MEĐUNARODNA TRŽIŠTA OBVEZNICA

Škaro, Duje

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split / Sveučilište u Splitu**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:228:698741

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

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

Repository / Repozitorij:

Repository of University Department of Professional Studies

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU
SVEUČILIŠNI ODJEL ZA STRUČNE STUDIJE
SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ
TRGOVINSKO POSLOVANJE

DUJE ŠKARO

Z A V R Š N I R A D

MEĐUNARODNA TRŽIŠTA OBVEZNICA

Split, listopad 2018.

SVEUČILIŠTE U SPLITU
SVEUČILIŠNI ODJEL ZA STRUČNE STUDIJE
SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ
TRGOVINSKO POSLOVANJE

Predmet: Financijske institucije i tržišta

Z A V R Š N I R A D

Kandidat: Duje Škaro

Naslov rada: Međunarodna tržišta obveznica

Mentor: mr. sc. Branko Sorić, viši predavač

Split, listopad 2018.

SADRŽAJ

SAŽETAK

SUMMARY

1. UVOD 1

2. FINANCIJSKI INSTRUMENTI 3

2.1. Obilježja financijskih instrumenata 4

3. TRŽIŠTE KAPITALA 7

3.1. Dogovorno tržište 8

3.2. Tržište vrijednosnih papira 9

3.3. Sudionici tržišta kapitala 11

3.3.1. Investitori 11

3.3.2. Špekulant 12

3.3.3. Arbitražer 13

4. OBVEZNICE 15

4.1. Nazivne karakteristike obveznica 17

4.2. Tržišne karakteristike obveznica 18

4.3. Nominalna vrijednost 19

4.4. Vrste obveznica prema sistemu amortizacije 20

4.4.1. Kuponska obveznica 20

4.4.2. Obveznica bez kupona 23

4.4.3. Anuitetska obveznica 23

4.5. Cijena obveznice i prinos 23

5. MEĐUNARODNO TRŽIŠTE OBVEZNICA 29

5.1. Vanjske obveznice 31

5.2. Euroobveznice 31

5.3. Emisija euroobveznica 32
5.4. Vrste obveznica prema izdavatelju 33
5.4.1. Državne obveznice 33
5.4.2. Municipalne obveznice 33
5.4.3. Korporacijske obveznice 34
5.5. Rejting obveznica 37
5.6. Indeksi tržišta obveznica 38
5.7. Ministarstva financija SAD-a te državne obveznice 40
5.8. Investicijski fondovi 43
6. ZAKLJUČAK 47
LITERATURA 49
POPIS SLIKA 52

SAŽETAK

Međunarodno tržište obveznica

Predmet ovog završnog rada su međunarodno tržište obveznica. Obveznice su tipični zajmovni, kreditni vrijednosni papiri, a njihovom emisijom uspostavlja se kreditni odnos između emitenta i kupca obveznica. Tržište kapitala obuhvaća dogovorno tržište dugoročnih kredita i glavnice te tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Tržište vrijednosnih papira je tržište kapitala u užem smislu. Tržište kapitala može biti primarno ili sekundarno. Obveznice su pogodne za investitore s visokom averzijom prema riziku i za smanjenje rizika u portfolio selekciji vrijednosnih papira. Posebno međunarodno tržište za državne vrijednosnice ne postoji, nego države, odnosno vlade su najveći sudionici globalnog tržišta, kao emitenti i kao institucionalni investitori. Cilj rada je objasniti financijske instrumente, podjelu i obilježja te tržište kapitala. Definirati će se obveznice, vrste prema sistemu amortizacije i prema izdavatelju. Pojasniti će se detaljno međunarodno tržište obveznica i na koji način funkcionira takvo tržište s aspektom na tržište vanjskim obveznicama i euroobveznicama.

Ključne riječi: obveznice, tržište, euroobveznice, vanjske obveznice, međunarodno tržište.

SUMMARY

The international bond market

The subject of this final work is the international bond market. Bonds are typical loan, credit securities, and their issue establishes a credit relationship between issuer and buyer bonds. The capital market comprises an agreed market for long-term loans and equity and the market for long-term securities. The securities market is the capital market in the narrower sense. The capital market may be primary or secondary. Bonds are suitable for investors with high risk aversion and for reducing portfolio risk portfolio selection. There is no special international securities market, but the state or government is the largest global market participant, both as issuers and as institutional investors. The aim of the paper is to explain the financial instruments, the division and characteristics and the capital market. Bonds, types according to the depreciation system and the issuer will be defined. A detailed international bond market will be discussed and how such a market with the aspect of the market for external bonds and eurobonds will work.

Key words: bonds, market, eurobonds, foreign bonds, the international market.

1. UVOD

Predmet ovog završnog rada su međunarodno tržište obveznica. Obveznice su tipični zajmovni, kreditni vrijednosni papiri, a njihovom emisijom uspostavlja se kreditni odnos između emitenta i kupca obveznica. Također, to su dugoročni vrijednosni papiri koji se izdaju s rokom dospijeća duljim od 10 godina. U Europi je dospijeće obveznice u prosjeku kraće od obveznica emitiranih na tržištu SAD-a zbog kreditnog odnosa obveznice karakterizira načelo povratnosti u unaprijed utvrđenom roku dospijeća.

Tržište kapitala obuhvaća dogovorno tržište dugoročnih kredita i glavnice te tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Tržište vrijednosnih papira je tržište kapitala u užem smislu. Tržište kapitala može biti primarno ili sekundarno. Operacije na tržištu kapitala mogu se odvijati spontano ili pak organizirano, pa se može govoriti o institucijama tržišta kapitala. Organizirano tržište uobičajeno se dijeli na burze i tržište preko šaltera iako se može govoriti i o nelistajućem tržištu. U modernoj organizaciji sekundarnog trgovanja može se govoriti i o tercijarnom i kvartarnom tržištu kapitala.

