguje: za novac se na tržištu kapitala ne trguje kapitalnim (tj. novčanim) iznosima, već kapitalnim dobrima odnosno financijskim instrumentima, tj. vrijednosnim papirima. Kapitalna dobra, financijski instrumenti i vrijednosni papiri (vrijednosnice) sinonimi su - oni samo ističu aspekte ekonomske vrijednosti, financiranja poduzeća ili pravnu stranu dionica, obveznica odnosno drugih vrijednosnica.

1.1. Primarno i sekundarno tržište

Dionice, obveznice i drugi financijski instrumenti zaživljavaju na tzv. **primarnom ili emisijskom tržištu**. To je onaj segment tržišta **na kojemu izdavatelj dionice ili obveznice dolazi do kapitala**, odnosno do određenoga novčanog iznosa koji mu je potreban (npr. za financiranje investicijskog projekta ili drugu poslovnu aktivnost). Posao izdavanja, odnosno primarne emisije vrijednosnog papira (*engl. IPO - Initial Public Offering*) prilično je složen i najčešće odveć zahtjevan da bi ga izdavatelj mogao samostalno odraditi. Banke, odnosno njihovi odjeli za investicijsko bankarstvo najčešće odraduju posao od ideje do realizacije primarne emisije. One stoga i vladaju tim tržištem: bilo kao "veletrgovci" koji otkupljuju cijelo izdanje i rasprodaju ga dalje, bilo kao posrednici koji pronalaze izravnog kupca vrijednosnice.

Nakon što su prvi put prodani, vrijednosni papiri svoj život nastavljaju na tzv. **sekundarnom ili transakcijskom tržištu**. Za razliku od primarnog tržišta, gdje izdavatelj pribavlja novčana sredstva, **na sekundarnom se tržištu "samo" mijenja vlasnik vrijednosnice**. Međutim, upravo stoga što postoji mogućnost preprodaje vrijednosnica, sekundarno je tržište izrazito važno. Zamislite se samo kao investitor u dugoročnu vrijednosnicu s kojom do njezina dospijeca ne možete ništa učiniti - to je kao da ste oročili svoja sredstva na dugi rok bez ikakve mogućnosti raskidanja oročenja prije isteka dogovorenog roka. **Sekundarno tržište kapitala omogućuje mobilnost i likvidnost** - investitor

može prodati svoj (dugoročni) vrijednosni papir i tako prema potrebi doći do novčanih sredstava. Kada se u širokoj populaciji govori o tržištu kapitala, najčešće se zapravo govori o sekundarnom tržištu kapitala.

1.2. Tržište vlasničkih i dužničkih vrijednosnica

Ta se podjela temelji na obilježju financijskog odnosa između izdavatelja i vlasnika vrijednosnice. Kao što im sam naziv kaže, **vlasnički papiri predstavljaju udio u vlasništvu nad poduzećem i za njih su vezana određena vlasnička prava**, dok je u pozadini **dužničkoga vrijednosnog papira financijsko kreditiranje izdavatelja**. Klasični vlasnički instrument je **dionica**, dok je **obveznica** tipičan predstavnik skupine dužničkih vrijednosnica. Iako postoje određene organizacijske razlike između tih tržišnih segmenata, oni u praksi čine cjelinu: mjesto na kojemu se sastaju ponuda i potražnja dugoročnih financijskih instrumenata.

1.3. Nacionalno i međunarodno tržište

Logično se podrazumijeva da se pojam **nacionalnog tržišta** odnosi na domaće tržište kapitala. Stoga bi se pojam međunarodnog tržišta kapitala trebao odnositi na sva ostala nacionalna tržišta, osim domaćega. Želimo li biti doista precizni, trebamo reći da se pod pojmom **međunarodnog tržišta** kapitala razumijeva trgovina vrijednosnicama koja nije ograničena na (jedno) državno područje - time su obuhvaćena i nadnacionalna tržišta kapitala. Tipičan (i nama najbliži) primjer nadnacionalnog tržišta jest tzv. eurotržište, koje nema posebnog uređenja, ne pripada ni jednoj državi i čija su glavna središta London, Pariz, Luxemburg i Frankfurt.

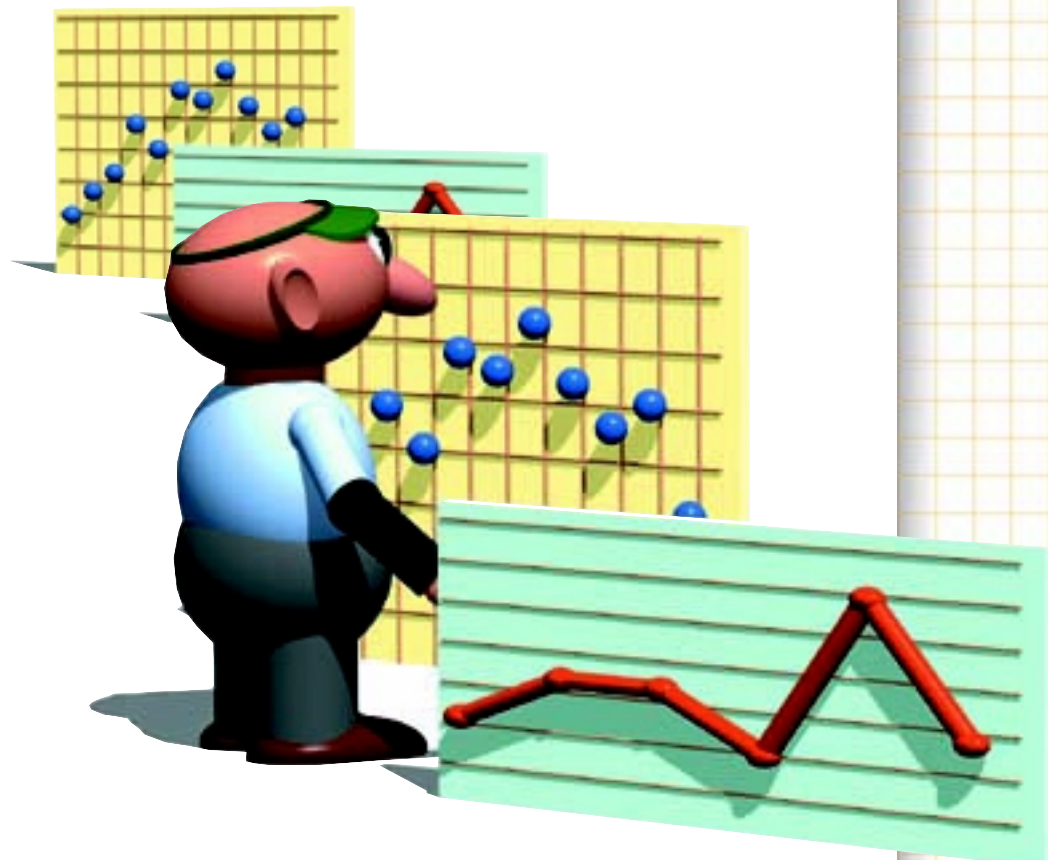
U širem smislu, slobodan tijek kapitala briše granice između domaćega i ostalih tržišta. Tako je i hrvatsko tržište dio međunarodnog tržišta kapitala: na hrvatskom tržištu osim domaćih pravnih i fizičkih osoba, hrvatskim dionicama i obveznicama trguju i strane osobe. Na međunarodnom tržištu kapitala mogu se kupiti vrijednosni papiri hrvatskih izdavatelja (npr. dionice Plive i Zagrebačke banke, obveznice Republike Hrvatske). Ipak, pristup domaćih osoba međunarodnome sekundarnom tržištu dopušten je samo određenim pravnim osobama (npr. bankama, fondovima). Fizičke osobe svoje investicijske prilike (za sada) mogu tražiti isključivo na domaćem tržištu kapitala.

1.4. Neorganizirano i organizirano tržište

Neorganizirano tržište često se naziva i nereguliranim, spontanim ili sivim tržištem. To tržište **obuhvaća sva**

trgovanja vrijednosnim papirima izvan organiziranog tržišta: od trgovanja vrijednosnim papirima koje organizirano tržište ne prihvaća, do kupoprodaje vrijednosnica koje su usprkos mogućnostima, realizirane mimo organiziranog tržišta. Zapravo, to tržište ima svoje lice što se smiješi za trgovinu zainteresiranim stranama koje točno znaju što hoće u dogovorenim kupoprodajama vrijednosnih papira. Istodobno, to je i sivo područje kupoprodaje vrijednosnih papira (npr. oglasnici, plakati) na kojemu djeluju lovci na naivce.

Za razliku od nereguliranoga, **organizirano sekundarno tržište karakteriziraju precizno utvrđena pravila ponašanja i regulatorno-nadzorni okvir**, koje postavlja zakonodavac (država), ali i same institucije na kojima se trguje: stroge burze i (nešto manje formalizirana) OTC tržišta. Upravo je organizirano sekundarno tržište ono pravo tržište vrijednosnih papira s kojim vas želimo upoznati.



2. Institucije tržišta kapitala



Zamislimo na trenutak da zelena tržnica ne postoji. Voće i povrće kupovali bismo npr. u supermarketu - uz pritajeni osjećaj sumnje u kvalitetu ili svježinu robe. Možda bi na preporuku prijatelja ili rodbine odlazili uzgajivačima voća i povrća i izravno od njih kupovali ono što nam treba. Pritom bismo očekivali da je roba svježija, ali koliko bismo samo vremena izgubili u takvim obilascima?! Osim toga, i uzgajivači bi podjednako bili pogođeni nepostojanjem tržnice. Poljoprivrednici bi relativno teško širili broj zainteresiranih kupaca i vjerojatno bi za svoje proizvode tražili više cijene jer ih nigdje javno ne bi prodavali. Možda bi poljoprivrednici poput trgovačkih putnika obilazili potencijalne kupce, kako ne bi samo uski krug ljudi znao za njih? U svakom slučaju, teško bi itko mogao biti zadovoljan u takvim (ne)prilikama. Srećom, tržnica je magičan prostor koji problem kupaca i prodavatelja voća i povrća rješava na vrlo jednostavan način - dovodi ih sve na isto mjesto. Koncentrirani na jednoj lokaciji, ponuda i

potražnja imaju obilježje brzog dogovora o količini i cijeni, odnosno o zadovoljavajućim uvjetima za obje strane.

Ljudi koji ne poznaju financijska tržišta često ih zamišljaju kao krajnje stručna i komplicirana mjesta na kojima se kreću samo odabrani matematičko-menedžerski talenti. Uz još poneko svježije sjećanje na američki film slične tematike, kovčeg predrasuda je zapečaćen: sve je to toliko apsurdno i nerazumljivo da od toga boli glava. Međutim, istina je sasvim drukčija: financijska tržišta ne pokreću složeni, jednadžbama nakrcani izračuni, već isti zakoni i načela koji vrijede i na obližnjoj tržnici. Ako jabuka ima mnogo, vrijedit će manje; ako mandarina ima malo, cijena će im narasti. Razlika postoji utoliko što se umjesto voća i povrća na financijskom tržištu kupuju i prodaju vrijednosni papiri i što mjesta na kojima se trguje nisu tržnice nego burze i uređena javna tržišta.

Dakle, kada želimo kupiti ili prodati vrijednosni papir, odlazimo na burzu ili na uređeno javno tržište. Doduše, uvijek postoji mogućnost izravnog pronalaženja zainteresiranih prodavatelja ili kupaca vrijednosnih papira. Međutim, čovjek se brzo otarasi takvih misli ako se prisjeti priče s voćem i povrćem te utroška vremena, energije i novca, zar ne? U biti, burze i uređena javna tržišta postoje zbog istog razloga zbog kojega postoje tržnice.

2.1. Što je burza

Burza se može definirati kao **organizirano tržište na kojemu, u skladu sa strogo propisanim pravilima, kupci i prodavatelji trguju vrijednosnim papirima**. Još od 15. stoljeća i nastanka prvih burzi u kontinentalnoj Europi, one obavljaju zadaću spajanja ponude i potražnje vrijednosnica na jednome mjestu. Mjesta trgovanja razvijala su se i mijenjala tijekom vremena, doživljavajući preobrazbu iz zadimljenih krčmi u zgrade neospornoga arhitektonskog značenja.

Burza je u najvećem dijelu svog postojanja bila mjesto s atmosferom i duhom tržnice, gdje je mnoštvo nervoznih sudionika u žamoru i stresu sklapalo kupoprodajne transakcije. Iako se burzu i danas poistovjećuje s raskošno dizajniranom i opremljenom zgradom, fizičko postojanje ponude i potražnje na parketu burze sve više blijedi. Naime, u posljednja dva desetljeća čak i najpoznatije burze (New York, Tokio, London, Frankfurt, Pariz itd.) sve veći dio trgovine vrijednosnicama prebacuju s burzovnog parketa na kompjutorske monitore.

Jednostavnim unosom naloga za kupnju ili prodaju u osobno računalo elektronski sustavi trgovanja omogućuju tržišnim sudionicima zaključivanje burzovnih transakcija iz matičnog ureda. Nalozi se prenose u glavni kompjutor na burzi koji uspoređuje i izvršava naloge ako postoji

podudarnost kupnje i prodaje. Burzovna je trgovina vrijednosnicama, dakle, usred relativno novog trenda udaljavanja od *fizičkog mjesta* na kojemu se susreću ponuda i potražnja. Vjerojatno će naposljetku potpuno prevladati trgovanje preko kompjutorskih sustava; fizička nazočnost sudionika neće uopće više biti potrebna. Razlika u odnosu prema dobroj staroj tržnici znatno će se povećati, iako više ni tržnica na Internetu nije nezamisliva.

Sve što je vezano za organizaciju burze i poslovanje na burzi detaljno je regulirano posebnim pravilima i zakonima. Zašto? Vrlo jednostavno: zato što među sudionicima u trgovini ne smije biti povlaštenih, pravila osiguravaju jednake uvjete za sve. To je i razumljivo jer npr. mali ulagač s nekoliko tisuća kuna uloženi u poduzeće (društvo) kojim se trguje na burzi želi imati jednak pristup svim važnim informacijama o tom društvu kao i npr. mirovinski fond koji se na tržištu pojavljuje s milijunskim iznosima. Mali ulagač također želi da se njegov nalog za kupnju ili prodaju izvrši uz najbolje moguće uvjete, a ne da trpi štetu ili bude zaobiđen zbog milijunskih naloga velikih financijskih kuća. Iako burzovna pravila postavljaju sasvim jasne odrednice svim tržišnim sudionicima, nepravilnosti se katkad događaju čak i na najrazvijenijim tržištima. Međutim, takve su situacije iznimno rijetke jer krivci moraju računati s nenadoknadivim gubitkom ugleda te iznimno visokim novčanim i nezaobilaznim zatvorskim kaznama.

Već smo rekli da odlazimo na burzu kada želimo kupiti ili prodati vrijednosne papire. Međutim, to ne treba shvatiti baš tako doslovno: ne možemo jednostavno pokucati na vrata burze i zamoliti najbližeg službenika da nam ispuni nalog. Burza kao institucija samo osigurava infrastrukturu za obavljanje trgovinskih transakcija. Stvarne kupoprodaje mogu raditi samo članovi burze i nitko drugi. Članovi imaju zakupljeno *mjesto* na burzi za trgovanje i posrednici su koji spajaju naloge: npr. vaš nalog za kupnju i nalog neke druge strane za prodaju. Prema tome, kada želimo obaviti neku transakciju, ne idemo izravno na burzu nego otvaramo nalog kod posrednika. Posrednici u trgovini vrijednosnim papirima nazivaju se *brokeri*. O njima i o praktičnoj provedbi kupoprodaje vrijednosnih papira nešto ćemo više reći kasnije.

Nakon što smo saznali da sa svojim nalogom ne možemo tek tako ušetati na burzu, upoznajmo još jedno ograničenje: na burzi se ne trguje svim vrijednosnim papirima koji postoje, već samo s uvrštenim vrijednosnim papirima. Što to znači? Ako neko društvo želi da se s njegovim vrijednosnicama trguje na burzi, najprije mora podnijeti zahtjev za uvrštenjem. Burza će odobriti zahtjev nakon što društvo ispuni određene uvjete. Najvažniji uvjet jest detaljno izlaganje brojnih pokazatelja bivšega i sadašnjeg poslovanja društva najširoj javnosti, s obvezom zadržavanja iste razine

izvještavanja i u budućnosti. Na taj se način svim ulagačima omogućuje stalni uvid u poslovanje na burzu uvrštenih društava, pa se mogu donositi realnije i bolje investicijske odluke. Međutim, nije oduvijek bilo tako.

Prije najpoznatijega burzovnog sloma u povijesti (1929. godine, New York), poduzeća su bila minimalno transparentna, odnosno otvorena prema javnosti. Uvid u poslovanje društava imale su malobrojne velike i moćne financijske institucije koje su s poduzećima bile povezane na vlasničkoj ili kreditnoj osnovi. Velika većina ulagača napamet je trgovala vrijednosnim papirima, bez znanja o uspješnosti društva ili o tome čime se društvo zapravo bavi. Zbog burzovnoga i gospodarskog kraha koji je uslijedio 1929. godine zakonodavne institucije postrožile su pravila trgovanja vrijednosnicama. Od tada se na burzama po pravilu trguje samo najvećim i najkvalitetnijim poduzećima - društvima s poslovnim interesom i sposobnošću zadovoljavanja uvjeta uvrštenja.

Na burzu uvršteni vrijednosni papiri obično su podijeljeni u nekoliko razreda (segmenata). To su tzv. **burzovne kotacije**, 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 npr. na dioničke kotacije, kotacije za obveznice, kotacije kratkoročnih vrijednosnica, financijskih derivata itd.

2.2. Zagrebačka burza

U razvijenim tržišnim gospodarstvima sasvim je uobičajeno postojanje više regionalnih i jedne središnje, nacionalne burze. U Hrvatskoj postoji samo Zagrebačka burza (*Zagreb Stock Exchange - ZSE*).

Zagrebačka burza osnovana je još 1918. godine, nakon raspada Austro-Ugarske Monarhije. Sve do velike gospodarske krize u tridesetim godinama Zagrebačka je burza poslovala relativno uspješno, no tada se zbog pomanjkanja potražnje ukida trgovina vrijednosnim papirima. Trgovina devizama, sirovinama i zlatom ipak se održala sve do kraja Drugoga svjetskog rata. Promjenom društvenog uređenja burza je ukinuta; na ponovno osnivanje trebalo je čekati sve do 1991. godine. Tada je, zahvaljujući angažmanu domaćih banaka i osiguravajućih društava, Zagrebačka burza zauzela svoje institucionalno mjesto u novostvorenoj strukturi tržišnoga gospodarstva.

Početak devedesetih godina trgovina vrijednosnicama bila je centralizirana, odnosno obavljala se u dvoranama Zagrebačke burze. Nije bilo nimalo sličnosti s razvijenim tržištima s kojih se povremeno mogao vidjeti izvještaj na TV-

u. Štoviše, razočaranje je bilo prilično veliko kada su prve snimke domaćih burzovnih sjednica pokazale dvoranu u kojoj je desetak brokera sjedilo za dugačkim stolom i naizgled ravnodušno naizmjenično podizalo i spuštalo drvene palice. Što oni zapravo rade s tim "lizalicama"? Gdje je burzovna arena, buka, trka, mahanje rukama i nogama, leteći papiri? Zapravo, bitne razlike nije bilo jer je i na Zagrebačkoj burzi (kao i na većini drugih) trgovina bila organizirana na načelima dražbe, a zbunjujuće mahanje "lizalicama" bilo je brokersko nadmetanje za izloženu robu. Rudimentarni izgled prvih burzovnih sastanaka rezultat je činjenice da je (u odnosu prema stotinama tisuća sudionika na stranim tržištima) na domaćem tržištu tada postojala tek mala skupina nadahnutih pojedinaca koji su odnekud uspjeli "skrpati" nekakvu mršavu ponudu i potražnju vrijednosnica. Podatak da je u prvih nekoliko godina na Zagrebačkoj burzi bilo manje prometa nego u jednoj prosječnoj kupoprodajnoj transakciji na burzi u New Yorku dovoljno govori o tim vremenima.

Sustav fizičke trgovine u dvorani na Zagrebačkoj je napušten burzi 1994. godine. Uveden je tzv. **TEST (telekomunikacijski sustav trgovine)**, čime je radikalno osuvremenjen domaći burzovni pejzaž. Brokери više nisu trebali dolaziti na burzu, već su svoje naloge mogli izvršavati iz svog ureda: Hrvatska se uključila u globalni trend elektronskog trgovanja.

Burzovne transakcije i danas se obavljaju putem kompjutorskoga trgovinskog sustava. Brokери sada spajaju naloge uz pomoć TEST-ova udaljenog potomka, tzv. **multioperativnog sustava trgovine (MOST-a)**. Načelo kupoprodaje je isto: broker iz svog ureda može unijeti svoj nalog za kupnju ili prodaju u sustav ili može zatvoriti neki nalog koji je otprije izložen na ekranu. Naravno, sve je postalo mnogo brže i zbiva se u stvarnom vremenu. Trenutačno, Zagrebačka burza ima četrdesetak članova (čitaj: brokerskih kuća koje su zakupile svoje mjesto na burzi i koje se mogu priključiti na MOST i trgovati na njemu).

Od prvih burzovnih dana do danas znatno se povećao i broj vrijednosnih papira kojima se može trgovati. Dok su npr. 1992. godine na burzi bile uvrštene tek dionice nacionalne zrakoplovne kompanije Croatia airlinesa i dvije serije obveznica hrvatskih turističkih poduzeća (Arenaturista i Jadranke), danas je u nekoliko kotacija raspoređeno šezdesetak vrijednosnih papira.

U prvj i najvišoj kotaciji Zagrebačke burze uvršteno je sedam vrijednosnica: četiri dionice (Pliva, Zagrebačka banka, Podravka i "Viktor Lenac") i tri obveznice (Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje - HZZO, trogodišnje i petogodišnje obveznice Državne agencije za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka - DAB-03 i DAB-05). Napomenimo da su uvjeti za uvrštenje u prvu kotaciju Zagrebačke burze usklađeni sa

smjernicama Europske unije i podudaraju se s kriterijima uvrštenja Londonske burze. Drugim riječima, to znači da svako hrvatsko društvo koje zadovoljava uvjete uvrštenja Zagrebačke burze može svoje vrijednosne papire uvrstiti i na Londonsku burzu. Do danas su to učinile Pliva i Zagrebačka banka.

Društva čije su vrijednosnice u prvoj kotaciji pružaju ulagačima najveći stupanj uvida u svoje poslovanje. Druge kotacije traže labavije uvjete za uvrštenje, i sukladno tome, ne mogu se (iz perspektive investitora) po transparentnosti usporediti s prvom kotacijom. Najviše je vrijednosnica uvršteno u tzv. TN kotaciju, gdje se trguje dionicama mnogih poznatih domaćih poduzeća (Kraš, Končar, Riviera-holding, Jadranski naftovod, Privredna banka, Riječka banka, Splitska banka, Zagrebačka pivovara, Karlovačka pivovara itd.). Uvjeti uvrštenja u TN kotaciju vrlo su blagi. Dovoljno je dostaviti osnovne podatke o izdavatelju, koji nije obvezan kontinuirano izvještavati javnost o svom poslovanju.

U kotaciji kratkoročnih vrijednosnih papira (vrijednosni papiri koji dospijevaju u rokovima kraćim od jedne godine) trenutačno nije uvrštena ni jedna vrijednosnica. Nekada su se u toj kotaciji nalazili komercijalni zapisi Plive i Plave lagune, ali nakon njihova dospijeca više nije bilo zahtjeva za novim uvrštenjima. PIF kotacija je segment u kojemu se odnedavno trguje sa šest privatizacijskih investicijskih fondova (PIF-ova). Promet je vrlo slab jer se PIF-ovima najvećim dijelom trguje na Varaždinskom tržištu vrijednosnica.

2.3. Uređeno javno tržište: Varaždinsko tržište vrijednosnica

Osim Zagrebačke burze, u Hrvatskoj postoji još jedno mjesto organizirane trgovine vrijednosnim papirima: Varaždinsko tržište vrijednosnica (VTV). Za razliku od burze, VTV je tzv. uređeno javno tržište.

Uređena javna tržišta su mjesta na kojima se trguje vrijednosnicama koje nisu uvrštene u redovite burzovne kotacije. Ta tržišta, poznata pod nazivom **OTC tržišta (Over-the-Counter markets)** vrlo su rasprostranjena u svijetu - gotovo svaka zemlja koja ima burzu ima i svoje OTC tržište. Nastala su iz jednostavne potrebe za trgovanjem vrijednosnim papirima društava koja ne ispunjavaju uvjete uvrštenja na burzu. Pravila uvrštenja na OTC tržišta manje su stroga od burzovnih; stoga i manja, slabije poznata ili nova poduzeća mogu zadovoljiti uvjete uvrštenja.

Varaždinsko tržište vrijednosnica osnovano je 1993. godine kao prvo hrvatsko uređeno javno tržište. Tada su jedva i postojali vrijednosni papiri s kojima se moglo trgovati na Zagrebačkoj burzi; u ratnim uvjetima prve polovice

devedesetih poduzeća su imala drugih briga. Pravi razlozi za uvrštenje na burzu nisu postojali, pa ih taj dio poslovanja nije ni zanimao. U isto vrijeme, brokerima je dolazio sve veći broj klijenata koji su željeli kupiti ili prodati dionice poduzeća koja nisu bila nigdje uvrštena: VTV je pokrenut upravo s ciljem omogućivanja trgovine takvim dionicama. Zahtjev za uvrštenje nije podnosio izdavatelj nego brokeri, a uz dostavljanje nekoliko temeljnih podataka o izdavatelju trgovina je mogla početi i bez njegova pristanka. Takve papire VTV je stavljao na tzv. *listu ponude i potražnje*.

Nisu bilježeni spektakularni promet, ali je zahvaljujući postojanju neslužbenog tržišta trgovina vrijednosnim papirima u Hrvatskoj polako uzimala maha. Ubrzo je reagirala i Zagrebačka burza uspostavivši TN kotaciju, što u biti i nije kotacija u pravom smislu već OTC tržište u sklopu burze. Stoga možemo reći da u Hrvatskoj praktički postoje dva *neslužbena tržišta* koja se prema kriterijima uvrštenja vrijednosnih papira međusobno ne razlikuju: TN kotacija Zagrebačke burze i lista ponude i potražnje VTV-a.

Na VTV-u je tijekom vremena ipak formirano nekoliko kotacija. Tako postoji tzv. *kotacija tržišta*, koja zahtijeva vrlo visok stupanj transparentnosti poslovnih podataka uvrštenih društava i čiji su kriteriji tek nešto blaži od kriterija Zagrebačke burze. U toj su kotaciji uvrštene samo dvije vrijednosnice kojima se gotovo uopće ne trguje (Zatvoreni investicijski fond Breza i “Đuro Đaković” montaža). To zapravo i ne treba previše čuditi jer bi po svojoj definiciji VTV trebao biti OTC tržište: ne postoji pravi razlog zašto bi društva ispunjavala oštrije kriterije njegove službene kotacije. Poduzeća koja imaju poslovni interes izaći u javnost neće to učiniti preko VTV-a, već će podnijeti zahtjev za ulazak u prvu kotaciju Zagrebačke burze.

Investitorima je mnogo zanimljivija tzv. PIF kotacija, u koju je uvršteno sedam privatizacijskih fondova (PIF-ova), kojima se već dvije i pol godine intenzivno trguje: dnevno se PIF-ovima prometuje u iznosu oko milijun kuna. Zanimljiva je i *kotacija prava*, unutar koje se trguje vrijednosnim papirima što ih je izdalo Ministarstvo graditeljstva i obnove. Riječ je o certifikatima koji “pokrivaju” obveze Ministarstva prema izvođačima radova u obnovi ratom uništene infrastrukture. Nazivaju se pravima jer su certifikati zamjenjivi za određene dionice na dražbama koje organizira Hrvatski fond za privatizaciju (HFP). Na već spomenutoj listi ponude i potražnje VTV-a trenutačno se nalazi više od 200 društava, ali se samo s vrlo malim brojem doista i trguje.

Kao i u Zagrebu, na VTV-u ne postoji fizička lokacija gdje se susreću brokeri s ponudom i potražnjom vrijednosnih papira. Transakcije se izvršavaju elektronski, pomoću trgovinskoga informacijskog sustava u realnom vremenu **OTIS (On-line Trading Information System)**.

2.4. Komisija za vrijednosne papire

Izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi i Varaždinskom tržištu vrijednosnica pod stalnim je nadzorom institucije koja se zove **Komisija za vrijednosne papire (Croatian Securities Exchange Commission - CROSEC)**. Nadgledanje izdavanja i trgovanja vrijednosnicama samo su neki od zadataka Komisije. Prema službenoj definiciji, ona je osnovana radi **uređenja, nadzora i razvoja hrvatskog tržišta kapitala**.

Negativna iskustva koja su imala tržišta kapitala u prošlosti nametnula su nužnost uspostavljanja regulatornih institucija. Naime, nekada se vjerovalo u savršenost tržišta te u to da se tržišne neravnoteže same ispravljaju - smatralo se da tržišta ne treba posebno uređivati i kontrolirati. Međutim, veliki slom burze u New Yorku 1929. godine i gospodarska depresija koja je uslijedila uvjerili su ekonomiste, zakonodavce i tržišne sudionike u suprotno. Ubrzo je u SAD-u osnovano tijelo čija je glavna zadaća bila regulacija i nadzor tržišta te zaštita investitora - tzv. SEC (*Securities and Exchange Commission*) ili u prijevodu Komisija za vrijednosne papire i burze. Primjer SAD-a slijedile su mnoge druge zemlje s razvijenim i nerazvijenim tržištima kapitala, pa je danas teško i zamisliti organizirano tržište nad kojim ne bdije neka regulatorna institucija.

Hrvatska Komisija za vrijednosne papire osnovana je 1996. godine. Moglo bi se reći u pravo vrijeme jer se trgovina vrijednosnim papirima nakon višegodišnje letargije počela razbuktavati, a uvelike je porastao i broj sudionika, čime se potreba za neutralnim nadzorom tržišnih zbivanja sama nametnula.

Komisija je samostalna i neovisna institucija odgovorna samo Hrvatskom saboru. Odgovornost Komisije Saboru (a ne npr. Vladi) osigurava potrebnu političku neutralnost Komisije. Sabor imenuje njezine članove, koji jedanput u godini podnose izvještaj o svom radu. U djelokrug Komisije pripadaju izrada prijedloga zakona vezanih za tržište kapitala, odluke i rješenja o izdavanju dozvola brokerskim kućama i ovlaštenim posrednicima pri trgovini vrijednosnim papirima, briga o pravilnom i nesmetanom radu Središnje depozitarne agencije, nadzor poslovanja burzi i uređenih javnih tržišta te tržišnih sudionika (društava za poslovanje vrijednosnim papirima, investicijskih fondova i društava za upravljanje investicijskim fondovima) itd. Drugim riječima, Komisija svakodnevno provjerava igraju li svi sudionici na tržištima (kao i sama tržišta) prema propisanim pravilima. Njezino djelovanje prema budućnosti - na unapređenje hrvatskog tržišta kapitala, usmjereno je na predlaganje zakonskih promjena kojima će se nastojati povećati broj društava uvrštenih na domaće kotacije. Krajnji joj je cilj

širenje hrvatskog tržišta i povećanje njegove transparentnosti i likvidnosti za ulagače.

2.5. Središnja depozitarna agencija

Za sigurno i učinkovito funkcioniranje tržišta kapitala nužno je postojanje još jedne institucije - tzv. središnjeg depozitorija. To je **institucija koja čuva vrijednosne papire u obliku elektronskih zapisa te omogućuje obavljanje poslova prijebaja (usporedbe obavljenih transakcija, utvrđivanje rokova podmirenja transakcija i izračun obveza za podmirenje) i namire (naplate i prijenosa vlasništva nad vrijednosnim papirima)**. Na hrvatskom tržištu kapitala to je funkcija **Središnje depozitarne agencije (SDA)**.

Najvažniji zadaci SDA obuhvaćaju *prijenos* dioničkih knjiga u središnji depozitorij (sva dionička društva privatizirana javnom ponudom ili prema Zakonu o privatizaciji obvezna su prenijeti podatke iz svojih dioničkih knjiga u SDA), vođenje podataka o vlasnicima vrijednosnih papira, realizaciju određenih prava koja proizlaze iz vlasništva nad vrijednosnim papirima (npr. raspodjela dividendi i kamata), te prijebaj i namiru nakon trgovanja na Zagrebačkoj burzi i VTV-u.

Svaki ulagač koji obavlja transakcije s vrijednosnim papirima prenesenim u središnji depozitorij ima svoj račun pri SDA. Na tom se računu nalaze sve vrijednosnice koje investitor posjeduje. Stanje na računu povjerljiva je informacija koja je poznata samo investitoru i SDA.

SDA dostavlja ulagačima obavijesti o stanju i promjenama na računu. Neke se obavijesti primaju samo pri otvaranju računa, neke periodično (mjesečno, godišnje), a neke samo kada promjena na računu zahtijeva i pristanak investitora.

Obavijest o općim podacima investitora i PIN broju investitor dobiva prilikom prvog otvaranja računa. Ako upisani podaci ne odgovaraju stvarnom stanju, potrebno je kontaktirati SDA i tražiti ispravak. PIN treba pažljivo čuvati jer (teoretski) svatko tko zna PIN može raspolagati vrijednosnicama na računu.

Obavijest o stanju na računu investitoru se šalje mjesečno, uz uvjet da je u prethodnome mjesecu ostvarena bilo kakva promjena na računu. Ulagači tu obavijest obvezatno dobivaju jedanput u godini (početkom godine).

Obavijest o zahtjevu za prijenosom vrijednosnica na vlasničku poziciju registriranu s brokerskom tvrtkom zapravo je potvrda o izvršenoj registraciji vlasničke pozicije s brokerskom kućom. Naime, na hrvatskom tržištu kapitala investitor svoje vrijednosne papire može prodati samo ako količinu koju želi prodati (svoju vlasničku poziciju) prethodno registrira s nekom brokerskom kućom. Broker kod

kojeg investitor otvara nalog za prodaju vrijednosnih papira ispunjava zahtjev za registraciju, šalje ga u SDA i broj zahtjeva priopćuje ulagaču. Telefonskim pozivom odjelu za investitore u SDA ulagač potvrđuje zahtjev navodeći broj zahtjeva, broj svog računa, PIN, naziv brokerske kuće te naziv vrijednosnice i količinu koja se prodaje. Prije nego što ulagač potvrdi zahtjev kod SDA broker ne može krenuti u realizaciju naloga za prodaju.

Obavijest o obavljenom trgovanju ulagač dobiva kada brokerska tvrtka prijavi SDA da je za njega obavila određene kupoprodajne transakcije. Zapravo, ta obavijest služi investitoru kao provjera podataka o trgovanju.



3. Što je obveznica



Najkraće rečeno, **obveznica je dugoročni dužnički vrijednosni papir.** To je dužnički financijski instrument jer kupac obveznice (na primarnom tržištu) posuđuje iznos na koji obveznica glasi njezinu izdavatelju (emitentu obveznice). Izdavatelj obveznice “obećava” tijekom utvrđenoga vremenskog razdoblja imatelju obveznice (vlasniku) godišnje plaćati utvrđeni iznos kamata, te o dospijeću obveznice i iznos na koji obveznica glasi. U biti, riječ je o klasičnom kreditnom odnosu između izdavatelja i kupca obveznice. Međutim, za razliku od klasičnog kredita, dužnički financijski instrument može biti kupljen ili prodan na sekundarnom tržištu. Zapravo, **obveznica je upravo kredit kojim se namjerava trgovati.**

Iznos kredita odnosno obveze izdavatelja jest tzv. **nominala obveznice.** To je iznos koji se izdavatelj obvezao platiti o dospijeću obveznice, odnosno iznos na koji obveznica glasi.

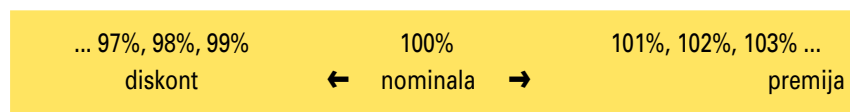
Kao što se na svaki drugi kreditni aranžman plaća kamata, tako se i obveznice izdaju uz određenu **kuponsku kamatu (nominalnu kamatnu stopu)** koja je uglavnom određena općim tržišnim uvjetima u vrijeme primarne emisije. Jednom utvrđena, kuponska kamata vrijedi za cijeli životni vijek obveznice. Spomenimo ipak da postoje i obveznice čija se kamatna stopa tijekom njezina trajanja mijenja (obveznice s promjenjivom kamatnom stopom), pa čak i obveznice koje ne nose "klasične" kamate (tzv. obveznice bez kupona) već se izdaju ispod nominale za iznos kamata.

Novčani iznos plaćenih kamata jednostavno se može utvrditi kao umnožak kamatne stope i nominalne vrijednosti obveznice. Primjerice, ako obveznica koja glasi na 1 000 kuna nosi nominalnu kamatnu stopu od 10%, tada će njezin vlasnik po osnovi kamate ostvariti novčani iznos od 100 kuna godišnje. Isplata kamata može biti utvrđena u različitim intervalima, a uobičajena je polugodišnja ili godišnja isplata.

Vrijeme otplate glavnice naziva se **dospijećem obveznice**. Otplata obveznice može biti **jednokratna**, tj. cjelokupna se glavnica (iznos na koji obveznica glasi) može isplatiti o dospijeću obveznice, dok je isplata kamata periodična. Suprotno tome, pri **serijskim (anuitetnim) otplatama** kamate i glavnica isplaćuju se određenom dinamikom.

3.1. Cijena obveznice i prinos

Cijena obveznice ne iskazuje se izravno kao cijena koštanja u novčanim jedinicama, već u **postotku nominalnog iznosa na koji obveznica glasi**. Primjerice, ako obveznica glasi na 1000 kuna, njezina cijena od 100 znači da kupac mora platiti 100% nominalnog iznosa na koji obveznica glasi, tj. 1 000 kuna. Cijena od npr. 95 znači 95% nominale, tj. 950 kuna, dok cijena od 105 znači 105% nominalnog iznosa na koji obveznica glasi (1 050 kuna). Kad se obveznicom trguje po cijeni ispod 100% (ispod nominale), kažemo da se obveznica trži uz **diskont**, a ako se obveznicom trguje po cijeni većoj od 100%, kažemo da se obveznicom trguje uz **premiju**:



Cijena obveznice prvenstveno ovisi o sposobnosti izdavatelja da podmiruje svoju obvezu po kamatama i glavnici te, naravno, o ponudi i potražnji. Međutim, jedan od općenitih čimbenika koji utječu na cijenu obveznice jesu prevladavajuće tržišne kamatne stope. 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 - kada kamatne

stope rasti, cijene obveznica na sekundarnom tržištu padaju.

Ako se malo zamislimo nad prihodom koji se ostvaruje investiranjem u obveznice, tada je prilično jasno da postoji uzročno-posljedična veza između cijene obveznice i prihoda, odnosno povrata koji ostvaruje ulagač. Umjesto pojma *prihod koji nosi obveznica* u praksi se upotrebljava (skraćeni) izraz: **prinos**.

Kuponski ili nominalni prinos nije ništa drugo nego unaprijed utvrđena kamatna stopa, koju se izdavatelj obvezuje platiti vlasniku obveznice. Iako smo to već spomenuli, ponovo ćemo naglasiti: **nominalni (kuponski) prinos utvrđen je prilikom izdavanja i on se ne mijenja tijekom života obveznice**. Dakle, za obveznicu koja glasi na 1 000 kuna i nosi kamatu od 10% njezin će vlasnik dobiti 100 kuna godišnje - i to je nominalni ili kuponski prinos njegove obveznice.

Međutim, investicijska se odluka ne donosi samo na osnovi nominalnog prinosa (nominalne kamatne stope) obveznice, već i na osnovi cijene po kojoj se obveznica u danom trenutku trži. Pokazatelj koji uzima u obzir tržišnu cijenu i novčani iznos kamata što ih obveznica donosi njezinu vlasniku jest tzv. **tekući prinos obveznice**. To je pokazatelj koji nam govori kakva je tržišna kamatna stopa na obveznice, odnosno kolika je stopa povrata na iznos investiran u obveznicu:

$$\text{Tekući prinos} = \frac{\text{godišnje isplaćena kamata}}{\text{tržišna cijena obveznice}}$$

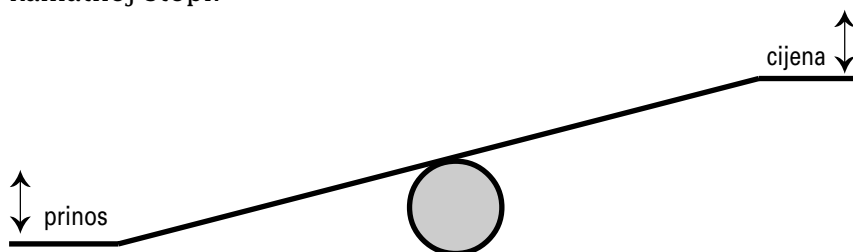
Budući da je iznos godišnje isplaćene kamate tijekom trajanja obveznice uvijek jednak, **tekući se prinos mijenja ovisno o tržišnoj cijeni**:

Tržišna cijena	90 (900 kn)	100 (1 000kn)	110 (1 100kn)
Nominalna kamata	10% (100kn)	10% (100kn)	10% (100kn)
Tekući prinos	11,11%	10%	9,09%

Nominalna je kamata (kamatna stopa), ponavljamo, zadana varijabla za života obveznice. Međutim, kao što znamo, kamatne stope na kredite mijenjaju se tijekom vremena, pa se ovisno o promjenama tržišnih kamatnih stopa nove obveznice izdaju uz višu ili nižu nominalnu kamatu od nominalne kamate na već postojeće obveznice. Kako bi stare obveznice išle ukorak s novim obveznicama (odnosno bile usklađene s tržišnim kamatnim stopama), vrijednost, tj. cijena starih (postojećih) obveznica se mijenja. Ako kamatne stope na

tržištu rasti, cijena postojećih obveznica pada zato što stara obveznica vrijedi manje od tek izdane obveznice s većom kuponskom kamatom. Pri padu kamatnih stopa na tržištu događa se obrnuto: cijena postojećih obveznica raste jer vrijede više od novih obveznica s nižom nominalnom kamatnom stopom.

Prema tome, **cijena i prinos obveznice obrnuto su proporcionalne veličine**: ako tržišna cijena pada, tekući prinos raste i obrnuto - tekući prinos pada kada raste tržišna cijena. Također moramo zapamtiti: tekući je prinos veći od nominalne kamatne stope ako se obveznicom trguje uz diskont; ako se pak obveznicom trguje uz premiju, tekući je prinos manji od nominalne kamate, odnosno od nominalnog prinosa. Kada je tržišna cijena jednaka nominalnom iznosu na koji obveznica glasi, tekući je prinos jednak nominalnoj kamatnoj stopi.



3.2. Vrste obveznica

Postoji mnoštvo kriterija prema kojima se obveznice mogu klasificirati. Tako se s obzirom na oznaku vlasnika mogu podijeliti na obveznice na ime i obveznice na donosioca; s obzirom na kamatu, razlikuju se obveznice s fiksnom kamatom, s promjenjivom kamatom i obveznice bez kupona; s obzirom na otplatu, obveznice mogu biti s jednokratnim dospijećem i s anuitetnom otplatom; s obzirom na osiguranje, one mogu biti osigurane (npr. hipotekom, zalogom opreme i sl.) ili bez osiguranja (tzv. zadužnice) itd. Međutim, najvažnija podjela jest ona s obzirom na izdavatelja obveznice, pri kojoj se pravi razlika između **korporativnih obveznica (obveznica poduzeća) i obveznica javnog sektora (državnih obveznica)**.

3.2.1. Obveznice poduzeća

Da bi poduzeće moglo poslovati, potreban mu je kapital. U tom smislu nije svejedno izdaje li poduzeće dionice ili obveznice. Već smo spominjali da su vlasnici dionica (kako redovnih, tako i povlaštenih) zapravo (su)vlasnici poduzeća. Također znamo da vlasnik obveznice nije sudionik u

vlasništvu već da je on vjerovnik odnosno kreditor poduzeća. Iz toga proizlazi da u određenim okolnostima vlasnik obveznice ima prednost pred dioničarom. Tako prije isplate dividendi moraju biti podmirene obveze poduzeća po kamatama na obveznice; u slučaju (ne daj Bože) bankrota poduzeća, prvi se iz prodaje imovine poduzeća namiruju vlasnici obveznica, dok su dioničari sa svojim potraživanjima tek na kraju tužne likvidacijske priče. Stoga (iz perspektive ulagača) općenito vrijedi da su obveznice u usporedbi s dionicama manje rizične.

Izdavanje obveznica može i iz perspektive poduzeća imati određene prednosti pred dionicama jer, primjerice, izdavanje dionica ili vlasničkih udjela može oslabiti ulogu i poziciju osnivača poduzeća pri donošenju strateških odluka - obveznice ne razvodnjavaju vlasničku strukturu postojećih dioničara. U usporedbi s klasičnim kreditom, obveznice uglavnom stavljaju kapital na raspolaganje po nižim kamatnim stopama. Kada poduzeća prodaju obveznice izravno investitorima, zapravo se preskače uloga komercijalne banke kao posrednika između onoga što struka zove *novčano suficitarnim* i *novčano deficitarnim jedinicama*, pa je upravo stoga financiranje često i jeftinije. Osim toga, obveznica je učinkovitiji instrument od kredita zato što je poduzeće pošteđeno zasebnih pregovora s više kreditora (ako je npr. riječ o velikim iznosima) - obveznica je *jedinstveni* instrument kojim je moguće posuditi velike iznose kapitala od stotina ili tisuća investitora bez posebnih pregovara na relaciji poduzeće - investitori.

3.2.2. Obveznice javnog sektora

Iako se pod pojmom obveznica javnog sektora najčešće razumijevaju državne obveznice koje izdaje ministarstvo financija, u širem smislu treba im pribrojiti i dugoročne financijske instrumente lokalnih jedinica uprave i samouprave (tzv. municipalne obveznice) te obveznice različitih državnih agencija ili fondova.

U većini zemalja središnja je državna vlast najveći pojedinačni posuđivač sredstava i dužnik s najvećim kredibilitetom. Visoka razina zaduživanja države najčešće se objašnjava nužnošću financiranja naglih i golemih izdataka (npr. rat, velike elementarne nepogode i sl.), stalnim rastom javnog sektora u mnogim nacionalnim gospodarstvima te neuravnoteženim državnim prihodima i rashodima na godišnjoj razini, ali i potrebom upravljanja gospodarskom aktivnošću ili jednostavno većom političkom prihvatljivošću zaduživanja u usporedbi s oporezivanjem.

U zemljama s razvijenim financijskim tržištem, tržište obveznica je jedan od važnijih mehanizama na raspolaganju državi u upravljanju gospodarstvom. Ako npr. vlada želi

stimulirati gospodarsku aktivnost, otkupljuje svoje obveznice, što im podiže cijenu i smanjuje prinos. To utječe i na cijene i prinose korporativnih obveznica, te općenito smanjuje razinu kamatnih stopa. Istodobno to znači i dodatnu injekciju novca u financijski sustav, što rezultira porastom novčane ponude. Ako pak država želi zauzdati gospodarsku aktivnost, može prodavati obveznice - povećati kamatne stope i smanjiti ponudu novca.

Državni dug u određenoj je mjeri sličan je dugu poduzeća. Međutim, za razliku od poduzeća, država obično ne smanjuje svoj dug u apsolutnom iznosu, već preferira *refinanciranje* starih dugova novim zaduživanjem, oslanjajući se na rast nacionalnoga gospodarstva i održavanje duga u odnosu prema BDP-u (bruto domaćem proizvodu) u određenim granicama. Iako se država zadužuje i putem klasičnih kredita, dugoročna priroda državnih dugova i visoki kredibilitet države čine zaduživanje izdavanjem obveznica često i jednostavnijim i jeftinijim načinom. Zapravo, u većini je zemalja nastanak tržišta obveznica potaknula upravo država.

Za investicijskog bankara, ali i za svakog drugog investitora, vrlo je važna činjenica da je **tržište državnih vrijednosnica jedan od stupova cjelokupnoga financijskog tržišta.**

Dužnički instrumenti države po pravilu su iznimno homogeni u svom obliku i raspoloživi u takvim količinama da je tržište izrazito likvidno - postoji velik obujam trgovine, koji investitoru omogućuju kupovine i prodaje velikih *pozicija* bez prekomjernih transakcijskih troškova. Osim toga, **budući da se država smatra dužnikom s najmanjim rizikom, prirodno je da se sve ostale obveznice (u određenoj valuti) uspoređuju s odgovarajućim državnim obveznicama.** To vrijedi za domaće obveznice, ali i za strane obveznice i euroobveznice.

Promatramo li npr. obveznicu izdanu u njemačkim markama (DEM), osnovica za usporedbu (tzv. *benchmark*) jest njemačka državna obveznica: u odnosu prema njemačkoj državnoj obveznici uspoređuju se sva ostala izdanja DEM obveznica - domaće obveznice njemačkih kompanija u DEM, strana izdanja obveznica (izdanja poduzeća njemačkih nerezidenata, izdanja obveznica drugih država na njemačkom tržištu) te sve emisije euroobveznica u DEM. Sva se izdanja ocjenjuju usporedbom njihova prinosa s odgovarajućim njemačkim državnim obveznicama. Razlika u prinosu je tzv. *spread*, pa se govori o spreadu preko njemačke državne obveznice. Jednako je tako za bilo koju drugu valutu državna obveznica *benchmark* za sve ostale obveznice izdane u toj valuti.

Benchmark je, očito, vrlo koristan pri određivanju cijene i opće ocjene obveznice, kako na primarnome, tako i na sekundarnom tržištu. Ako investitor, primjerice, razmišlja o ulaganju u obveznicu poduzeća te se odlučuje između mnogih izdavatelja, prinos je, naravno, bitan čimbenik.

Međutim, usporedbom tog prinosa s prinosom na državnu obveznicu investitor može bolje procijeniti različite kreditne rizike koji se kriju iza obveznica što ih namjerava kupiti; ako državna obveznica predstavlja kamatnu stopu oslobođenu rizika, odbijemo li tu stopu od prinosa na obveznicu što je namjeravamo kupiti, u *spreadu* možemo prepoznati kompenzaciju za rizik koju nudi izdavatelj obveznice.

3.3. Obveznice na hrvatskom tržištu kapitala

Pesimist bi mogao reći da danas na tržištu nema ni jedne jedine korporativne obveznice te da se trenutačno trguje tek s četiri izdanja obveznica javnog sektora. Optimist bi pak mogao izjaviti da se danas, ako se uzme u obzir da do sredine prošle godine nije bilo ničega, ne trebamo žaliti. Bilo kako bilo, potkraj 2001. godine situacija na hrvatskome sekundarnom tržištu obveznica prilično je mršava. Međutim, čini se da ideja o tržišnom rješavanju problema državnih dugova (u užem i širem smislu) konačno postaje hrvatskom praksom, a ne iznimkom.

Na sekundarnom tržištu obveznica u Hrvatskoj zainteresiranom se ulagaču trenutačno nude četiri obveznice. Obveznica s najviše staža na tržištu jest ona Hrvatskog zavoda za zdravstveno osiguranje (HZZO-a), zatim slijede dva izdanja Državne agencije za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka (DAB), dok Ministarstvo financija ima jedno izdanje obveznica Republike Hrvatske (RH) na sekundarnom tržištu.

Svi navedeni vrijednosni papiri denominirani su u euru (EUR), pri čemu je jedna obveznica jednaka 1 EUR (nominala obveznice). U tom je smislu za sva plaćanja relevantan srednji tečaj Hrvatske narodne banke (kupovina i prodaja obveznica, plaćanje kamata, otplata glavnice). Sva su izdanja dematerijalizirana, tj. obveznice ne postoje u fizičkom obliku već su upisane i vode se u Depozitoriju nematerijaliziranih vrijednosnih papira SDA. Obveznice glase na ime i obuhvaćene su uslugom prijeboja i namire, a dokaz vlasništva nad obveznicama jest stanje u Depozitoriju.

Osnovna obilježja obveznica prikazana su u tablici 1. Podulja skupina slova i brojki pod oznakom ISIN nije ništa drugo nego jedinstveni identifikacijski broj (*International Securities Identification Number - ISIN*) koji je pridružen određenome vrijednosnom papiru. ISIN je oznaka vrijednosnog papira u skladu s međunarodnim standardima, a ticker je (također) jedinstvena oznaka vrijednosnog papira na (domaćem) organiziranom tržištu. Sve četiri obveznice kotiraju na Zagrebačkoj burzi (*Zagreb Stock Exchange - ZSE*), uz pomalo čudnu činjenicu kojoj bi se mogao nasmijati neutralni promatrač: obveznice HZZO-a i "DABrovi" uvršteni su u višu kotaciju od *de facto* prave državne obveznice.

Tablica 1. Pregled osnovnih obilježja obveznica na hrvatskom tržištu kapitala

Izdavatelj	HZZO	DAB	DAB	RH
Iznos izdanja	EUR 220 mil.	EUR 105 mil.	EUR 225 mil.	EUR 200 mil.
ISIN	HRHZZO0047A3	HRDAB0003CA8	HRDAB0005CA3	HRRHMFO049A5
Uvrštenje i kotacija	ZSE, I.	ZSE, I.	ZSE, I.	ZSE, TN
Ticker	HZZO-O-047A	DAB-O-03CA	DAB-O-05CA	RHMF-O-049A
Datum izdanja	17.7.2000.	19.12.2000.	19.12.2000.	20. 9.2001.
Godišnja kamatna stopa	8,5%	8,0%	8,375%	6,5%
Kamatna stopa	nepromjenjiva	nepromjenjiva	nepromjenjiva	nepromjenjiva
Isplata kamata	polugodišnje	polugodišnje	polugodišnje	polugodišnje
Datum prve isplate kamata	17.1.2001.	19.6.2001.	19.6.2001.	20.3.2002.
Datum zadnje isplate kamata	19.7.2004.	19.12.2003.	19.12.2005.	20.9.2004.
Isplata glavnice	jednokratno	jednokratno	jednokratno	jednokratno
Dospijeće izdanja	19.7.2004.	19.12.2003.	19.12.2005.	20.9.2004.
Denominacija	EUR 1	EUR 1	EUR 1	EUR 1
Jamstvo	Vlada RH	Vlada RH	Vlada RH	-

Za sada sekundarnim tržištem obveznica u Hrvatskoj vladaju (gotovo isključivo) banke, koje se na tržištu postavljaju na strani ponude i na strani potražnje, nalazeći svoj interes u razlici između cijene po kojoj su spremne prodati ili kupiti obveznicu. Štoviše, čini se da većina transakcija obveznicama ide mimo tržišta na način da banke svojim klijentima nude (i prodaju) obveznice iz vlastitog portfelja koje ostaju registrirane na vlastitim vlasničkim pozicijama. Ipak, poneko poduzeće i malobrojni individualni investitor zalutaju na sekundarno tržište u potrazi za sigurnim ulaganjem. Kretanje tržišne cijene obveznica od njihova uvrštenja na Zagrebačku burzu može se vidjeti u prilogu 1. na kraju vodiča. Već iz pogleda na nominalne kamatne stope iz tablice 1. može se naslutiti smjer kretanja tržišnih cijena, zar ne?

3.4. Digresija: stečena kamata

Nakon uvida u tržišne cijene obveznica uvrštenih na Zagrebačku burzu, malo ćemo zakomplicirati stvar. Naime, u praksi postoje dva načina kotiranja cijene obveznice: jedan je tzv. **čista cijena**, dok se drugi naziva **prljavom cijenom**, a razlikuju se po tome obuhvaćaju li tzv. **stečenu kamatu** ili ne.

Neovisno o načinu isplate kamata (npr. polugodišnje ili godišnje), kamatna stopa na obveznice utvrđena je na godišnjoj razini. Jedna godina ima npr. 365 dana; od toga svaki dan držanja obveznice donosi njezinu vlasniku određeni iznos kamata. Ako se vlasnik odluči prodati obveznicu, tada mu, logično, pripada novčani iznos kamate koju je stekao do trenutka prodaje. **Uključuje li se zarađena (stečena) kamata u cijenu obveznice na tržištu,**

govorimo o prljavoj cijeni, a ako u cijeni obveznice nije obuhvaćena stečena kamata, riječ je o čistoj cijeni.

Cijena obveznica uvrštenih na Zagrebačku burzu temelji se na čistoj cijeni, što znači da se plaćanje po kupoprodajnoj transakciji obavlja prema cijeni po kojoj se trgovalo, uvećanoj za iznos stečene kamate. Drugim riječima, kupac plaća prodavatelju tržišnu cijenu uvećanu za stečenu kamatu. Stečena kamata po obveznici okvirno se može izračunati ovako:

$$\text{iznos stečene kamate} = \text{glavnica} \times \text{kamatna stopa} \times (\text{dani stečene kamate}/365).$$

Glavnica nije ništa drugo nego umnožak nominalne vrijednosti obveznice i količine obveznica koje se prodaju, odnosno kupuju. **Dani stečene kamate računaju se kao broj dana koji je protekao od dospijeca prethodne isplate kamata (uključivši dan dospijeca) do dana namire kupoprodajne transakcije (isključivši dan namire).** Ako je kupoprodaja obveznice obavljena prije dospijeca prve isplate kamata, naravno da stečena se kamata, naravno, računa za razdoblje od izdavanja obveznice do dana namire kupoprodajne transakcije. Pogledajmo (hipotetički) primjer kupoprodaje obveznica na Zagrebačkoj burzi koji se mogao dogoditi npr. u ponedjeljak 8. listopada 2001. godine.

Obveznica	HZZO-O-047A	RHMF-O-049A
Nominala	EUR 1	EUR 1
Godišnja kamatna stopa	8,5%	6,5%
Prodavatelj	Zoran	Denis
Kupac	Vjeko	Anto
Količina	100 000	100 000
Cijena	105,00	99,80
Datum transakcije (T)	8.10.2001.	8.10.2001.
Datum namire (T+4)	12.10.2001.	12.10.2001.
Dospijecje prethodne kamate	17.7.2001.	nema
Datum izdanja	nepotreban	20.9.2001
Dani stečene kamate	87	22
Iznos stečene kamate (EUR)	2 026,03	391,78

Dana 8. listopada 2001. godine na Burzi su izvršeni Zoranov nalog za prodaju 100 000 obveznica HZZO-a po cijeni od 105 i nalog za kupnju iste količine obveznica koju je Vjeko želio kupiti do cijene od 105. Zadovoljstvo vlasništva nad 100 000 obveznica HZZO-a koštat će Vjeku 105 000 EUR. Također, Vjeko će isplatiti Zoranu kamatu koju je on "zaradio" od dana prethodne isplate kamata do dana namire transakcije. Budući da je prethodna kamata bila isplaćena (dospjela) 17. srpnja, a kupoprodaja obveznica obavljena je 8. listopada, računica glasi: uključivši 17. srpnja, Zoran je u srpnju stjecao kamatu

15 dana, u kolovozu 31 dan, u rujnu 30 dana, dok je u listopadu kamatu stjecao 11 dana (do dana namire kupoprodajne transakcije, isključivši dan namire, 12. listopada). Dakle, Zoran je kamatu stjecao 15+31+30+11 dana, tj. 87 dana. Prema tome:

$$\begin{aligned} \text{Zoranova stečena kamata} &= (1\text{EUR} \times 100\,000) \times 8,5\% \times (87/365) \\ &= 100\,000 \times 0,085 \times 0,238356 \\ &= 2\,026,03 \text{ EUR.} \end{aligned}$$

Sve u svemu, Vjeko će za obveznice "izbrojiti" 105 000 EUR čiste cijene i 2 026 EUR stečene kamate. Istog dana kada je Vjeko kupio obveznice HZZO-a, Denis i Anto bili su sudionici kupoprodajne transakcije obveznica RH. Kako do 8. listopada 2001. godine nije moglo biti isplate kamata (prva *tranša* kamata po obveznicama dospijeva u ožujku 2002. godine), logično je da se dani stečene kamate računaju od dana izdanja obveznice do dana namire kupoprodajne transakcije. Tako je Denis stjecao kamatu 11 dana u rujnu i 11 dana u listopadu, Anto je obveznice platio 99 800 EUR i stečenu kamatu u iznosu 391,78 EUR. Međutim, Vjekin i Antin izdatak za stečenu kamatu u biti je privremen jer će o sljedećem dospijeću kamata cjelokupni iznos pripasti njima: jedan dio jest njihova stečena kamata, a drugi je dio refundiranja isplate stečene kamate Zoranu i Denisu, odnosno prijašnjim vlasnicima obveznica. Tako je konačna računica s kamatom za sve njih poštena.



4. Dionice



Dionica je vrijednosni papir, odnosno pismena isprava ili elektronski zapis koja svojim vlasnicima daje točno utvrđena prava. Kupovinom dionica postajete suvlasnikom društva čije ste dionice kupili - zato se dionice i zovu vlasničkim papirima. To znači da ste u proporcionalnom udjelu vlasnik imovine kojom poduzeće raspolaže, dakle posjedujete određeni dio imovine društva. Primjerice, ako poduzeće ima ukupno 100 000 izdanih dionica, tada npr. kupac 100 dionica postaje vlasnikom 0,1% poduzeća. Vlasnik 10 000 dionica već je značajan dioničar (s vlasničkim udjelom u poduzeću od 10%) i on teoretski posjeduje 10% svake zgrade, stola, računala ili bilo koje druge imovine tog poduzeća. Iz perspektive poduzeća, izdavanjem dionica na tržištu od ulagača se prikupljaju novčana sredstva potrebna za financiranje poslovanja i razvoja. S obzirom na to da su dionice **dugoročni instrumenti financiranja bez unaprijed određenog roka dospjeća**, poduzeće njihovim izdavanjem zapravo dolazi do besplatnog i **trajnog izvora kapitala**.

Vlasništvo nad imovinom poduzeća ipak nije tako doslovno da vam daje pravo da dođete u poduzeće i kažete: “Ja sam vaš dioničar i ovaj stol, kompjutor, sag i prozor su moji!!!”. Ipak, suvlasništvo u društvu daje vam **pravo upravljanja** kao i **pravo na proporcionalno sudjelovanje u dobiti poduzeća**. Pravo upravljanja dioničari ostvaruju glasovanjem na Skupštini dioničara, koja se (po pravilu) sastaje jedanput u godini. Glasovanje je moguće i preko opunomoćenika (pismenom punomoći vlasnik dodjeljuje svoje glasove opunomoćeniku).

Prednosti dioničarstva najviše se iskazuju kada društvo čiji ste suvlasnik uspješno posluje, tj. kada stvara dobit. Tada se **korist dioničara očituje povećanjem vrijednosti dionica i/ili isplatom dividendi**. Naime, društvo po pravilu zadržava dio ostvarene dobiti koju npr. ulaže u novu imovinu, uz očekivanje veće dobiti u sljedećim poslovnim godinama. Ulaganjem u vlastiti razvoj društvo gradi temelje za održavanje rasta dobiti u budućnosti, što će povećati vrijednost dionica. Drugi dio ostvarene dobiti društvo može isplatiti na račune svojih dioničara - tada govorimo o isplati dividendi. Isplata dividendi nije obvezatna; katkad se dioničari mogu složiti da je radi bržeg razvoja poduzeća cjelokupnu dobit bolje usmjeriti u investicije. Konačnu odluku o tome hoće li se isplatiti dividenda i u kojem iznosu donosi uprava dioničkog društva. U praksi se većina dioničara priklanja izreci “bolje vrabac u ruci, nego golub na grani”. Dioničari preferiraju isplatu dividendi jer je povećanje vrijednosti dionica kao očekivani rezultat intenzivnog akumuliranja dobiti mnogo neizvjesnije od trenutne podjele dividendi.

Pravo na vlasništvo i sudjelovanje u dobiti društva ljepša je strana dioničarske medalje. S druge je strane neatraktivna obveza snošenja potpunog rizika poslovanja poduzeća. Dioničari brzo upoznaju tamnu stranu ako kola poduzeća krenu nizbrdo i ako zaredaju neuspješne i gubitaške poslovne godine. Bez dobiti poduzeće ostaje bez besplatnih sredstava za ulaganje u vlastiti razvoj, pa financiranje razvoja znači zaduživanje i plaćanje kamate. Nema ni isplate dividendi dioničarima, pa pada vrijednost dionica. U najgorem slučaju dioničko društvo završi u stečaju. Dioničari tada imaju pravo na odgovarajući dio likvidacijske mase koju čini ostatak od prodaje imovine nakon što se podmire svi vjerovnici poduzeća. Međutim, u takvim situacijama dioničari malokad “vide” likvidacijsku masu jer za poduzeća u stečaju dugovi najčešće znatno nadmašuju vrijednost imovine.

Razlikujemo dvije vrste dionica: **redovite i povlaštene (preferencijalne)**. Samo su redovite dionice “pravi” vlasnički vrijednosni papiri i samo se na njih odnose prethodno nabrojena načela dioničarstva. **Povlaštene dionice “hibridni” su vrijednosni papiri jer imaju obilježja**

redovitih dionica i obveznica. Njihova najvažnija odrednica jest povlašteni položaj s obzirom na redovitog dioničara pri raspodjeli poslovnog rezultata i likvidacijske mase te podređeni položaj prema vlasnicima obveznica.

Drugim riječima, povlaštene se dividende isplaćuju prije običnih dividendi, odnosno isplata redovitih dividendi uvjetovana je isplatom dividendi na povlaštene dionice. Stoga su povlaštene dividende po pravilu niže od redovitih i često fiksno utvrđene. U odnosu prema isplati kamata po izdanim obveznicama poduzeća, povlaštene su dividende podređene jer su kamate obveza poduzeća čije plaćanje nije ovisno o poslovnim rezultatima poduzeća već o ugovorno-kreditnom odnosu. Pri stečaju dioničkog društva najprije se iz likvidacijske mase dioničkog društva namiruju vlasnici obveznica i drugi vjerovnici, zatim se namiruju povlašteni dioničari, a ostatak likvidacijske mase (ako uopće postoji) služi za isplatu redovitih dioničara.

Zbog svog povlaštenog položaja vlasnici preferencijalnih dionica po pravilu nemaju pravo glasa o pitanjima upravljanja dioničkim društvom. Tek se pri duljem izostanku isplate preferencijalnih dividendi vlasnicima povlaštenih dionica kao kompenzacija mogu odobriti prava na upravljanje. Preferencijalnih dionica po pravilu ima mnogo manje od redovitih.

Najčešće je potreba poduzeća za novčanim sredstvima bez želje (ili mogućnosti) za dodatnim zaduživanjem ili narušavanjem položaja postojećih dioničara osnovni razlog izdavanja preferencijalnih dionica. Sa stajališta investitora, povlaštene su dionice alternativni oblik ulaganja između dva osnovna dugoročna vrijednosna papira, te se stoga po prinosu i rizičnosti povlaštene dionice nalaze između redovitih dionica i obveznica.

Obilježje dionica, kao općenito i drugih vrijednosnih papira, jest njihova **utrživost**. Znamo da se proces promjene vlasnika uglavnom zbiva na tržištima kapitala - burzama i uređenim javnim tržištima. Konačna, **tržišna cijena dionice uvijek je rezultat ponude i potražnje**; ona nije jednom zauvijek dana. Dapače, tržišna se cijena stalno mijenja s promjenom odnosa između ponude i potražnje. Ako je potražnja određenih dionica veća, a ponuda slabija, cijene dionica će rasti. Vrijedi i obrnuto: slabljenjem potražnje i jačanjem ponude vrijednost dionica pada. Brojni čimbenici utječu na ponudu i potražnju na tržištu, te konačno i na cijenu dionica. Jedan od najvažnijih čimbenika jest **očekivanje u pogledu budućeg poslovanja društva**. Upravo zbog neizvjesnosti budućega poslovanja društva (jer nikad ne možemo biti sasvim sigurni što će se u budućnosti dogoditi), odnos ponude i potražnje na tržištu se pomiče malo u korist jedne, malo u korist druge strane. Stoga ulagač u dionice mora računati s činjenicom da će se vrijednost njegove investicije na tržištu mijenjati iz dana u dan.

4.1. Dionice na hrvatskom tržištu kapitala

Nakon općenite priče o dionicama bacimo pogled na hrvatsko dioničko tržište i pogledajmo od čega se konkretno sastoji domaća ponuda. Upoznat ćemo osnovna obilježja dionica koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi i Varaždinskom tržištu vrijednosnica, a vidjet ćemo i kako su se kretale njihove cijene. Preglednosti radi, dionice su podijeljene prema tržištu i kotaciji u kojima se nalaze. Započnemo prikazom dionica koje su uvrštene u prvu i TN kotaciju Zagrebačke burze, nakon čega slijedi pregled kotacije tržišta i liste ponude i potražnje na VTV-u.

4.1.1. Dionice u prvoj kotaciji Zagrebačke burze

Trenutačno su u prvu kotaciju Zagrebačke burze uvrštene dionice četiriju društava. Nekada ih je bilo šest, ali ulaskom novih (većinskih) vlasnika u Varaždinsku banku d.d. i Dalmatinsku banku d.d. na tržištu je ostalo manje od 25 posto “slobodnih” dionica, čime je izgubljen jedan od uvjeta uvrštenja vrijednosnice u prvu kotaciju. Trenutačno uvrštena društva navedena su u tablici 2. Već smo rekli da je **prva kotacija Zagrebačke burze elitna domaća kotacija** i da čini svojevrsnu “reprezentaciju” hrvatskog tržišta kapitala te da dionice koje zadovolje uvjete prve kotacije mogu slobodno “istrčati na teren” Londonske burze. Trenutačno u Londonu kotiraju Pliva d.d. i Zagrebačka banka d.d. (još od 1996. godine).

Tablica 2. Dionice uvrštene u prvu kotaciju Zagrebačke burze

Ticker	Dioničko društvo	Djelatnost	Datum uvrštenja
PLVA-R-A	Pliva d.d. Zagreb	farmacija	15.4.1996.
PODR-R-A	Podravka d.d. Koprivnica	prehrambena	7.12.1998.
VLEN-R-A	Brodogradilište Viktor Lenac d.d. Rijeka	brodogradnja, remont	14.7.1997.
ZABA-R-A	Zagrebačka banka d.d. Zagreb	bankarstvo	24.6.1996.

Zašto su Pliva i Zagrebačka banka uopće u Londonu i što kotacija zapravo znači za poduzeće? Općenito, uvrštenje na burzu jača ugled u poslovnom okruženju jer je poznato da samo najbolja poduzeća ispunjavaju kriterije uvrštenja. Priznatija i poznatija društva lakše dolaze do novih kupaca (korisnika usluga), poslovnih kontakata i novih tržišnih udjela. Olakšano je i financiranje poslovanja jer društvo čiji vrijednosni papiri već kotiraju na burzi uspješnije prodaje široj javnosti nova izdanja vrijednosnih papira od tvrtke koja nije uvrštena na burzu. Prema tome, ugled i povjerenje bitne su prednosti društava uvrštenih na burzu. Ako društvo k tome kotira i na međunarodnom tržištu, tada osim dodatnog ugleda ima i pristup (vrlo često jeftinijem) međunarodnom

kapitalu za financiranje daljnjeg razvoja. Ukratko, takva su poduzeća najčešće konkurentnija od drugih.

Od svih dionica na domaćem tržištu one uvrštene u prvu kotaciju trebale bi biti najprikkladnije za ulagača. Prvo, društva su uvrštenjem iskazala spremnost da svoje poslovanje redovito izlažu na uvid javnosti - obvezala su se javno i trenutačno objaviti sve informacije koje na bilo koji način mogu utjecati na promjene cijene njihovih dionica. Transparentnost ulagačima ulijeva sigurnost da će uvijek znati što se događa u poduzeću čije su dionice kupili. Drugo, uvrštena društva imaju znatan dio svojih dionica u optjecaju, odnosno u javnosti.

Naime, jedan od uvjeta uvrštenja jest da najmanje 25 posto dionica mora biti slobodno raspoloživo na tržištu - zapravo je riječ o **“raspršenosti” dionica društva** (*free-float*). Zbog čega je postavljen taj uvjet? Velik broj dioničkih društava u Hrvatskoj dobio je tijekom pretvorbe i privatizacije većinskog vlasnika, koji je često vlasnik gotovo 100% dionica. No, postoje i poduzeća kojima je država (npr. preko Hrvatskog fonda za privatizaciju ili Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje) još uvijek jedan od značajnijih vlasnika. Nadalje, u velikom dijelu turističkih kompanija osim države kao većinske vlasnike nalazimo i domaće banke, koje su svoja nemala potraživanja pretvarale u vlasničke udjele.

Po pravilu, nitko od navedenih vlasnika ne trguje svojim dionicama na sekundarnom tržištu. Zašto? Pa, nemaju pravog razloga - ako se već odluče prodavati, tada prodaju “sve ili ništa”. U uvjetima postojanja krupnih vlasnika premalo dionica ostaje dostupno ostaloj javnosti i tim se društvom ne može normalno trgovati na burzi. Raspršenost od najmanje 25% za dionice u prvoj kotaciji (određena prema prihvaćenim međunarodnim standardima), ostavlja tržišnim sudionicima dovoljno prostora za nesmetano trgovanje. Dovoljno dionica u optjecaju znači dobru **likvidnost**, odnosno **sposobnost vrijednosnog papira da ga se u svakom trenutku može kupiti i prodati po poznatoj cijeni**.

Dionice u prvoj kotaciji Zagrebačke burze po transparentnosti poslovanja i likvidnosti daleko su iznad drugih dionica na našem tržištu. U tom su smislu dionice Plive i Zagrebačke banke naše najvažnije dionice. Društva su poslovno aktivna na stranim tržištima, a na domaćem u svojim gospodarskim djelatnostima zauzimaju vodeća mjesta. Budući da je burza odraz stanja u gospodarstvu, ne čudi da njihove dionice predvodnice i na hrvatskom tržištu kapitala.

Važnost određene dionice za tržište mjeri se tržišnom kapitalizacijom i prometom. **Tržišna kapitalizacija** je umnožak broja izdanih dionica i njihove aktualne tržišne

cijene. **Promet** je umnožak broja dionica kojima se trgovalo i cijene po kojima se njima trgovalo.

Od samog početka aktivne burzovne trgovine u Hrvatskoj, Pliva i Zagrebačka banka su bez konkurencije prve po količini trgovanih dionica (volumenu), prometu, tržišnoj kapitalizaciji i likvidnosti. Dionice Podravke su prema navedenim kriterijima na trećemu mjestu. Podravka je i najvjerojatniji sljedeći kandidat za uvrštenje na stranu burzu. Dionice riječkog brodogradilišta "Viktor Lenac" na određeni su način iznimka u toj kotaciji, jer se od svog uvrštenja 1997. godine po prometu i likvidnosti nisu uspjele ni na "puškomet" približiti svojim sustanarima iz prve kotacije. Razlozi tome mogu biti nešto slabija raspršenost dionica, ali i relativno mala atraktivnost brodogradnje za širu domaću i (pogotovo) međunarodnu investicijsku klijentelu. Ponajprije zbog slabije likvidnosti, dionice "Viktora Lenca" u ovom trenutku ostaju u drugom planu prve kotacije. Kako su se tijekom proteklih pet godina kretale cijene i volumen dionica uvrštenih u prvu kotaciju, može se vidjeti na kraju vodiča, u prilogu 2.

Putem dionica hrvatskih poduzeća uvrštenih na međunarodne burze, domaće tržište kapitala povezano je s globalnim trendovima u kretanjima cijena dionica. Dakle, prvi impulsi uglavnom dolaze od Plive i Zagrebačke banke, odnosno kretanja cijene njihovih dionica u Londonu. Razlika u cijeni između Londona i Zagreba kreće se manje-više u predvidivim rasponima: dionice Plive i Zagrebačke banke uglavnom su nešto skuplje u Londonu nego u Zagrebu (2 do 3%). Razlog tome je činjenica da u Londonu ne kotiraju dionice nego tzv. **GDR-ovi**, a konverzija iz dionice u GDR zahtijeva određeni trošak. GDR (*Global Depository Receipt*) jest najobičnija **potvrda o deponiranim dionicama**: Pliva i Zagrebačka banka deponirale su svoje dionice kod inozemnih bankarskih kuća, koje su na osnovu deponiranih dionica izdale GDR-e. Na jednu pohranjenu Plivinu dionicu izdano je pet GDR-ova, a na jednu dionicu Zagrebačke banke deset GDR-ova. Svi tržišni sudionici istodobno prate kretanje GDR-ova na Londonskoj i dionica na Zagrebačkoj burzi, te trenutačno korigiraju eventualna veća cjenovna odstupanja.

Određeno tržišno raspoloženje na Londonskoj burzi nezaobilazno zahvaća i GDR-ove naših društava. Kako *de facto* vrijedi načelo da je dionica jednaka GDR-ovima, preko njih se impulsi prenose na dionice Plive i Zagrebačke banke na Zagrebačkoj burzi, a zatim se šire dalje i na ostale dionice u zemlji. Nažalost, petogodišnje iskustvo istodobnog trgovanja na domaćem i stranom tržištu pokazalo je da se na hrvatsko tržište dosljednije prenose globalne krize i krahovi nego cjenovni uzleti.

4.1.2. Dionice u TN kotaciji Zagrebačke burze

U TN kotaciji trenutačno se nalazi 59 serija redovitih i tri serije povlaštenih dionica. U tablici 3 izdvojena su društva čijim se dionicama aktivnije trguje.

Tablica 3. Pregled odabranih dionica uvrštenih u TN kotaciju Zagrebačke burze

Ticker	Društvo	Djelatnost
ARNT-R-A	Arenaturist d.d.	turizam
ISTT-R-A	Istraturist d.d.	turizam
JDTT-R-A	Jadran-Turist d.d.	turizam
JNAF-R-A	Jadranski naftovod d.d.	transport
KAPI-R-A	Karlovačka pivovara d.d.	prehrana i piće
KOEI-R-A	Končar-elektroindustrija d.d.	elektroindustrija
KRAS-R-A	Kraš d.d.	prehrana
PBZ-R-A	Privredna banka Zagreb d.d.	bankarstvo
RIBA-R-A	Riječka banka d.d.	bankarstvo
RIVP-R-A	Riviera Holding d.d.	turizam
SUNH-R-A	Sunčani Hvar d.d.	turizam
VART-R-A	Varteks d.d.	konfekcija
ZAPI-R-A	Zagrebačka pivovara d.d.	prehrana i piće

Već smo spomenuli razloge nastanka TN kotacije. Ipak možemo ponoviti da mnoga domaća poduzeća ne žele ili ne mogu zadovoljiti stroge kriterije uvrštenja u prvu kotaciju Zagrebačke burze. Budući da postoji određena ponuda i potražnja i dionica takvih društava, stvorena je posebna kotacija za njihovo uvrštenje i trgovanje. Zahtjev za uvrštenje u TN kotaciju može zatražiti izdavatelj vrijednosnih papira, ali to može učiniti i član Zagrebačke burze (broker) bez njegova odobrenja, što je u praksi i najčešće. Uz zahtjev treba biti priložena osnovna dokumentacija: statut dioničkog društva, obilježja vrijednosnog papira koji se uvrštava, način prijenosa dionica, posljednji godišnji izvještaj i podaci o (eventualno) već izdanim dionicama.

Potencijalni ulagač u dionice iz TN kotacije mora biti svjestan nekoliko stvari. Izdavatelj dionica nema obvezu otkrivanja svojih poslovnih aktivnosti ni bilo kojih drugih informacija bitnih za formiranje tržišne cijene dionica. Drugim riječima, to znači da su **ulagači najčešće uskraćeni za vjerodostojno, službeno informiranje o bitnim poslovnim potezima poduzeća**. A kada nema pravih informacija, tržištem kolaju glasine, šuškanja, zakulisne i povjerljive priče.

Nadalje, u TN kotaciji nema ograničenja vezanog za raspršenost dionica izdavatelja; samim time nema ni bitnog uvjeta osiguranja dovoljne likvidnosti dionica. Većina stranih investicijskih fondova specijaliziranih za vrijednosne papire na tržištima tranzicijske Europe po pravilu investira samo u

dionice iz najviše kotacije. Prema tome, dionice iz TN kotacije ne mogu ući u njihove portfelje, čime je isključen bitan čimbenik na strani potražnje takvih dionica.

Sve navedeno čini ulaganje u dionice TN kotacije špekulativnim i rizičnim pothvatom, osobito s obzirom na dionice iz prve kotacije. Ipak, neke od TN dionica već su godinama na meti ulagača. Riječ je manje-više o društvima iz tablice 3., čije je zajedničko obilježje da su to relativno velika poduzeća, poznata široj javnosti, s dovoljnim brojem dionica u *free floatu*. Da zaključimo: svaki bi investitor prije ulaganja u dionice TN kotacije trebao dobro odvagati rizik nepotpunog informiranja i slabe likvidnosti sa svojom zamišljenom (očekivanom) stopom povrata. U prilogu 3. (na kraju vodiča) može se vidjeti kretanje cijena i volumena nekih dionica iz TN kotacije.

4.1.3. Dionice u VTV kotaciji

Iako je Varaždinsko tržište vrijednosnica osnovano 1993. godine, kotacija tržišta (VTV kotacija) nastala je dosta kasnije (krajem 1998. godine), kada su se na VTV-u (nakon dobrih iskustava s listom ponude i potražnje) počele tražiti mogućnosti daljnjeg izgrađivanja i proširivanja vlastite ponude. Tako je u usporedbi s listom ponude i potražnje za kotaciju tržišta propisan **mного zahtjevniji i respektabilniji skup uvjeta za uvrštenje dionica**.

Zahtjev za uvrštenje dionica u kotaciju tržišta podnosi izdavatelj vrijednosnice pod pokroviteljstvom člana Varaždinskog tržišta. Pokrovitelj uvrštenja obavezan je izraditi **elaborat (prospekt)** koji ulagačima treba poslužiti kao pomoć u procjeni trenutačnoga i budućeg poslovanja izdavatelja. Prospekt sadrži informacije o izdavatelju i njegovu poslovanju, podatke o imovini i zaduženosti, financijskom položaju te račune dobiti i gubitka za posljednje tri godine. Uvršteno je društvo obvezno VTV-u redovito dostavljati tromjesečna, polugodišnja i godišnja izvješća, kao i obavještavati javnost o svim događajima koji bi mogli utjecati na promjene cijene njegovih dionica. Trenutačno su u VTV kotaciju uvrštena dva društva, čiji su osnovni podaci prikazani u tablici 4.

Tablica 4. Dionice uvrštene u kotaciji Tržišta na Varaždinskom tržištu vrijednosnica

Ticker	Naziv društva	Datum uvrštenja
BRIN-R-A	Breza Invest d.d. Varaždin	26. 3.1999.
DDJM-R-A	Đuro Đaković Montaža d.d. Slavonski Brod	15.4.1999.

U odnosu prema prvoj kotaciji Zagrebačke burze, u VTV kotaciji mogu biti uvrštena dionička društva manja po temeljnom kapitalu i tržišnoj kapitalizaciji. Za VTV kotaciju zahtjeva se i manja raspršenost dionica, što sve zajedno



prevedeno na jezik ulagača, znači: **veći rizik VTV kotacije nego prve kotacije**. Na VTV kotaciju mogu se uvrstiti manja, slabije poznata poduzeća bez jačega poslovnog rejtinga, koja usto mogu imati i slabiju raspršenost dionica. Osim toga, standardi izvještavanja i informiranja javnosti o poslovanju društva u načelu su jednaki za obje kotacije, pa ulagač može biti siguran u pravodobnu i vjerodostojnu obaviještenost. Ipak, samo dva uvrštena dionička društva u tri godine postojanja VTV kotacije, s kojima se usto praktički i ne trguje, dovode u pitanje prvobitnu predodžbu o toj kotaciji: investitorima nije zanimljiva jer nudi premalo robe, a izdavatelji u njoj ne pronalaze svoj interes jer se uvjeti uvrštenja očito premalo razlikuju od kriterija Zagrebačke burze.

4.1.4. Dionice na listi ponude i potražnje VTV-a

Lista ponude i potražnje bila je prvo mjesto trgovine dionicama koje nisu bile uvrštene u redovite kotacije Zagrebačke burze. Uvjeti i način uvrštenja i dalje su vrlo skromni i jednostavni: zahtjev podnosi član VTV-a uz ispunjen formular s osnovnim podacima o izdavatelju (temeljni kapital, broj dionica, nominalna vrijednost dionice, vrsta izdanja i eventualno ograničenje u raspolaganju dionicama), čemu se prilažu statut društva i posljednji financijski izvještaji. Može se reći da je lista ponude i potražnje dosta dugačka, jer do ovog trenutka ima više od 200 uvrštenih izdavatelja. Međutim, trgovina se ostvaruje rijetko - uglavnom se trguje onim dionicama koje su uvrštene i na TN kotaciji Zagrebačke burze i koje smo već prikazali u tablici 3. Jedina dionica kojoj je lista ponude i potražnje matični tržišni segment (koja nigdje drugdje nije uvrštena) jest dionica proizvođača telekomunikacijske opreme Ericsson Nikola Tesla.

U biti, uvjeti uvrštenja na listu ponude i potražnje VTV-a i TN kotaciju ne podudaraju se u samo jednom kriteriju. Naime, na listu ponude i potražnje mogu se uvrstiti i dionice u vezi s kojima postoje određena ograničenja po pitanju slobodnog prijenosa dionica. Primjer poduzeća Ericsson Nikola Tesla ilustrativan je: naime, upravni odbor poduzeća ima pravo odobriti ili odbiti upis novog dioničara u knjigu dionica. Multinacionalna kompanija Ericsson kao vlasnik 49% dionica društva na taj se način štiti od "okrupnjavanja" drugih dioničara. U biti, riječ je o vrlo neugodnom ograničenju za sve ulagače, što svakako smanjuje privlačnost navedenih dionica. Koji se to ozbiljni investitor nakon kupnje dionica na tržištu želi pitati hoće li ga upravni odbor prihvatiti kao dioničara i upisati u knjigu dionica?

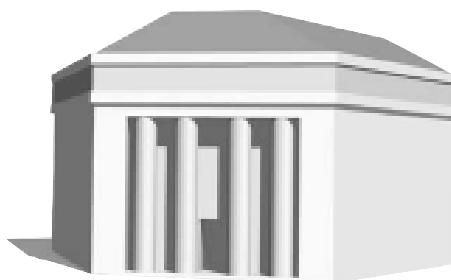
Ako isključimo jednokratne kupoprodajne transakcije koje su rezultat zakonske obveze PIF-ova na putu pretvaranja u

klasične investicijske fondove, promet na listi ponude i potražnje VTV-a uglavnom je “čemeran”. Ako je dionica uvrštena na VTV-u i burzi, sudionici na tržištu kapitala ipak preferiraju burzu. **Dionica Ericsson Nikole Tesle ostaje trenutčno jedina značajna dionica na hrvatskom tržištu kojom se aktivnije trguje na listi VTV-a.** Kretanje njezine cijene i volumena može se vidjeti u prilogu 4.

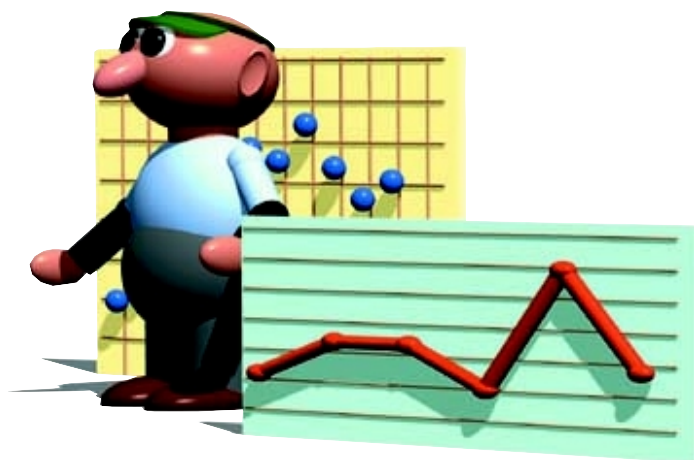
4.2. Indeksi tržišta (burzovni indeksi): CROBEX i VIN

Postoji način na koji možemo vrlo jednostavno ustanoviti kako je tržište “disalo” određenog dana. Ne trebamo proučavati kretanje cijene svake pojedine dionice i onda donositi zaključke o općoj atmosferi na tržištu. Bio bi to prilično zamoran posao i na našem tržištu, a kamoli na međunarodnim burzama, na kojima je uvršteno tisuće dioničkih društava. Dovoljno je samo baciti pogled na indeks tržišta i saznat ćemo jesu li cijene dionica taj dan rasle, padale ili su ostale “tu negdje”, gdje su bile i prethodnog dana.

Indeks tržišta ili burzovni indeks skup je pomno odabranih vrijednosnih papira koji predstavljaju čitavo tržište. Vrijednosni se papiri izabiru prema kriterijima likvidnosti i tržišne kapitalizacije, pa u burzovni indeks ulaze veća društva čijim se dionicama učestalo trguje. Kretanje cijena na Zagrebačkoj burzi oslikava burzovni indeks **CROBEX (Croatian Bourse Equity Index)**, a na Varaždinskom tržištu **VIN (Varaždinski indeks)**. CROBEX je sastavljen od dionica Dalmatinske banke, Istraturista, Karlovačke pivovare, Kraša, Plave lagune, Plive, Podravke, Privredne banke, Riječke banke, Riviere i Zagrebačke banke. VIN čine dionice sedam PIF-ova i Ericsson Nikole Tesle. Uspoređivanjem stanja indeksa s prethodnim danom, mjesecom ili godinom, ulagač dobiva preglednu sliku općeg trenda kretanja dionica na pojedinom tržištu. Ako želite, bacite pogled na kretanje CROBEX-a i VIN-a u prilogu 5.



5. Investicijski fondovi



Investicijski fondovi prikupljaju novčana sredstva od velikog broja ulagača i usmjeravaju ih u različite financijske instrumente. **Investicijski fond u biti je zbirka (portfelj) mnogih vrijednosnih papira - dionica i/ili obveznica i/ili drugih vrijednosnica.**

Svaki ulagač koji kupi udjele (dionice) investicijskog fonda posjeduje zapravo postotak ukupnog portfelja fonda. Individualni je ulagač, dakle, neposredni vlasnik udjela (dionice) investicijskog fonda i tek je na posredan način vlasnik određenog dijela svakog instrumenta koji je fond kupio.

Te institucije danas dominiraju na svjetskim financijskim tržištima. Današnja iznimna popularnost investicijskih fondova među ulagačima sasvim je logična: osnovni razlozi zbog kojih se individualni investitori odlučuju na ulaganje u investicijske fondove jesu nedostatak znanja (iskustva) u biranju vrijednosnih papira i/ili novčanih sredstava za ulaganje u više različitih vrijednosnica. Individualni investitor ulaganjem u investicijski fond ostvaruje profesionalno

upravljanje imovinom, diversifikaciju portfelja, mogućnost manjih iznosa ulaganja, niže transakcijske troškove i likvidnost svog ulaganja. Osim toga, ulaganje u investicijske fondove katkad je povezano s poreznim olakšicama.

Investicijske fondove osnivaju **društva za upravljanje fondovima**. Društva za upravljanje fondovima uglavnom su poduzeća-kćeri investicijskih banaka (u anglosaksonskoj praksi), univerzalnih banaka (u kontinentalnoj) i osiguravajućih društava. Osnivanjem investicijskih fondova navedene financijske institucije proširuju paletu svojih proizvoda koje plasiraju na tržištu najširoj bazi potencijalnih ulagača. Osnivanje i poslovanje investicijskih fondova svugdje je strogo regulirano posebnim zakonima, a nadziru ih posebne regulatorne institucije. Nadzornu ulogu ima u Hrvatskoj Komisija za vrijednosne papire.

Osim što formalno osnivaju investicijski fond, **društva za upravljanje investicijskim fondovima aktivno (ili pasivno) upravljaju stvorenim fondovima**. U tom su smislu glavni zadaci društva za upravljanje investicijska analiza, određivanje investicijske politike, obavljanje raznih administrativnih obveza kao što je izdavanje novih udjela (dionica), otkup emitiranih udjela, organiziranje isplata dividendi itd. Naknada za funkciju upravljanja obično je izražena kao postotak ukupne imovine fonda koji društvo za upravljanje prima u godini (uglavnom se kreće od 0,2 do 5%, ovisno o vrsti fonda).

Investicijski se fondovi razlikuju s obzirom na pravni status, organizaciju, naknadu organizatoru, prava članova, motive ulaganja, osnovnu strukturu ulaganja, metode kupnje i prodaje udjela. Neki fondovi ulažu u dionice, neki strukturiraju portfelj kombinirajući dionice i obveznice, neki nose fiksni prihod, mnogi su specijalizirani. U podjeli prema organizacijskom obliku razlikuju se *otvoreni* i *zatvoreni* fondovi.

Zatvoreni investicijski fond kao svako drugo dioničko društvo **prilikom osnivanja izdaje određeni broj dionica**. Dionicama se trguje na sekundarnim tržištima kao bilo kojim drugim dionicama, a tržišnu cijenu određuje ponuda i potražnja dionica tog fonda na tržištu. Zatvoreni fond uglavnom ne izdaje dodatne dionice i nema obvezu otkupa vlastitih dionica na zahtjev ulagača. Ako investitor želi prodati dionice zatvorenoga investicijskog fonda, on ih prodaje na tržištu - potpuno neovisno o samom fondu. Dioničari u zatvorenom fondu imaju vlasnička prava i pravo sudjelovanja u dobiti, te im fond može isplatiti dividende na kraju poslovne godine. U tom se smislu zatvoreni fond ponaša kao bilo koje drugo poduzeće ili banka.

Realna vrijednost zatvorenoga investicijskog fonda izražava se u obliku dnevno kalkulirane **neto vrijednosti imovine (Net Asset Value - NAV)**. NAV predstavlja ukupnu vrijednost

svih vrijednosnih papira u portfelju (umnožak broja vrijednosnica i aktualne tržišne cijene), uvećanu za vrijednost ostale aktive (novac na računima, depoziti, odobreni krediti) i umanjenu za obveze fonda. NAV i cijena dionice zatvorenog fonda na sekundarnom tržištu po pravilu nisu nikada jednaki. Povijesno gledano, tržišne su cijene zatvorenih fondova redovito 5 do 20% niže od NAV-a, što je jedna od nerazjašnjenih tajni modernih financija.

Otvoreni investicijski fond prilikom osnivanja **ne izdaje dionice već udjele**. Za razliku od dionica, udjeli ne daju vlasniku upravljačka prava već samo pravo na dobit iz plasmana fonda. Otvoreni fond je i nakon izdavanja prve serije udjela u svakom trenutku spreman investitorima prodati, odnosno od njih otkupiti svoje udjele po aktualnoj cijeni. Otvoreni fond ima, dakle, promjenjiv broj udjela. Ulaganjem novca u fond kreiraju se novi udjeli i povećava investicijski potencijal fonda, a otkupljivanjem na zahtjev investitora broj udjela se smanjuje - samim time smanjuje se i iznos kapitala raspoloživ za investiranje. Cijenu udjela svaki dan izračunava skrbnik fonda, i to kao NAV podijeljen brojem emitiranih udjela. Otvoreni investicijski fondovi moraju javno i svakodnevno (obično u novinama) objavljivati cijene po kojima kupuju, odnosno prodaju svoje udjele.

Podjela prema investicijskim ciljevima mnogo je šira od podjele prema organizacijskom obliku. Investicijski se fondovi mogu specijalizirati za ulaganje u samo jedan investicijski razred (tada govorimo o dioničkim fondovima, obvezničkim fondovima, novčanim fondovima ili derivativnim fondovima) ili u više njih (ako ulažu istodobno u dionice, obveznice i gotovinske instrumente, nazivamo ih *mješovitim* ili *uravnoteženim* fondovima).

Podjela može ići i dalje pa se unutar kategorije **dioničkih fondova** mogu pronaći velike razlike u preferencijama koje obuhvaćaju fondove čiji su portfelji koncentrirani na brzorastuće kompanije, ili na poduzeća manjih tržišnih kapitalizacija, ili na dionice tvrtki iz određenih industrijskih grana (npr. farmacije, kemije, građevinarstva), ili na specifične industrijske grupe (npr. tehnološke dionice), ili na različite zemljopisne regije (zapadnoeuropska, tranzicijska, dalekoistočna, južnoamerička tržišta itd.). Općenito vrijedi pravilo da su dionički fondovi za ulagače najrizičniji jer podliježu velikim cjenovnim oscilacijama, ali zbog povećanog rizika nose i najveće prinose.

Za razliku od dioničkih, **uravnoteženi fondovi** kombiniraju ulaganje u redovite dionice s vrijednosnicama koje nose fiksni prihod, kao npr. državne obveznice, korporacijske obveznice, konvertibilne obveznice ili povlaštene dionice. Odnos između kategorija dionica i papira s fiksnim prihodom različit je od fonda do fonda, ali se u načelu kreće oko 50%:50%, a ovisno o tržišnim prilikama i oko

60%:40%, odnosno 40%:60% u korist vrijednosnica s fiksnim prihodom. Općenito, uravnoteženi su fondovi manje rizični od dioničkih jer obveznice nose zajamčeni prihod (od kamate) te ne bilježe tolika cjenovna kolebanja kao dionice. Stoga se može reći da obveznice uravnoteženom fondu služe kao svojevrsni *stabilizator portfelja*. Upravo zbog komponente obveznica uravnoteženi fondovi nose manji prihod od dioničkih.

Težište **obvezničkih ili prihodovnih** fondova jest ostvarivanje visokih tekućih prihoda uz minimalni rizik. I unutar te skupine dolazi do velike diverzifikacije - neki se fondovi drže državnih obveznica i visokokvalitetnih korporativnih obveznica, drugi zbog povoljnog poreznog tretmana ulažu isključivo u obveznice lokalnih vlasti, a postoje i fondovi obveznica koji su koncentrirani na visokoprinosne i visokorizične obveznice izdavatelja dvojbene solventnosti. Gledano u cjelini, rizičnost obvezničkih fondova manja je od rizičnosti uravnoteženih fondova zato što oni u svojim portfeljima uopće nemaju dionica, ali to je i razlog relativno manjeg prinosa.

Fondovi novčanog tržišta nastoje investitorima pružiti tekući prinos, očuvanje glavnice i likvidnost ulažući u diversificirani portfelj kratkoročnih vrijednosnica, kao npr. u trezorske zapise, blagajničke zapise, komercijalne zapise, bankovne certifikate o depozitu i bankovne akcepte. U usporedbi s tržištem kapitala, cjenovna su kolebanja vrijednosnica na novčanom tržištu zanemariva, pa se novčani fondovi često nazivaju i *sigurnim lukama* ulagača. Zbog toga vrijedi pravilo da se kapital fondova novčanog tržišta naglo povećava kada tržišta dionica i obveznica padaju i obrnuto: investitori preusmjeravaju svoje uloge iz novčanih fondova na tržišta dugoročnog kapitala kada je cjenovni trend na njima povoljan. Novčani su fondovi, dakle, najmanje rizična skupina fondova, ali zato ostvaruju i najmanji prinos.

Društva za upravljanje malokad upravljaju samo jednim fondom. Često se formiraju tzv. **porodice fondova**, odnosno *kišobran* fondova (*umbrella funds*) - **niz investicijskih fondova različitih obilježja u pogledu prinosa i rizika**. Investitor može birati one fondove koji mu u tom trenutku odgovaraju i prema vlastitim preferencijama uz male ili nikakve troškove prebacivati sredstva iz jednoga u drugi fond unutar *porodice fondova*.

Za većinu individualnih investitora možda je najvažnija činjenica da je rizik potpunog gubitka njihova uloga u investicijskom fondu znatno smanjen - zbog količine i brojnosti različitih vrijednosnih papira u portfelju fonda. Ipak treba imati na umu da svaki investicijski fond (osobito onaj koji ulaže samo u dionice) može u nepovoljnim tržišnim uvjetima izgubiti na vrijednosti, a samim time gube i ulagači koji su ga izabrali.

5.1. Investicijski fondovi u Hrvatskoj

Zakonska infrastruktura za djelovanje otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova u Hrvatskoj osigurana je krajem 1995. godine Zakonom o investicijskim fondovima. Zakon je bio potrebna pravna osnova za nastanak prvih domaćih investicijskih fondova. Ozbiljnija zainteresiranost za osnivanjem investicijskih fondova pojavila se u razdoblju 1996-1997. godine, kada je na domaćim tržištima kapitala vladalo izrazito pozitivno raspoloženje. Investicijski se fond tada činio vrlo privlačnom idejom jer su cijene dionica išle samo u jednom smjeru - prema gore. Međutim, pravi "start" fondovske industrije u Hrvatskoj odgodilo je razbuktavanje kriza na tržištima kapitala tijekom razdoblja 1997-1998. godine, kada je u Hrvatskoj zabilježen dramatični pad cijena vrijednosnica i likvidnosti. Krajem 2001. godine situacija je bitno drugačija: danas na hrvatskom tržištu djeluje mnoštvo društava za upravljanje investicijskim fondovima (v. prilog 6), koja zainteresiranim ulagačima nude mogućnosti ulaganja u široku paletu različitih fondova.

5.1.1. Zatvoreni investicijski fondovi

U Hrvatskoj je do sada osnovano devet zatvorenih investicijskih fondova. Međutim, od toga je čak sedam **privatizacijskih investicijskih fondova (PIF-ova)**, a preostala su dva "klasični" zatvoreni fondovi.

PIF-ovi su najvažniji zatvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj, nastali 1997. godine u sklopu projekta kuponske privatizacije. Naime, PIF-ovi nisu poput klasičnog fonda prikupljali novčana sredstva od ulagača, već privatizacijske bodove od 230 000 sudionika kuponske privatizacije (pretežito stradalnika Domovinskog rata). S prikupljenim bodovima PIF-ovi su sudjelovali na posebnim dražbama Hrvatskog fonda za privatizaciju, gdje su bili ponuđeni dionički udjeli u 471 poduzeću ukupne nominalne vrijednosti od 3,5 milijardi njemačkih maraka. Nakon tri dražbovna kruga svaki je PIF postao dioničar u određenom broju poduzeća. Nakon pomnijeg proučavanja stečenog vlasništva bilo je jasno da je stvarna vrijednost privatiziranih poduzeća mnogo niža od njihove nominalne vrijednosti. U skladu s tom činjenicom, utvrđen je i temeljni kapital fondova u ukupnom iznosu od 2,66 milijardi kuna (v. tabl. 5).

Krajnji cilj postojanja PIF-ova odredio je zakon: njihov je zadatak prodaja dražbovanih poduzeća strateškim investitorima i ulaganje novčanih sredstava u likvidne vrijednosne papire uvrštene na domaćem i/ili stranom tržištu. Kada PIF-ovi uspiju plasirati 90% vrijednosti svog portfelja u likvidne vrijednosne papire, moći će se pretvoriti u klasične zatvorene investicijske fondove. Prema zakonu,

Tablica 5. Pregled privatizacijskih investicijskih fondova

Ticker	Naziv fonda	Društvo za upravljanje	Temeljni kapital fonda
DOMF-R-A	Dom-fond, PIF d.d.	I.C.F-Invest d.o.o.	811 215 900 kn
EXPF-R-A	Expandia fond, PIF d.d.	Expandia Invest d.o.o.	391 259 745 kn
PLTR-R-A	PIF Pleter d.d.	Fima Invest d.o.o.	191 527 523 kn
SLPF-R-A	Slavonski PIF d.d.	Slavoinvest d.d.	334 641 800 kn
SNCE-R-A	Sunce PIF d.d.	Sunce Invest d.o.o.	253 000 000 kn
SNF-R-A	Središnji nacionalni fond-PIF d.d.	E-Invest d.o.o.	338 800 000 kn
VLBT-R-A	Velebit PIF d.d.	Dalbank invest d.o.o.	340 655 000 kn



Tablica 6. Tržišne cijene PIF-ova na dan prvog trgovanja i krajem listopada 2001. godine

PIF	Prva tržišna cijena (datum prvog trgovanja)	Tržišna cijena dana 31.10.2001.	Promjena (%)
DOMF-R-A	10,00 kn (3.5.1999)	41,30 kn	313,00
EXPF-R-A	19,00 kn (27.4.1999)	38,60 kn	103,15
PLTR-R-A	5,00 kn (11.5.1999)	24,70 kn	394,00
SLPF-R-A	3,00 kn (25.5.1999)	21,20 kn	606,66
SNCE-R-A	10,00 kn (25.5.1999)	17,50 kn	75,00
SNF-R-A	11,00 kn (28.4.1999)	42,19 kn	283,54
VLBT-R-A	10,00 kn (5.5.1999)	40,70 kn	307,00

proces ne smije trajati dulje od pet godina od trenutka kada PIF-ovi uvrste svoje dionice na tržište. Budući da su se PIF-ovi tijekom proljeća 1999. godine uvrstili na posebnu kotaciju Varaždinskog tržišta vrijednosnica, prostor za pretvorbu otvoren im je do 2004. godine. Društva za upravljanje PIF-ovima nemaju pravo na imovinu fonda zaračunavati nikakve troškove. To mogu učiniti tek nakon pretvorbe u klasične zatvorene fondove.

Do jeseni 2001. godine PIF-ovi su (u prosjeku) uspjeli prodati između 30 i 50% svojih prvobitnih portfelja. Sredstva ostvarena od prodaje uglavnom ulažu u hrvatske državne obveznice, bankovne depozite te (nešto manje) u domaće dionice. Cijene PIF-ovskih dionica na VTV-u rastu usporedno s prodajama iz njihovih portfelja. U to nas mogu uvjeriti podaci iz tablice 6, a prikazi kretanja cijena dionica PIF-ova (v. prilog 7. na kraju vodiča) dodatno će ilustrirati spektakularne poraste njihovih cijena.

Zakonska je obveza PIF-ova objavljivanje tromjesečnih, polugodišnjih i godišnjih financijskih izvještaja iz kojih potencijalni ulagači mogu lako razaznati kako su PIF-ovi poslovali u prethodnom razdoblju. Iako je stupanj izlaganja poslovnih podataka više nego zadovoljavajući, potencijalni investitori u PIF-ove trebaju znati da se znatan dio njihovih portfelja još uvijek sastoji od dražbovanih poduzeća vrlo dvojbene kvalitete. Kretanje cijena dionica PIF-ova u budućnosti najviše će ovisiti o njihovoj uspješnosti u prodaji tih poduzeća po što većim cijenama te o usmjeravanju gotovine u sigurna ulaganja.

Breza Invest d.d. prvi je zatvoreni investicijski fond u Hrvatskoj, koji je 1995. godine osnovalo društvo za upravljanje fondovima Fima Invest. Osobitost tog fonda jest to da je osnovan kao dioničko društvo, jer Hrvatska u trenutku njegova osnivanja još nije imala propise koji reguliraju problematiku investicijskih fondova. Iako od samog početka posluje na načelima zatvorenog fonda, Breza Invest je 1997. godine službeno pretvorena u zatvoreni fond. Strategija investiranja fonda umjereno je konzervativna - u dugoročne vrijednosne papire (dionice i obveznice) treba biti uloženo 60 do 70% ukupne vrijednosti fonda, a u bankovne depozite 30 do 40% portfelja. Naknada društvu za upravljanje godišnje iznosi 2% imovine fonda i isplaćuje mjesečno. Fond Breza Invest uvršten je u kotaciju VTV-a; sve kupoprodajne transakcije dionicama tog fonda obavljaju se na tržištu uz posredovanje brokerskih kuća. Potencijalni ulagači moraju imati na umu da se dionicama fonda Breza Invest na tržištu gotovo ne trguje, što znatno smanjuje njihovu atraktivnost.

Kapitalni fond d.d. fond je kojim upravlja Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo (HMID). Fond ulaže najmanje 60% vrijednosti imovine u dionice na hrvatskom tržištu kapitala, te najmanje 2% vrijednosti imovine fonda u kratkoročne i dugoročne vrijednosne papire izdane u Hrvatskoj i bankovne depozite. Za posao upravljanja od fonda se godišnje naplaćuje 2%. Iako je to zatvoreni fond, njegove se dionice ne mogu kupiti na organiziranom sekundarnom tržištu, jer se nekoliko puta najavljivano uvrštenje na Zagrebačku burzu nije ostvarilo. Dionice Kapitalnog fonda mogle su se kupiti od depozitne banke fonda (Privredne banke d.d. Zagreb). U posljednje se vrijeme na državnoj razini raspravlja o daljnjoj sudbini tog fonda, koji je zabilježio prilične gubitke na ulaganjima u inozemstvu - spominju se likvidacija, prodaja inozemnom investitoru, prijenos u HFP itd.

5.1.2. Otvoreni investicijski fondovi

Ponuda otvorenih investicijskih fondova na našem se tržištu tijekom posljednje dvije godine znatno proširila. Ulagачi sada mogu birati fondove s obzirom na svoje preferencije

rizičnosti: oni s najmanjom sklonošću riziku mogu kupovati udjele u novčanim fondovima, investitori skloniji riziku imaju na raspolaganju obvezničke fondove, a odvažnijim se ulagačima nudi nekoliko mješovitih i dioničkih fondova.

Osim preferenciji rizika, investitori najviše pozornosti trebaju pridati neposrednim troškovima vezanim za stjecanje i prodaju udjela, kao i posrednim troškovima koji se pojavljuju tijekom držanja udjela. Neposredni su troškovi **ulazne i izlazne provizije**, a posredni su troškovi oni koje društvo za upravljanje zaračunava na imovinu fonda (npr. naknada društvu za upravljanje, naknada depozitnoj banci, naknada investicijskom savjetniku itd.). Posredni troškovi smanjuju ukupni prinos fonda, a njihov najveći dio čine **naknade društvu za upravljanje**.

Nadalje, investitori trebaju znati da se udjeli u svim otvorenim fondovima u Hrvatskoj kupuju (ili prodaju) **izravno** od društva koje upravlja fondom. Obično je potrebno ispuniti zahtjev za prodaju/kupnju i dostaviti ga društvu za upravljanje koje će nakon toga izvršiti isplatu gotovine/proknjižiti kupovinu udjela u korist ulagača.

Većina društava za upravljanje ističe dvije cijene za udjele svojih fondova: **kupovnu i prodajnu**. Kupovna cijena udjela je cijena po kojoj društvo otkupljuje udjele od ulagača. Prodajna cijena je (pogađate) cijena po kojoj društvo prodaje udjele investitorima. **U prodajnu je cijenu uključena ulazna provizija**. Ako pak društvo objavljuje samo jednu cijenu udjela, onda se ta cijena uvećava za ulaznu proviziju prilikom kupnje udjela, odnosno smanjuje za izlaznu naknadu prilikom prodaje udjela. Trenutačne cijene udjela pojedinih fondova moguće je pronaći u dnevnim novinama, za pojedine fondove i na Internet stranicama ili u izravnom kontaktu s društvom koje upravlja pojedinim fondom.

5.1.2.1. Novčani fondovi

PBZ Novčani fond je 1999. godine osnovalo društvo za upravljanje investicijskim fondovima PBZ Invest u vlasništvu Privredne banke Zagreb. Fond ulaže od 20 do 49% imovine u bankovne depozite, do 40% u vrijednosne papire Republike Hrvatske i Hrvatske narodne banke (HNB) te u dužničke vrijednosne papire drugih domaćih izdavatelja također do 40%. Minimalna vrijednost ulaganja je 3 000 kuna. Svaki ulagač prilikom kupovine udjela u fondu plaća ulaznu proviziju od 0,1% na vrijednost ulaganja. Ulazna je provizija uključena u prodajnu cijenu udjela. Postoji i fiksna izlazna provizija od 14 EUR za svako povlačenje sredstava (prodaju udjela) iz fonda. Društvo za upravljanje naplaćuje iz imovine fonda naknadu za upravljanje od 2% godišnje. U svojoj prvoj godini poslovanja PBZ Novčani fond ostvario je godišnji prinos od 15,5%, a u 2000. godini 12,2%.

ZB plus je novčani fond društva za upravljanje fondovima Zagrebačke banke ZB Invest. Fond ulaže u likvidne i niskorizične plasmane koji jamče stabilan i stalan rast udjela: u kunske blagajničke zapise HNB-a i trezorske zapise Ministarstva financija (bez ograničenja), u državne obveznice Republike Hrvatske i druge vrijednosne papire koje izdaje ili za koje jamči RH (do 50% vrijednosti fonda), u komercijalne zapise domaćih izdavatelja (do 50% imovine) te, prema potrebi, i u strane vrijednosne papire visokoga kreditnog rejtinga (bez ograničenja). Najviše 10% imovine fonda može biti uloženo u devizne instrumente ili instrumente s valutnom klauzulom, a najviše 40% može biti uloženo u bankovne depozite. Minimalan ulog je 2 000 kuna. Ulazne naknade nema, a izlazna se naknada naplaćuje u fiksnom iznosu od 19 kuna - bez obzira na iznos koji se povlači iz fonda. Godišnja naknada društvu za upravljanje iznosi 1,5%. Fond ZB plus od početka rada (srpanj 2000. godine) ostvaruje prinos od 7,56%.

ZB europlus je fond koji je ZB Invest pokrenuo istodobno s fondom ZB plus. Kao i ZB plus, i taj fond ulaže u niskorizične vrijednosne papire i bankovne depozite, ali uz valutnu klauzulu. Ograničenja su za oba fonda jednaka, s tim da ZB europlus najviše 10% imovine fonda može uložiti u kunske instrumente bez valutne zaštite. Minimalan ulog iznosi 250 EUR (u kunsjoj protuvrijednosti). Ulazne naknade nema, a izlazna se naknada naplaćuje ovisno o iznosu sredstava koje vlasnik udjela povlači (v. tabl. 7). Naknada društvu za upravljanje iznosi 1,5% imovine fonda godišnje. Fond je od početka rada ostvario prinos od 5,72%.

Tablica 7. Izlazne provizije fonda ZB europlus

Iznos	Provizija
do 24 999 kuna	49 kuna
od 25 000 do 99 999 kuna	0,20% izlaznog iznosa
od 100 000 do 299 999 kuna	0,15% izlaznog iznosa
od 300 000 do 999 999 kuna	0,10% izlaznog iznosa
od 1 000 000 do 4 999 999 kuna	0,05% izlaznog iznosa
od 5 000 000 kuna	2 500 kuna

5.1.2.2. Obveznički fondovi

ZB bond je fond iz palete društva za upravljanje ZB Invest, koji ulaže u najkvalitetnije domaće i strane obveznice ili druge investicijske fondove čija je imovina investirana pretežito u obveznice najvećeg rejtinga. Konkretno, u portfelj fonda mogu ući obveznice, dionice (udjeli) u investicijskim fondovima i kratkoročni vrijednosni papiri kojima se trguje na burzama ili nekim drugim organiziranim tržištima u Republici Hrvatskoj te u zemljama OECD-a i CEFTA-e. Naknada društvu za upravljanje iznosi 1,8% godišnje i naplaćuje se od imovine fonda kvartalno. Minimalni ulog iznosi 100 EUR u

kunskoj protuvrijednosti. Za iznose do 50 000 kuna ulazna naknada iznosi 0,5%. Izlazna se naknada plaća na iznos koji vlasnik udjela povlači iz fonda odnosno na udjele koje vlasnik udjela prodaje ZB Investu. Pri povlačenju udjela u iznosu manjem od 1 000 000 kuna plaća se izlazna naknada ovisno o trajanju ulaganja, i to:

- za ulaganje u trajanju do godine dana izlazna je naknada 1% iznosa koji se povlači
- za ulaganje u trajanju od jedne do dvije godine izlazna je naknada 0,5% iznosa koji se povlači
- za ulaganje u trajanju duljem od dvije godine izlazna naknada iznosi 0,1% povučenih sredstava.

PBZ International Bond Fond je drugi fond društva za upravljanje PBZ Invest. Fond vodi konzervativnu strategiju ulaganja te ulaže isključivo u obveznice najkvalitetnijih međunarodnih izdavatelja (obveznice država članica OECD-a, obveznice njihovih lokalnih jedinica, obveznice najkvalitetnijih svjetskih korporacija). Minimalni ulog za svakog ulagača je 400 000 kuna, čime je taj fond usmjeren na kapitalno "snažnije" investitore. Ulazna provizija iznosi 0,1% ukupno uložene vrijednosti i uključena je u prodajnu cijenu udjela. Za svako povlačenje sredstava iz fonda naplaćuje se fiksna kunska protuvrijednost od 14 EUR. Naknada društvu za upravljanje iznosi 2% godišnje i plaća se mjesečno.

5.1.2.3. Dionički fondovi

TT Global investor je fond splitskog društva za upravljanje TT Invest. Fond ulaže u dionice prvorazrednih svjetskih kompanija čiji vrijednosni papiri kotiraju na najvećim svjetskim burzama članica OECD-a, a ovisno o procjeni uprave fonda, može ulagati i u dionice na uređenim tržištima u Republici Hrvatskoj. Pri ulaganju u pojedine dionice uprava se rukovodi kriterijima imena, položaja i financijske učinkovitosti kompanije. Minimalna vrijednost ulaganja iznosi 52,62 EUR u kunskoj protuvrijednosti prema srednjem tečaju HNB-a (trenutačno oko 400 kuna). Ulazna provizija za ulagače iznosi 3% iznosa uložених sredstava i uključena je u prodajnu cijenu udjela. Fond ne naplaćuje izlaznu proviziju. Naknada društvu za upravljanje iznosi 2% i isplaćuje se mjesečno.

5.1.2.4. Mješoviti fondovi

Select Europe je fond koji je osnovalo društvo za upravljanje CAIB Invest. Imovina fonda pretežito je uložena u dionice najvećih europskih kompanija, a manjim dijelom u dužničke vrijednosne papire stranih ili domaćih izdavatelja te u dionice hrvatskih izdavatelja. Fond može najviše 95% svoje imovine uložiti u dionice dvjestotinjak najvećih europskih kompanija, najviše 20% portfelja može biti investirano u

dionice hrvatskih izdavatelja uvrštenih na domaćem tržištu te u udjele u investicijskim fondovima u Hrvatskoj. Fondu je također otvorena mogućnost ulaganja do 20% imovine u dionice izdavatelja iz zemalja CEFTA-e. Najmanje 1,5% imovine fonda uvijek je investirano u kratkoročne vrijednosne papire i depozite u komercijalnim bankama radi održavanja dnevne likvidnosti. Minimalno početno ulaganje iznosi 100 EUR, a svako naknadno iznosi najmanje 10 EUR. Prilikom kupnje udjela u fondu obračunava se ulazna provizija (3% vrijednosti uloženi sredstava). Izlazna se provizija ne naplaćuje. Društvo za upravljanje ima pravo na godišnju naknadu od 2% imovine fonda koja se isplaćuje jedanput u mjesec.

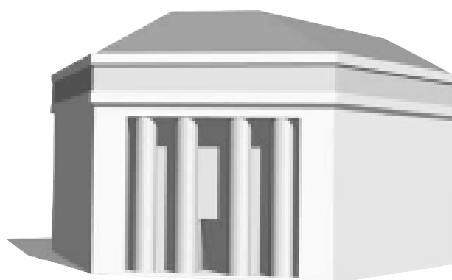
ZB global još je jedan fond kojim upravlja ZB Invest. Fond ulaže u obveznice i dionice, uz ciljani omjer od 70% imovine u obveznicama i 30% u dionicama. ZB global konkretno ulaže u obveznice, dionice, investicijske fondove i kratkoročne vrijednosne papire kojima se trguje na burzama ili na nekim drugim organiziranim tržištima u Republici Hrvatskoj te u zemljama OECD-a i CEFTA-e. Naknada za upravljanje iznosi 2% godišnje i naplaćuje se kvartalno. Minimalni iznos ulaganja je 100 EUR u kunske protuvrijednosti, a svaka daljnja uplata mora iznositi najmanje 30 EUR. Ulazna naknada iznosi 1% za iznose do 100 000 kuna. Kao i kod obvezničkog fonda kojim upravlja ZB Invest, pri povlačenju udjela u iznosu manjem od milijun kuna plaća se izlazna naknada ovisno o trajanju ulaganja, i to:

- za ulaganje u trajanju do godine dana izlazna je naknada 1,5% iznosa koji se povlači
- za ulaganje u trajanju od jedne do dvije godine naplaćuje se izlazna provizija u visini 1% povučenog iznosa
- za ulaganje u trajanju između dvije i tri godine izlazna naknada iznosi 0,5% povučenih sredstava
- za ulaganje dulje od tri godine izlazna je provizija 0,1% iznosa koji se povlači.

Erste International je fond društva za upravljanje Erste Invest. Fond ulaže u obveznice, dionice i instrumente tržišta novca pretežito na međunarodnom tržištu. Ulaganja na svjetskim tržištima dionica ne smiju prelaziti 50% portfelja, približno 25% imovine trebalo bi biti uloženo na tržište euroobveznica, dok instrumenti hrvatskog tržišta obveznica i tržišta novca mogu obuhvatiti do 25% portfelja. Minimalni ulog za svakog ulagača je 400 kuna. Ulazna provizija iznosi 2,5% na vrijednost ulaganja i uključena je u prodajnu cijenu udjela. Izlazne provizije nema. Godišnja naknada društvu za upravljanje iznosi 1,8% imovine fonda i naplaćuje se mjesečno.

Victoria fond jedini je fond iz porodice fondova (Victoria, Orbis i Galilei) društva za upravljanje Fondinvest koji je zaživio na hrvatskom tržištu. Ciljani omjeri ulaganja tog

fonda su 90% imovine u dionicama, 15% u državnim i municipalnim obveznicama te trezorskim i blagajničkim zapisima Republike Hrvatske i HNB-a, 15% u bankovnim depozitima. Minimalno ulaganje u fond je 1 000 kuna. Ulazna provizija iznosi 5% i uključena je u prodajnu cijenu udjela. Izlazne provizije nema. Godišnja naknada društvu za upravljanje iznosi 2%.



6. Kupoprodaja vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu



Kao i svaki drugi kupac ili prodavatelj vrijednosnih papira na burzi ili OTC tržištu, Zoran, Vjeko, Denis i Anto (sjećate se priče o stečenoj kamati?) odradili su svoje transakcije preko brokerskih kuća. **Brokerske kuće** su pravne osobe koje za poslovanje moraju imati dozvolu Komisije za vrijednosne papire. U Hrvatskoj, je "standardna" brokerska kuća registrirana za obavljanje kupnje i prodaje vrijednosnih papira po nalogu

klijenta (u svoje ime, a za tuđi račun), za investicijsko savjetovanje, trgovinu u spekulacijske svrhe (kupnja i prodaja vrijednosnih papira u svoje ime i za svoj račun), za poslove posebne burzovne trgovine, upravljanje portfeljem vrijednosnih papira za račun klijenta, za poslove agenta izdanja pri izdavanju novih vrijednosnih papira, pokroviteljstvo izdanja i poslove transfernog agenta. Svaka pravna i fizička osoba koja trguje vrijednosnim papirima (zaposlenik brokerske kuće) mora imati ovlaštenje Komisije za obavljanje trgovine vrijednosnim papirima. Ukratko, **brokerske su kuće specijalizirane za poslovanje vrijednosnim papirima i u njima rade osobe ovlaštene za trgovinu vrijednosnim papirima, odnosno brokeri.**

Kontakt s brokerskom kućom prvi je korak prema realizaciji kupnje (ili prodaje) vrijednosnog papira na burzi ili VTV-u. Iako smo se žalili kako je hrvatsko tržište kapitala nerazvijeno i maleno, popis brokerskih kuća u Hrvatskoj ipak je podulji (v. prilog 8). Iako nude istu paletu usluga, postoje razlike od kuće do kuće, npr. prema upisanom kapitalu, članstvu na tržištu kapitala (burza i/ili VTV i/ili SDA), ostvarenom udjelu u tržišnom prometu i sl. Brokerska je kuća možda poduzeće-kćer vaše banke, možda se nalazi negdje u vašem susjedstvu... U svakom slučaju, **odabir brokerske kuće stvar je osobne preferencije.**

Dakle, nalog za kupnju (ili prodaju) vrijednosnih papira ne otvara se na Zagrebačkoj burzi ili na Varaždinskom tržištu vrijednosnica, već kod brokerske kuće. Otvaranjem naloga postajete klijent brokerske kuće - prema tome, dopustite im da vas provedu kroz cjelokupnu proceduru i ne zaboravite da je riječ o vašem novcu. Stoga bez ustezanja pitajte ako vam nešto nije jasno.

Prilikom **kupnje vrijednosnih papira** uobičajeno je da broker upozna klijenta s trenutačnim tržišnim prilikama, kretanjem cijena vrijednosnih papira, stanjem ponude i potražnje i sl. Na nalogu za kupnju utvrđuje se najviša cijena do koje se kupuje vrijednosni papir, te količina (broj vrijednosnih papira) koja se želi kupiti. Umnožak količine vrijednosnih papira i (maksimalne) cijene uvećan za troškove i brokerske naknade daje novčani iznos koji je potrebno uplatiti na račun brokerske kuće za kupnju vrijednosnih papira. Po pravilu, broker će izvijestiti klijenta o svim troškovima vezanim za transakciju i izračunati iznos koji klijent treba uplatiti da bi njegov nalog krenuo na tržište. Također, ako su vrijednosni papiri koji se kupuju uvršteni u sustav prijeloja i namire SDA, broker će zatražiti instrukciju o registraciji vrijednosnih papira. Vrijednosni se papiri mogu (prema klijentovoj želji) registrirati ili s brokerskom kućom ili s izdavateljem vrijednosnog papira.

Ako se cijena i količina uklapaju u tržišne prilike, nalog će biti u cijelosti realiziran. Prema tome, brzina realizacije

naloga ovisi o tržišnom trenutku, odnosno o mogućnosti kupnje vrijednosnog papira uz uvjete utvrđene u nalogu. U svakom slučaju, broker se trudi ispuniti klijentov nalog uz najpovoljnije uvjete koje može postići na tržištu u danom trenutku. Nakon kupnje vrijednosnog papira slijedi razdoblje prijeboja i namire. Ako je kupljeni vrijednosni papir u sustavu prijeboja i namire SDA, tada se vrijednosni papiri nalaze na računu klijenta četvrtog dana od transakcije. Ako vrijednosni papir nije u sustavu SDA, dobivanje potvrde o vlasništvu može potrajati tjednima. Budući da bez potvrde o vlasništvu vrijednosni papir nije moguće prodati, vlasnik takvih vrijednosnih papira izložen je riziku pada cijene bez mogućnosti reakcije do dobivanja potvrde o vlasništvu.

Ako je broker uspio izvršiti klijentov nalog uz bolje uvjete od utvrđenih u nalogu (čitaj: kupio jeftinije od maksimalne cijene), tada će s viškom sredstava po obračunu postupiti prema dogovoru: ili ih uplatiti na račun koji klijent naznači (npr. na tekući račun), ili ih ostaviti na računu brokerske kuće za buduće kupnje vrijednosnih papira.

Pri **prodaji vrijednosnih papira** također je uobičajeno da broker upozna klijenta s tržišnom situacijom. Otvaranje naloga podrazumijeva utvrđivanje najniže cijene po kojoj klijent želi prodati vrijednosnice te količinu vrijednosnih papira za prodaju. Broker bi također trebao izvijestiti klijenta o svim troškovima vezanim uz transakciju - kako o troškovima tržišta, tako i o vlastitim naknadama. Ako vrijednosni papiri koji se prodaju nisu registrirani s brokerskom kućom kod koje klijent otvara nalog za prodaju, broker će otvoriti zahtjev za registraciju pri SDA te klijentu javiti broj zahtjeva. Klijent će nazvati telefonom Odjel za odnose s investitorima SDA, pozvati se na svoj PIN i broj zahtjeva te potvrditi prodaju vrijednosnih papira. Kao i pri kupnji, pri prodaji vrijednosnih papira realizacija naloga ovisi o tržišnom trenutku, odnosno o mogućnosti prodaje vrijednosnog papira uz uvjete utvrđene u nalogu. Sredstva ostvarena od prodaje umanjuju se za iznos troškova tržišta i brokerske naknade i obično su na raspolaganju klijentu nakon proteka pet do sedam dana od realizacije naloga.

6.1. Troškovi i naknade pri kupoprodaji vrijednosnih papira

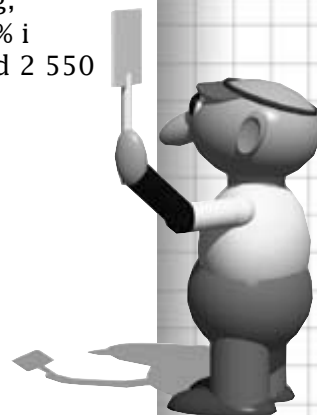
Prilikom kupnje vrijednosnih papira uobičajeni su trošak **naknada za otvaranje naloga** i **brokerska naknada**. Pri prodaji vrijednosnog papira naknadi za otvaranje naloga i brokerskoj naknadi pridružuju se **troškovi tržišta** (mjesta trgovanja) te **provizija SDA** (ako je vrijednosni papir u sustavu SDA).

Visina brokerskih naknada i provizija nije jednaka u svim brokerskim kućama. Iako su te razlike među brokerskim kućama sve manje, činjenica je da postoje. Stoga pri odabiru brokerske kuće svakako treba voditi brigu i o tim troškovima.

Naknada za otvaranje naloga za kupnju ili prodaju vrijednosnog papira izražena je u apsolutnom iznosu i kreće se najčešće u rasponu od 30 do 40 kuna. Brokerske provizije za kupnju vrijednosnih papira po pravilu ovise o uloženom iznosu, izražavaju se postotkom investiranog iznosa i (naravno) padaju kako investirani iznos raste. Najčešće se brokerska provizija kreće od 1,5% naniže, pri čemu se minimalna brokerska provizija utvrđuje u apsolutnom iznosu (najčešće oko 100 kuna). U većini brokerskih kuća provizija je mnogo niža ako se kupuju obveznice. Pri prodaji vrijednosnih papira također se plaća naknada za otvaranje naloga i brokerska provizija, kojima se još dodaju provizija mjesta trgovanja i SDA. Provizija Zagrebačke burze kreće se od 0,35% naniže (ovisno o kotaciji i veličini transakcije) te od 0,075% naniže za obveznice. Na Varaždinskom tržištu vrijednosnica provizija također ovisi o tržišnom segmentu i veličini transakcije i kreće se od 0,3% naniže; SDA svoje usluge naplaćuje 0,04% ostvarene transakcije, a za obveznice je naknada upola manja (0,02%).

Dakle, jasno je da se ne isplati investirati nekoliko stotina kuna. Primjerice, za investiciju od 1 000 kuna troškovi iznose oko 130 kuna ili oko 13% (minimalna provizija od 100 kuna i naknada za otvaranje naloga od 30 kuna). Uz pretpostavku ostvarenja prilične kapitalne dobiti od 30%, vrijednosni papiri prodaju se za 1 300 kuna. Troškovi prilikom prodaje opet su oko 130 kuna, pa u konačnici realni rezultat iznosi samo 40 kuna ili 4% zarade - troškovi su pojeli dobit.

Suprotno tome, za investiciju od 10 000 kuna rezultat je bitno drugačiji: trošak kupnje vrijednosnih papira iznosi npr. 180 kuna (1,5% brokerska provizija uvećana za naknadu otvaranja naloga). Uz jednaku dobit kao u prethodnom primjeru (30%), vrijednosnice se prodaju za 13 000 kuna, prodajni troškovi neka su 270 kuna (naknada za nalog, brokerska provizija od 1,5%, provizija tržišta od 0,30% i provizija SDA od 0,04%). Konačni je rezultat zarada od 2 550 kuna ili 25,5% investiranog iznosa.



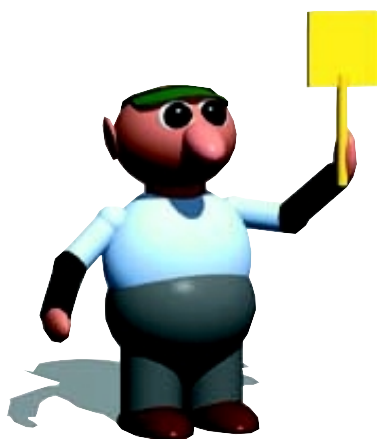
7. A porezi?



Kad je riječ o porezima, **fizičke osobe (za sada) su bez brige: ni kapitalna dobit** (tj. eventualna dobit koju ste uspjeli ostvariti na razlici između kupovne i prodajne cijene vrijednosnice), **ni dobit od kamata nisu oporezivi i ne ulaze u osnovicu poreza na dohodak.** Dohodak od dividendi podliježe oporezivanju, ali po toj osnovi nema potrebe podnositi godišnju poreznu prijavu. Poduzeće koje isplaćuje dividendu ispunit će obvezu prema poreznoj upravi, a na račun fizičke osobe uplatiti neto dividendu. Ako se dividende isplaćuju u obliku predujma, poduzeće će (po osnovi isplate dividende fizičkoj osobi) poreznoj upravi uplatiti porez na dohodak po stopi od 35% i odgovarajući prirez, a ako se ne isplaćuju tako, uplatit će porez na dohodak po stopi od 15% i odgovarajući prirez.

Kapitalna dobit pravnim osobama (obveznicima poreza na dobit) ulazi u prihode, pa prema tome i u osnovicu poreza na dobit. Isto vrijedi i za prihod od kamata. Porez na dobit plaća se od 1. siječnja 2001. godine po stopi od 20%. Nakon što se registrira kao prihod, prihod od dividendi može se odbiti od utvrđene dobiti poduzeća, pa je na taj način poduzeće oslobođeno plaćanja poreza po osnovi prihoda od dividendi (i drugih udjela u dobiti).

8. Informacije o tržištu



O kretanjima na hrvatskim tržištima kapitala možete čitati u **financijskim prilogima dnevnih novina** i ponekom **ekonomsko-poslovnom časopisu**. U kasnijim večernjim satima možete pokušati “uhvatiti” svakodnevni **pregled tržišta na HTV-u** (zanimljivo da iste informacije još uvijek nisu dostupne na teletekstu HTV-a). Međutim, za razliku od tiska ili televizije (medija), računalo i pristup Internetu omogućuju pristup informacijama na njihovu izvorištu: ako pogledate **Internet stranice Zagrebačke burze** (<http://www.zse.hr>) i **VTV-a** (<http://www.otc.hr>), možete pronaći mnoštvo zanimljivih podataka: npr. neposredno nakon završenoga radnog dana burze i VTV-a možete saznati kojim se vrijednosnim papirima trgovalo, u

kojim količinama i po kojim cijenama. Dnevni pregledi sadrže i podatke o ukupnom dnevnom prometu ostvarenom na tržištu te o stanju i promjeni burzovnog indeksa.

Primjerice, *Daily Report* VTV-a daje pregled trgovanja prema tržišnim segmentima (lista ponude i potražnje, PIF kotacija i kotacija prava) u kojem je za svaku vrijednosnicu prikazana postotna promjena zaključne cijene s obzirom na prethodni dan trgovanja, zaključna cijena prethodnog dana (posljednja cijena po kojoj je vrijednosni papir tržen prethodnog dana); najviša, najniža i zaključna cijena tekućeg dana; broj trženih vrijednosnica i promet u kunama te stanje ponude i potražnje u trenutku zatvaranja tržišta (najbolja cijena pri kupnji i prodaji). Pogledajmo kako to izgleda na primjeru dionice Ericssona Nikole Tesle.

Ticker	Change (%)	Previous Close	High	Low	Close	Volume	Turnover in HRK	Ask	Bid
ERNT-R-A	0,00%	143,00	145,00	142,00	143,00	123	17.590,00	145,00	143,00

Tekućeg dana dionicom se trgovalo u rasponu od 142,00 (*Low*) do 145,00 kuna (*High*). Ukupno se trgovalo sa 123 dionice (*Volume*) uz ukupni dnevni promet od 17 590,00 kuna (*Turnover in HRK*). Posljednja transakcija tekućeg dana izvršena je po cijeni od 143 kune (*Close*), što je bila zaključna cijena i prethodnog dana (*Previous Close*). Prema tome, postotna promjena iznosi 0,00% (*Change*). U trenutku zatvaranja tržišta najniža cijena po kojoj je tržišni sudionik bio spreman prodati iznosila je 145,00 kuna (*Ask*), dok je najviša cijena koju je netko od sudionika na tržištu nudio za istu dionicu iznosila 143,00 kune (*Bid*).

Na istovjetan se način čita Dnevni pregled cijena na Zagrebačkoj burzi. Pogledajmo primjer petogodišnjih "DABrova":

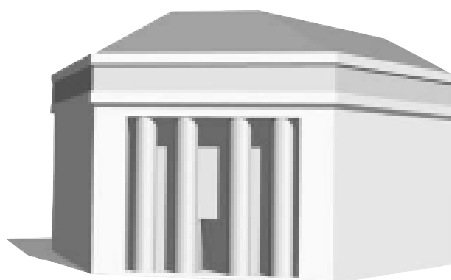
Ticker	Ponude		Transakcije									
	Kupnja	Prodaja	Najniža	Najviša	Zadnja	Količina	Promet u kn	Tekući prinos	Dospijeće	Kamata	Nominala	Tip
DAB-O-05CA	105,65	106,35	105,95	105,95	105,95	500 000	3 936 386,84	7,90%	19.12.2005	8,38%	1 EUR	obična

Dakle, tog se dana trgovalo s ukupno pola milijuna obveznica po cijeni od 105,95 te je ostvaren promet od 3,9 milijuna kuna. S najboljom ponudom za kupnju od 105,65 i najboljom ponudom za prodaju od 106,35 završio je radni dan tržišta. Inače, obveznica DAB-a dospijeva u prosincu 2005. godine, ima nominalnu vrijednost od 1 EUR i nosi nominalnu kamatu od 8,38%. Uz cijenu od 105,95 njezin tekući prinos iznosi 7,90%.

Osim dnevnih izvještaja o trgovini vrijednosnim papirima na kraju radnog dana, Zagrebačka burza i VTV putem Interneta omogućuju i prijenos uživo s tržišta. MOSTich (*MOST Information Channel*) sustav je za distribuciju

podataka o trenutačnom stanju i cijenama na Zagrebačkoj burzi, dok je ATM (*Advanced Trading Monitor*) sustav za praćenje podataka u realnom vremenu s Varaždinskog tržišta vrijednosnica. Oba sustava pružaju trenutačni uvid u tržište i stoga takve informacije nisu besplatne. Besplatna je npr. usluga BTM (*Basic Trading Monitor*), koji uz kašnjenje od petnaestak minuta daje pregled prometa na VTV-u.

Osim izravnih informacija s tržišta, sve je više brokerskih kuća koje na svojim Internet stranicama objavljuju izvještaje, analize i osvrte vezane za tržišne aktualnosti. Nadalje, zanimljive podatke o poduzećima i njihovu financijskom stanju moguće je pronaći u **javnoj informacijskoj knjižnici Komisije za vrijednosne papire** (www.crosec.hr).



Pojmovnik

ask - ponuda za prodaju vrijednosnih papira koju broker unosi u sustav trgovine.

bid - ponuda za kupnju vrijednosnih papira koju broker unosi u sustav trgovine.

broker - osoba koju je Komisija za vrijednosne papire ovlastila za trgovinu vrijednosnim papirima. Po pravilu radi u brokerskim kućama (društvima za poslovanje vrijednosnim papirima).

brokerske kuće, društva za poslovanje vrijednosnim papirima - pravne osobe specijalizirane za poslovanje vrijednosnim papirima (za kupnju i prodaju vrijednosnih papira po nalogu klijenta, kupnju i prodaju vrijednosnih papira u svoje ime i za svoj račun, za investicijsko savjetovanje, upravljanje portfeljem vrijednosnih papira za klijentov račun, obavljanje poslova agenta izdanja pri izdavanju novih vrijednosnih papira, pokroviteljstvo izdanja). Za poslovanje moraju imati dozvolu Komisije za vrijednosne papire.

burza - organizirano tržište koje svojim članovima (brokerskim kućama) osigurava infrastrukturu za trgovanje uvrštenim vrijednosnim papirima. Trguje se u skladu s propisanim pravilima za čije se poštovanje brine nadzorna institucija nazvana Komisija za vrijednosne papire.

cijena obveznice - ne iskazuje se kao cijena dionice novčanim jedinicama, već postotkom nominalnog iznosa na koji obveznica glasi. Ako obveznica glasi na 1 000 kuna, a

tržišna joj je cijena 100, kupac će za nju morati platiti 100% nominalnog iznosa na koji obveznica glasi, tj. 1 000 kuna. Ako cijena iste obveznice padne na 95, kupac će platiti 95% nominale, tj. 950 kuna, a porastom cijene na 105 kupac će platiti 105% nominalnog iznosa na koji obveznica glasi (1 050 kuna).

CROSEC (*Croatian Securities and Exchange Commission*), **Komisija za vrijednosne papire** - regulatorna i nadzorna institucija hrvatskog tržišta kapitala. Komisija za vrijednosne papire nadzire izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi i Varaždinskom tržištu vrijednosnica, te se brine o cjelokupnom uređenju i razvoju hrvatskog tržišta kapitala.

dionica - vlasnički vrijednosni papir koji vlasniku daje pravo upravljanja i pravo na proporcionalno sudjelovanje u dobiti dioničkog društva.

dividende - dio poslovnog rezultata dioničkog društva isplaćen dioničarima.

GDRs (*Global Depository Receipts*) - potvrde o deponiranim dionicama. Izdaju ih financijske institucije na osnovi dionica koje dionička društva kod njih pohrane. Obično se emitiraju kao dijelovi dionica, pa GDR obično čini 1/5, 1/10, ili 1/20 dionice.

indeks tržišta - statistička kategorija sastavljena od ograničenog broja vrijednosnih papira koji predstavljaju cijelo tržište. Izabrani vrijednosni papiri moraju vjerodostojno predstavljati cijelo tržište pa kao uvjeti uvrštenja u

indeks najčešće služe pokazatelji likvidnosti i tržišne kapitalizacije pojedinih vrijednosnica. Prema kretanju indeksa može se zaključiti o općem smjeru kretanja cijena vrijednosnih papira na tržištu.

Nazivaju se i burzovnim indeksima (iako ih mogu sastaviti i organizirana tržišta koja nisu burze). Najpoznatiji svjetski indeksi su Dow-Jones za newyoršku burzu, DAX za frankfurtsku, FTSE za londonsku, Nikkei za Tokijsku itd. CROBEX je indeks Zagrebačke burze, a VIN Varaždinskog tržišta.

investicijski fond - društvo koje prikuplja novčana sredstva od velikog broja ulagača i plasira ih u širok spektar različitih financijskih instrumenata. Investicijski fond je u biti zbirka (portfelj) mnogih vrijednosnih papira.

ISIN (*International Securities Identification Number*) - jedinstveni identifikacijski broj koji je pridružen određenom vrijednosnom papiru, oznaka vrijednosnog papira u skladu s međunarodnim standardima.

izlazna provizija - dio ukupne vrijednosti novčanih sredstava koji se povlači iz otvorenoga investicijskog fonda. Plaća se društvu za upravljanje prilikom prodaje udjela. Može biti izražena kao fiksni iznos neovisan o vrijednosti sredstava koja se povlače ili kao postotak povučenih sredstava.

kapitalna dobit - dobit koju ulagač ostvari ako je cijena po kojoj je prodao vrijednosni papir viša od cijene po kojoj ga je kupio.

kotacije - segmenti na burzama ili uređenim javnim tržištima koji se razlikuju strogoćom kriterija za uvrštenje i vrstom uvrštenih vrijednosnih papira. Po pravilu postoje prve kotacije za koje su uvjeti uvrštenja najstroži i podređene kotacije s fleksibilnijim kriterijima. S obzirom na vrste

vrijednosnih papira, osnivaju se dioničke kotacije, kotacije za obveznice, kotacije kratkoročnih vrijednosnica, financijskih derivata itd.

likvidnost - svojstvo vrijednosnog papira da se u svakom trenutku može brzo i lako kupiti i prodati pri minimalnim cjenovnim kolebanjima.

MOST (*Multioperativni sustav trgovine*) - aktualni elektronski sustav trgovine Zagrebačke burze uveden 1999. godine. Kupoprodajne transakcije obavljaju se brže i učinkovitije nego u TEST-u zbog mogućnosti trgovanja u stvarnom vremenu (on-line).

NAV (*Net Asset Value*) - neto vrijednost imovine, odnosno "stvarna" vrijednost investicijskog fonda. Računa se kao ukupna vrijednost svih vrijednosnih papira u portfelju fonda (umnožak broja vrijednosnica i njihove aktualne tržišne cijene) uvećana za vrijednost ostale imovine (novac na računima, depoziti, odobreni krediti) i umanjena za obveze fonda.

nominalni prinos obveznice - 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. Dakle, za obveznicu koja glasi na 1 000 kuna i nosi kamatu od 10% njezin će vlasnik dobiti 100 kuna godišnje.

obveznica - dugoročni dužnički vrijednosni papir. Kupac obveznice posuđuje iznos na koji obveznica glasi njezinu izdavatelju, a izdavatelj obveznice jamči da će tijekom utvrđenoga vremenskog razdoblja imatelju obveznice godišnje plaćati utvrđeni iznos kamata, te o dospijeću obveznice isplatiti iznos na koji ona glasi. Za razliku od klasičnog kredita, dužnički financijski instrument može biti kupljen ili prodan na sekundarnom tržištu.

OTIS (*On-line tržišni informacijski sustav*) - MOST-ov ekvivalent na Varaždinskom tržištu.

OTC tržišta, uređena javna tržišta - organizirana tržišta vrijednosnih papira kojima se ne trguje na burzama jer njihovi izdavatelji nisu mogli ili nisu željeli ispuniti stroge burzovne uvjete uvrštenja.

PIF-ovi (*privatizacijski investicijski fondovi*) - poseban oblik zatvorenih investicijskih fondova, nastali 1997. godine u sklopu kuponske privatizacije. Umjesto novčanih sredstava od ulagača prikupljali su privatizacijske bodove od sudionika kuponske privatizacije. Do 2004. godine moraju se pretvoriti u klasične zatvorene investicijske fondove.

promet - ukupna vrijednost dionica kojima se trgovalo. Izračunava se kao umnožak broja trženih dionica (volumen) i cijene po kojima se njima trgovalo.

prospekt - elaborat koji sadrži detaljne podatke o izdavatelju i njegovu poslovanju, o imovini i zaduženosti, njegovu financijskom položaju i računima dobiti i gubitka za posljednjih nekoliko godina (3-5). Izrađuje ga pokrovitelj izdanja prilikom uvrštenja dionica izdavatelja u najviše tržišne kotacije.

raspršenost dionica - broj dionica dioničkog društva raspoloživ za slobodno trgovanje.

SDA (*Središnja depozitarna agencija*) - središnji depozitorij u kojemu se vrijednosni papiri čuvaju u obliku elektronskih zapisa i koji omogućuje obavljanje poslova prijetoja i namire.

stečena kamata - iznos kamate od dana posljednje isplate kamata na obveznicu do dana namire kupoprodajne transakcije (s izuzećem dana namire).

tekući prinos obveznice - pokazatelj koji u obzir uzima tržišnu cijenu obveznice i novčani iznos kamata koji obveznica nosi svom vlasniku. Govori o visini tržišne kamatne stope na obveznice, odnosno o tome kolika je stopa povrata na iznos uloženi u obveznicu. Budući da je iznos godišnje isplaćene kamate tijekom trajanja obveznice uvijek jednak, tekući se prinos mijenja ovisno o mijenjanju tržišne cijene obveznice.

TEST (*Telekomunikacijski sustav trgovine*) - prvi elektronski sustav trgovine na Zagrebačkoj burzi uveden 1994. godine. Omogućio je obavljanje burzovnih transakcija iz udaljenih ureda unosom kupoprodajnih naloga u središnji kompjutorski sustav, čime je nestala potreba fizičke prisutnosti brokera u dvoranama burze.

ticker - jedinstvena oznaka vrijednosnog papira na (domaćem) organiziranom tržištu.

tržišna kapitalizacija - ukupna vrijednost svih emitiranih dionica dioničkog društva. Izračunava se umnožkom broja dionica i trenutačne tržišne cijene. Pokazatelj je veličine kompanije.

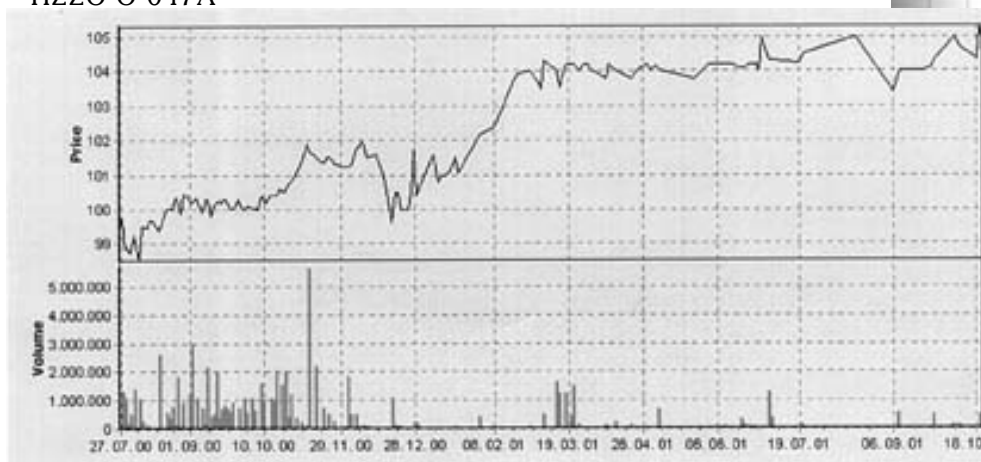
tržište kapitala - tržište na kojemu se kupuje i prodaje kapital, odnosno mjesto na kojemu se susreću potražnja i ponuda kapitala.

ulazna provizija - dio ukupne vrijednosti ulaganja u udjele otvorenoga investicijskog fonda. Plaća se pri kupovini udjela, a uglavnom se iskazuje kao postotak ukupne vrijednosti ulaganja. Ako društvo objavljuje kupovnu i prodajnu cijenu udjela, onda je ulazna provizija uključena u prodajnu cijenu.

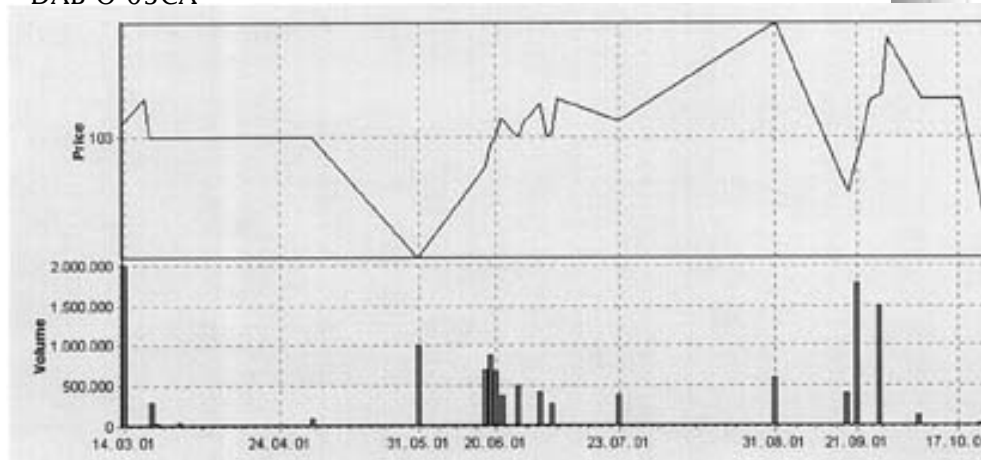
volumen - ukupan broj dionica kojima se trgovalo.

Prilog 1. Kretanje tržišne cijene i volumena obveznica na Zagrebačkoj burzi

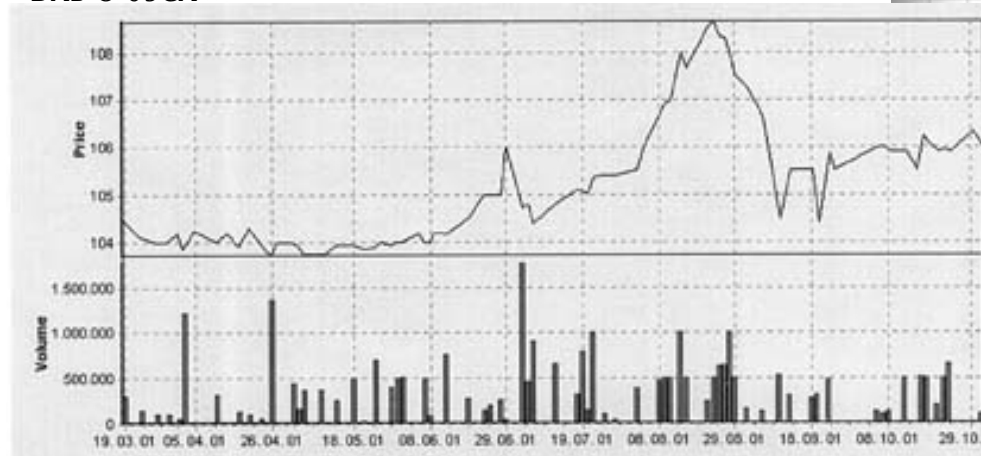
HZZO-O-047A



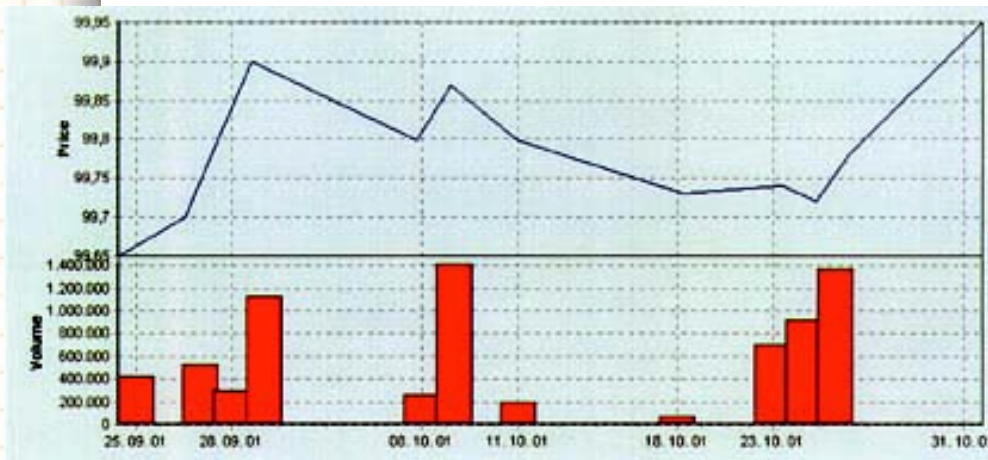
DAB-O-03CA



DAB-O-05CA



RHM-F-O-049A



Prilog 2. Tržišne cijene i volumen dionica u prvoj kotaciji ZSE

PLVA-R-A



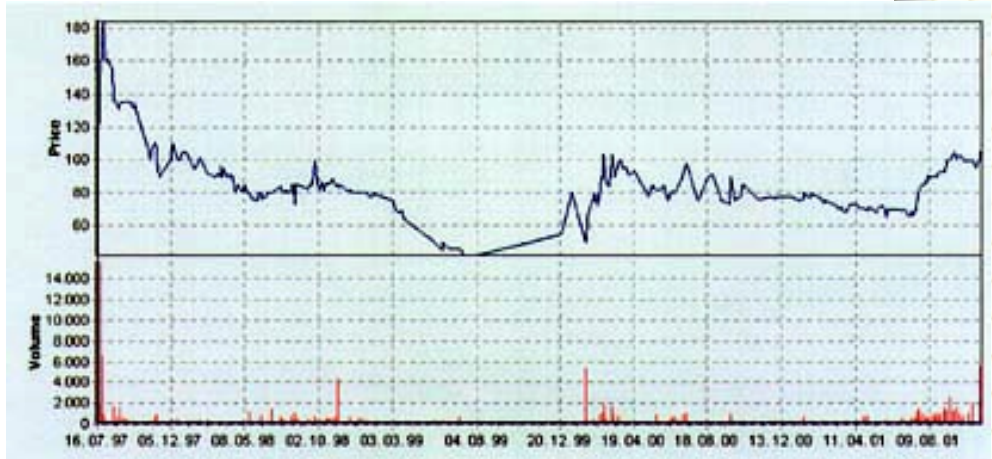
ZABA-R-A



PODR-R-A



VLEN-R-A

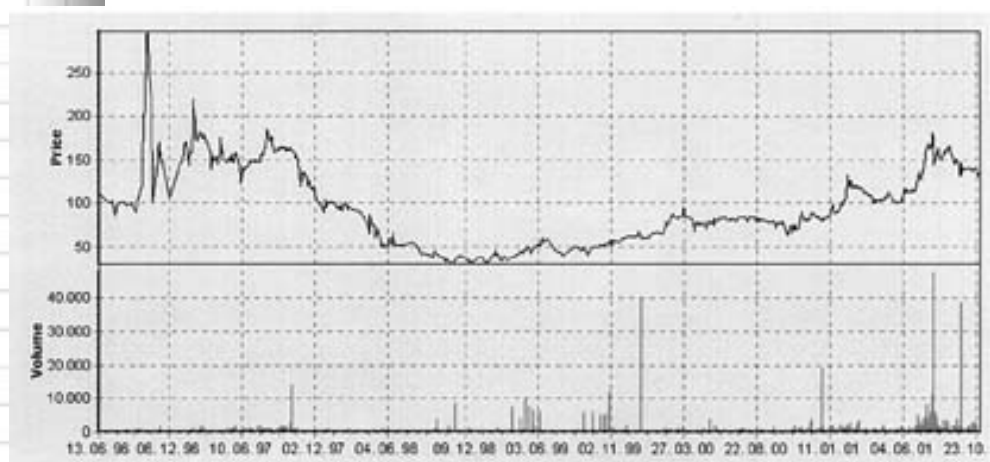


Prilog 3. Kretanje tržišnih cijena i volumena odabranih dionica u TN kotaciji Zagrebačke burze

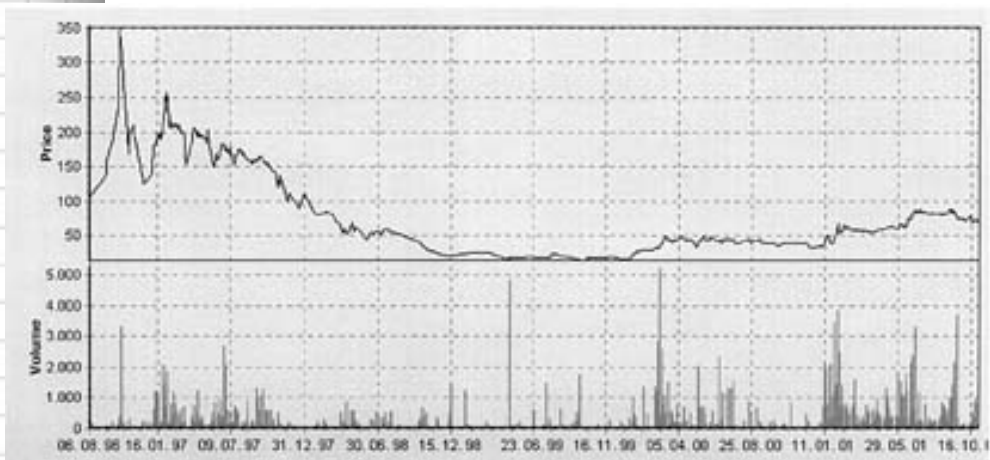
KRAS-R-A



RIVP-R-A



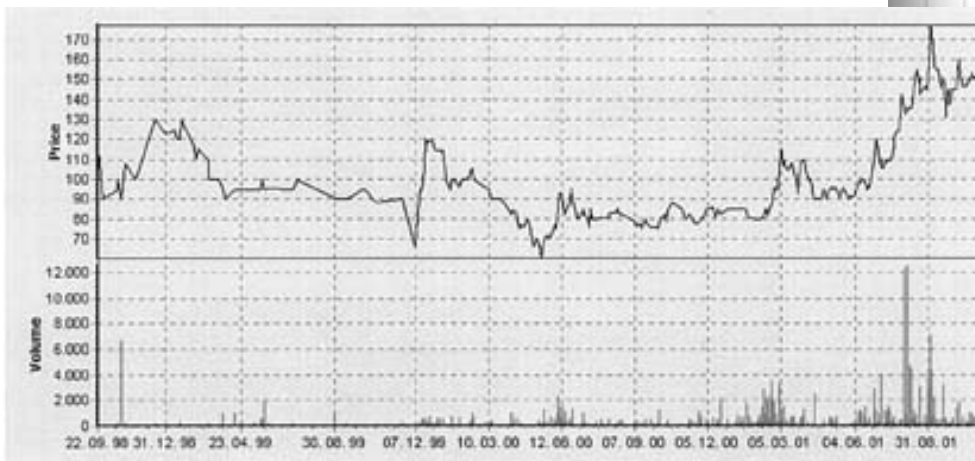
ISTT-R-A



RIBA-R-A



PBZ-R-A



KAPI-R-A



Prilog 4. Tržišna cijena i volumen trgovine dionicama poduzeća Ericsson Nikola Tesla (ERNT-R-A)



Prilog 5. Kretanje burzovnih indeksa CROBEX i VIN

CROBEX



VIN



Prilog 6. Društva za upravljanje investicijskim fondovima

ADUT INVEST d.o.o.
21000 SPLIT, Hrvojeva 12
tel. 021/ 341 371
fax 021/585 801

CAIB INVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, Trg bana Jelačića 5
tel. 01/ 48 04 809
fax 01/ 48 04 834
URL: <http://www.caibinvest.hr>
fond: Select Europe

DALBANK INVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, Trg D. Petrovića 3
tel. 01/ 48 43 737
fax 01/ 48 44 771
URL: <http://www.dalbank.hr>
fond: Velebit fond d.d. PIF

E-INVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, A. von Humboldta 4b
tel. 01/ 61 11 711
fax 01/ 31 10 787
fond: Središnji nacionalni fond d.d. PIF

ERSTE-INVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, Jurišićeva 18/II
tel. 01/ 48 12 014
fax 01/ 48 12 015
URL: <http://www.esb/invest/index.htm>
fond: Erste international

EXPANDIA INVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, Savska 41/16
tel. 01/ 61 77 005
fax 01/ 61 11 910
fond: Expandia Fond d.d. PIF

FIMA INVEST d.o.o.
42000 VARAŽDIN, Anina 2
tel. 042/ 108 855
fax 042/ 108 850
fond: Pleter d.d. PIF, Breza d.d.

FONDINVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, Miramarska 40/V
tel. 01/ 61 51 420
fax 01/ 61 51 422
fond: VictoriaFond

HRVATSKO MIROVINSKO INVESTICIJSKO
DRUŠTVO d.o.o.
10000 ZAGREB, Mihanovićeveva 3
tel. 01/ 48 18 791
fax 01/ 48 18 789
fond: Kapitalni fond d.d.

HYPOT INVEST d.d.
10000 ZAGREB, Koturaška 47
tel. 01/ 63 24 350
fax 01/ 61 03 625

I.C.F. - INVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, A. von Humboldta 4b
tel. 01/ 61 54 622
fax 01/ 61 54 419
fond: Dom fond d.d. PIF

KAPITALINVEST d.o.o.
52100 PULA, Istarska 19
tel. 052/ 591 201
fax 052/ 216 686

NAKLICE d.o.o.
10000 ZAGREB, Kralja Zvonimira 98
tel. 01/ 23 17 365
fax 01/ 23 17 444

PBZ INVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, Savska cesta 28
tel. 01/ 63 49 607
fax 01/ 63 49 720
URL: <http://www.pbz.hr>
fond: PBZ Novčani fond, PBZ International Bond fond

SLAVOINVEST d.d.
31000 OSIJEK, Kapucinska 31/III
tel. 031/ 212 496
fax 031/ 212 466
fond: Slavonski PIF d.d.

SUNCE INVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, Andrije Žaje 61
tel. 01/ 30 92 785
fax 01/ 30 92 693
fond: Sunce d.d. PIF

TT INVEST d.o.o.
21000 SPLIT, Bihaćka 2a
tel. 021/ 332 332
fax 021/ 332 333
fond: TT Global investor

VALORIS d.d.
10000 ZAGREB, Vladimira Nazora 6
tel. 01/ 48 23 676
fax 01/ 48 22 650
URL: <http://www.tukic.com>

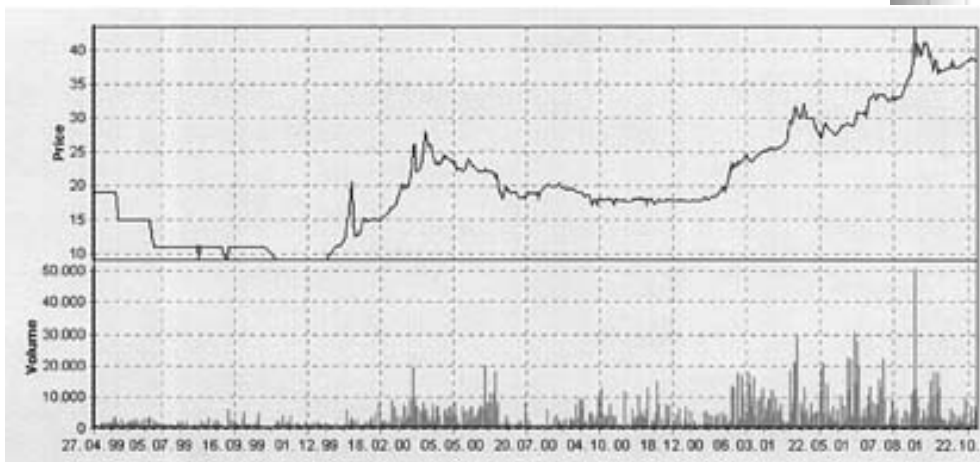
ZB INVEST d.o.o.
10000 ZAGREB, Nova ves 11
tel. 01/ 61 04 753
fax 01/ 48 60 049
URL: <http://www.zbi.hr>
fond: ZB plus, ZB europlus, ZB bond, ZB global

Prilog 7. Kretanje tržišnih cijena i volumena trgovine dionicama privatizacijskih investicijskih fondova

DOMF-R-A



EXPF-R-A



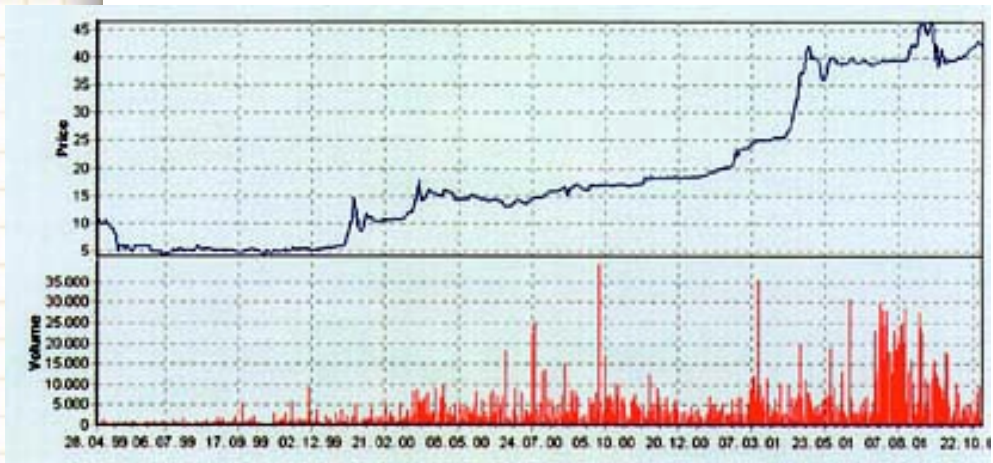
PLTR-R-A



SLPF-R-A



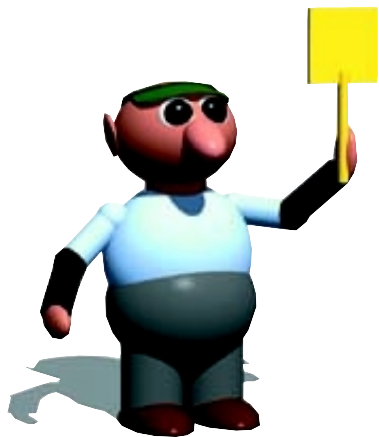
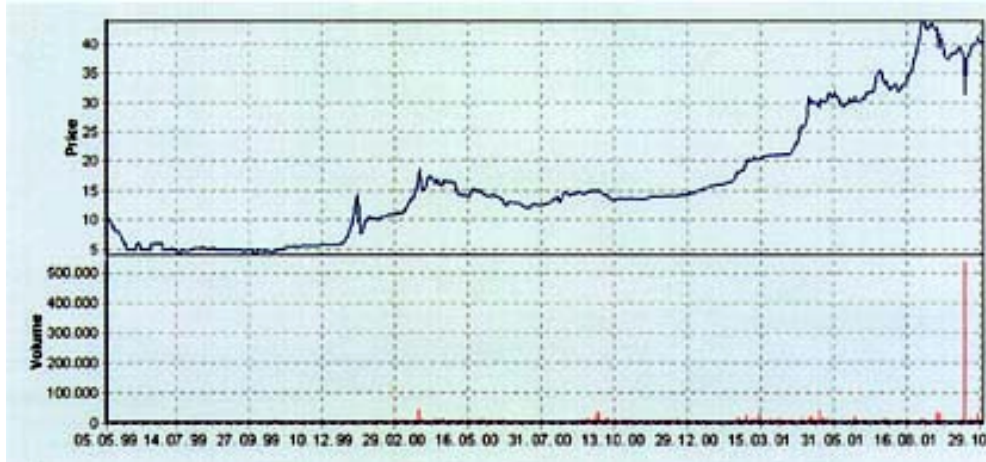
SNF-R-A



SNCE-R-A



VLBT-R-A



Prilog 8. Brokerske kuće

AGORA d.o.o.
21000 SPLIT, Vukovarska 27
tel. 021/ 361 399
fax 021/ 361 168
članstvo: Zagrebačka burza, SDA

AUCTOR d.o.o.
10000 ZAGREB, Palmotićeve 2/I
tel. 01/ 48 14 139
fax 01/ 48 14 143
URL: <http://www.auctor.hr/auctor/>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

CAIB d.d.
10000 ZAGREB, Trg bana Josipa Jelačića 5/3
tel. 01/ 48 04 808
fax 01/ 48 04 834
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

CBB VRIJEDNOSNICE d.o.o.
42000 VARAŽDIN, Aleja kralja Zvonimira 1
tel. 042/ 312 255
fax 042/ 313 132
URL: <http://www.cbb.hr/vrijednosnice/>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

CEUFIN BROKERS d.o.o.
10000 ZAGREB, Koturaška 73
tel. 01/ 61 71 508
fax 01/ 61 70 502
URL: <http://www.ceufinbrokers.com/>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

COMPLETE LINE d.o.o.
44000 SISAK, S. i A. Radića 8a
tel. 044/ 521 547
fax 044/ 524 116
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

CONSULT INVENT d.o.o.
42000 VARAŽDIN, Kolodvorska 12
tel. 042/ 312 404
fax 042/ 213 731
URL: <http://www.consinv.hr>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV

CORA d.o.o.
10000 ZAGREB, Prisavlje2
tel. 01/ 61 96 601
fax 01/ 61 96 603

CREDOS d.o.o.
10000 ZAGREB, Kraljevićeva 6
tel. 01/ 23 63 431
fax 01/ 23 63 433
URL: <http://www.credos.hr/>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

CROBA VRIJEDNOSNICE d.o.o.
10000 ZAGREB, Trg J. F. Kennedyja 11
tel. 01/ 23 91 268
fax 01/ 23 91 170
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

DALBANK VRIJEDNOSNICE d.o.o.
10000 ZAGREB, Trg D. Petrovića 3
tel. 01/ 48 44 321
fax 01/ 48 43 927
23000 ZADAR, Ulica Marka Oreškovića 3
tel. 023/ 234 065
fax 023/ 234 068
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

EA SISTEM d.o.o.
47000 KARLOVAC, Miroslava Krležje 4
tel. 047/ 415 341, 415 890, 415 891
fax 047/ 415 891
članstvo: Zagrebačka burza, SDA

ERSTE VRIJEDNOSNI PAPIRI d.o.o.
10000 ZAGREB, Jurišićeva 19/II
tel. 01/48 12 014
fax 01/48 12 015
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

EUROATEST d.o.o.
10000 ZAGREB, Utješanovićeve 7
tel. 01/ 23 11 030
fax 01/ 23 39 716
članstvo: Zagrebačka burza

EXPORTDRVO d.d.
10000 ZAGREB, Marulićev trg 18
tel. 01/ 45 60 222
fax 01/ 420 004
članstvo: Zagrebačka burza

FAKTOR d.o.o.
21000 SPLIT, Dražanac 6
tel. 021/ 398 222
fax 021/ 398 403
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o.
42000 VARAŽDIN, Anina 2
tel. 042/ 390 900
fax 042/ 390 990
URL: <http://www.fima.com>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

FINTRADE d.o.o.
21000 SPLIT, Hrvojeva 12
tel. 021/ 581 957
fax 021/ 587 290
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

FLACIJUS VRIJEDNOSNICE d.o.o.
52100 PULA, Trg 1. Istarske brigade 10
tel. 052/ 501 996
fax 052/ 501 997

HITA - VRIJEDNOSNICE d.d.
10090 ZAGREB, Ulica grada Vukovara 3
tel. 01/ 30 94 555
fax 01/ 30 96 679
URL: <http://www.hita.hr/dionice.htm>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

HYPO ALPE ADRIA VRIJEDNOSNICE d.o.o.
10000 ZAGREB, Koranska 16
tel. 01/63 24 347
fax 01/ 63 24 360
31000 OSIJEK, Kapucinska 31/II
tel. 031/ 205 190
fax 031/ 205 250
URL: <http://www.hypo-securities.hr>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

I.C.F. d.o.o.
10000 ZAGREB, Alexandra von Humboldta
4b
tel. 01/ 61 19 393
fax 01/ 61 19 303
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

ILIRIKA VRIJEDNOSNI PAPIRI d.o.o.
10000 ZAGREB, Britanski trg 5
tel. 01/ 48 21 211
fax 01/ 48 23 366
URL: <http://www.ilirika.hr>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

INVESTCO VRIJEDNOSNICE d.o.o.
10000 ZAGREB, Boškovićeve 3
tel. 01/ 48 11 777
fax 01/ 431 478
URL: <http://www.tel.hr/investco/>
članstvo: Zagrebačka burza, SDA

KABA VRIJEDNOSNICE d.o.o.
47000 KARLOVAC, V. Mačeka 8
tel. 047/ 614 315
fax 047/ 614 316
URL: <http://www.kaba.hr/kabadoo.html>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

KAPITAL TRADE d.o.o.
10000 ZAGREB, Barčičeva 12
tel. 01/ 45 51 455
fax 01/ 45 51 450

KAPTOL VRIJEDNOSNICE d.o.o.
10000 ZAGREB, Maksimirska 120
tel. 01/ 23 59 705
fax 01/ 23 39 575

LEDER d.o.o.
52470 UMAG, Vladimira Gortana 74
tel. 052/ 741 255, 741 477
fax 052/ 741 255

LIBERTINA VRIJEDNOSNICE d.o.o.
40000 ČAKOVEC, Kralja Tomislava 2
tel. 040/ 310 977
fax 040/ 310 722

LIBURNAVEST d.o.o.
51000 RIJEKA, -ure Šporera 3
tel. 051/ 339 111
fax 051/ 211 093

MARIMPEX d.o.o.
10000 RAKOV POTOK, Karlovačka cesta 124
tel. 01/ 65 86 041
fax 01/ 65 86 499
članstvo: Zagrebačka burza

MEBA d.o.o.
40000 ČAKOVEC, V. Morandija 37
tel. 040/ 370 629
fax 040/ 370 661

METRO MONETA d.o.o.
10000 ZAGREB, Trg bana Josipa Jelačića 5
tel. 01/ 48 04 777
fax 01/ 48 16 825
članstvo: Zagrebačka burza, VTV

NATIONAL d.d.
10144 ZAGREB, Savska cesta 41/11 p.p. 6
tel. 01/ 61 77 855
fax 01/ 61 77 854
URL: <http://www.national.hr>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

NIT d.o.o.
21000 SPLIT, Trumbićeva obala 6/I
tel. 021/ 356 170, 360 248
fax 021/ 356 063

OPCIJA d.o.o.
10000 ZAGREB, Laginjina 8
tel. 01/ 46 17 176, 46 17 202
fax 01/ 46 17 185

PBZ-KAPITAL d.o.o.
10000 ZAGREB, Savska cesta 28
tel. 01/6349-605
fax 01/6349-720
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

PRVA GENERACIJA d.o.o.
10000 ZAGREB, Martićeva 13
tel. 01/ 46 12 055
fax 01/ 46 19 761
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

RADIĆ I RADIĆ d.o.o.
52440 POREČ, Aldo Negri 1
tel. 052/ 431 805
fax 052/ 431 735

RAIFFEISEN VRIJEDNOSNICE d.o.o.
10000 ZAGREB, Petrinjska 59
tel. 01/ 45 60 726
fax 01/ 48 11626
URL: <http://www.rba.hr/hr/usluge-vrijednosnice.html>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

RAST d.o.o.
42000 VARAŽDIN, R. Boškovića 20
tel. 042/ 231 605
fax 042/ 231 611
URL: <http://www.rast.hr>
članstvo: VTV, SDA

RIB PORTFELJ d.o.o.
51000 RIJEKA, Jadranski trg 3a
tel. 051/ 208 404, 208 424, 208 425
fax 051/ 208 349, 208 017
članstvo: Zagrebačka burza, SDA

RIJEKA VRIJEDNOSNICE d.o.o.
51000 RIJEKA, Fiorello la Guardia 23/II
tel. 051/ 211 699
fax 051/ 211 699
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

SB TRADE d.o.o.
21000 SPLIT, Rudjera Boškovića 16
tel. 021/ 345 501
fax 021/ 345 256
članstvo: Zagrebačka burza, SDA

SKORUPSKI d.o.o.
35000 SLAVONSKI BROD, Trg pobjede 9
tel. 035/ 447 750
fax 035/ 443 343
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

TEN VRIJEDNOSNI PAPIRI d.o.o.
52100 PULA, Giardini 2/I
tel. 052/ 212 233
fax 052/ 211 159

TRCIN VRIJEDNOSNICE d.o.o.
10000 ZAGREB, Jurišićeva 4/IV
tel. 01/ 49 20 350, 49 20 351
fax 01/ 49 20 350, 49 20 351
članstvo: Zagrebačka burza, SDA

UTILIS d.o.o.
40000 ČAKOVEC, Nikole Pavića 39
tel. 040/ 310 114
fax 040/ 312 726
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

VEDETA d.o.o.
42230 LUDBREG, Trg slobode 6
tel. 042/ 810 213
fax 042/ 810 213

VRIJEDNOSNICE OSIJEK d.o.o.
31000 OSIJEK, Kapucinska 25/II
tel. 031/ 201 123
fax 031/ 201 125
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

ZADRAVEC d.o.o.
10000 ZAGREB, Medulićeva 11
tel. 01/ 48 48 642
fax 01/ 271 320

ZA MAR d.o.o.
10000 ZAGREB, Vajdin vijenac 4
tel. 01/ 66 87 604
fax 01/ 66 87 604

ZB BROKERI d.o.o.
10000 ZAGREB, Paromlinska 2
tel. 01/ 61 04 770
fax 01/ 61 04 875

42000 VARAŽDIN, Zagrebačka 38
tel. 042/ 400 600
fax 042/ 400 602
URL: <http://www.zbb.hr>
članstvo: Zagrebačka burza, VTV, SDA

Kratice

ATM - Advanced Trading Monitor

BTM - Basic Trading Monitor

CROBEX - Croatian Bourse Equity Index

CROSEC - Croatian Securities Exchange Commission

DAB - Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka

GDR - Global Depository Receipt

HZZO - Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje

HNB - Hrvatska narodna banka

IPO - Initial Public Offering

ISIN - International Securities Identification Number

MOST - Multioperativni sustav trgovine

MOSTich - MOST information channel

NAV - Net Asset Value

OTC - Over-the-Counter

OTIS - On-line Trading Information System

PIF - Privatizacijski investicijski fond

PIN - Personal Identification Number

SDA - Središnja depozitarna agencija

SEC - Securities Exchange Commission

TEST - Telekomunikacijski sustav trgovine

VIN - Varaždinski indeks

VTV - Varaždinsko tržište vrijednosnica

ZSE - Zagreb Stock Exchange