Obveznice se detaljno mogu objasniti u smislu korporacijske ili investicijske definicije. Korporacijska definicija obveznica kazuje da je to instrument formiranja dugoročnog duga poduzeća koji je namijenjen za financiranje njegove dugoročno vezane imovine odnosno osnovnih i trajnih obrtnih sredstava Emitiranje obveznica karakteristično je prvenstveno za velika dioničarska poduzeća. Dok investitorska definicija obveznica pojašnjava da su to vrlo sigurni vrijednosni papiri. Svojim vlasnicima osiguravaju nadređeni položaj u hijerarhiji raspodijele poslovnog rezultata i likvidacijske mase poduzeća. Obveznice su pogodne za investitore s visokom averzijom prema riziku i za smanjenje rizika u portfolio selekciji vrijednosnih papira.

Može se istaknuti kako posebno međunarodno tržište za državne vrijednosnice ne postoji, nego države, odnosno vlade su najveći sudionici globalnog tržišta, kao emitenti i kao institucionalni investitori. Tržište je međunarodno, jer se obveznice izdaju na nekom inozemnom tržištu, a vjerovnici i dužnici su rezidenti različitih zemalja. Međunarodno tržište obveznica se dijeli u dvije kategorije, to je tržište vanjskim obveznicama i tržište euroobveznicama.

Cilj rada je objasniti financijske instrumente, njihovu podjelu i obilježja te će se pojasniti tržište kapitala i tko su sudionici na tržištu. Pojasniti će se i definirati obveznice, vrste prema sistemu amortizacije i prema izdavatelju. Cilj je definirati međunarodno tržište obveznica pri čemu će se detaljno pojasniti na koji način funkcionira takvo tržište s aspektom na tržište vanjskim obveznicama i euroobveznicama.

Struktura rada se sastoji od šest glavnih dijelova sa pripadajućim manjim podpoglavljima. U prvom dijelu rada *Uvodu* prikazuje se predmet rada, ciljevi i koncepcija rada. Drugi dio rada pod naslovom *Financijski instrumenti* ukratko se pojašnjavaju financijski instrumenti i njihova obilježja. U drugom dijelu rada pod naslovom *Tržište kapitala* definira se tržište kapitala te se prikazuje njegova struktura i sudionici. Četvrti dio rada se odnosi na *Obveznice* gdje se definiraju obveznice te se prikazuju vrste, njihova cijena i prinos. U petom dijelu rada pod naslovom *Međunarodno tržište obveznica* pojašnjavaju se vanjske obveznice, euroobveznice te se objašnjavaju međunarodni fondovi. Na kraju rada je *Zaključak i* popis korištene literature.

2. FINANCIJSKI INSTRUMENTI

Financijski instrumenti jesu robe na tržištu kapitala. Riječ je o instrumentima s pomoću kojih se prometu novac i kapitalna sredstva. Tržišta kapitala posebni su pravni subjekti koji nude usluge uvrštenja vrijednosnih papira i trgovanja njima pritom opslužujući dvije skupine klijenata poduzeća koja su uvrštena na tržište kapitala i posrednike u procesu trgovanja.[1] Kada je riječ o burzama i drugim javno uređenim tržištima, ti financijski instrumenti poprimaju formu vrijednosnih papira. Razlikuju se instrumenti tržišta novca i instrumenti tržišta kapitala. Vrijednosni papiri jesu temeljni financijski instrumenti, ali nisu jedini. U financijske instrumente ubrajaju se i različiti dogovorni aranžmani kao što su, na primjer, ugovor o kreditu i ugovor o leasingu. U ostale financijske instrumente mogu se uvrstiti nekretnine rezidencijalnog karaktera, zlato i druge plemenite kovine, umjetnine i kolekcije (na primjer, kolekcije starih vrijednosnih papira).[2]

Vrijednosni papiri tako primjerice mogu predstavljati novčanu ili neku realnu tražbinu prema njihovu izdavatelju (emitentu). Pod pojmom vrijednosni papiri, najčešće se podrazumijevaju samo oni vrijednosni papiri koji su instrumenti financiranja poslovanja dioničkih društava i drugih pravnih osoba. Mogu biti različite vrste dionica i obveznica te drugi vrijednosni papiri koji imaju razvijeno sekundarno tržište, a koji su za investitore, pojedince i institucije investicijski oportuni pa ih se može označiti i investicijskim vrijednosnim papirima.

Investicijski vrijednosni papiri – instrumenti financiranja dioničkih društava, pisane su potvrde, ili suvremeni, elektronički zapisi o udjelu u vlasničkoj glavnici dioničkog društva ili druge pravne osobe, odnosno o udjelu u odobrenom kreditu takvim subjektima. Značaj investicijskih vrijednosnih papira proizlazi iz prednosti koje oni imaju u financiranju dioničkih društava i drugih pravnih osoba, čime povećavaju mogućnost pribavljanja potrebnih iznosa kapitala, tj. proširuju financijske izbore. Za kupce vrijednosnih papira oni su najmobilniji oblik investicije koji se lako može unovčiti na razvijenome sekundarnom tržištu i s kojima mogu obavljati različite druge poslovne radnje.[3]

[1] Barbić, T. (2015) *Suvremeni aspekti tržišta kapitala,* Notitia - časopis za održivi razvoj;1(1), str. 55-69.
[2] Orsag, S. i Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb, str.19.
[3] Orsag, S. i Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb, str. 56.

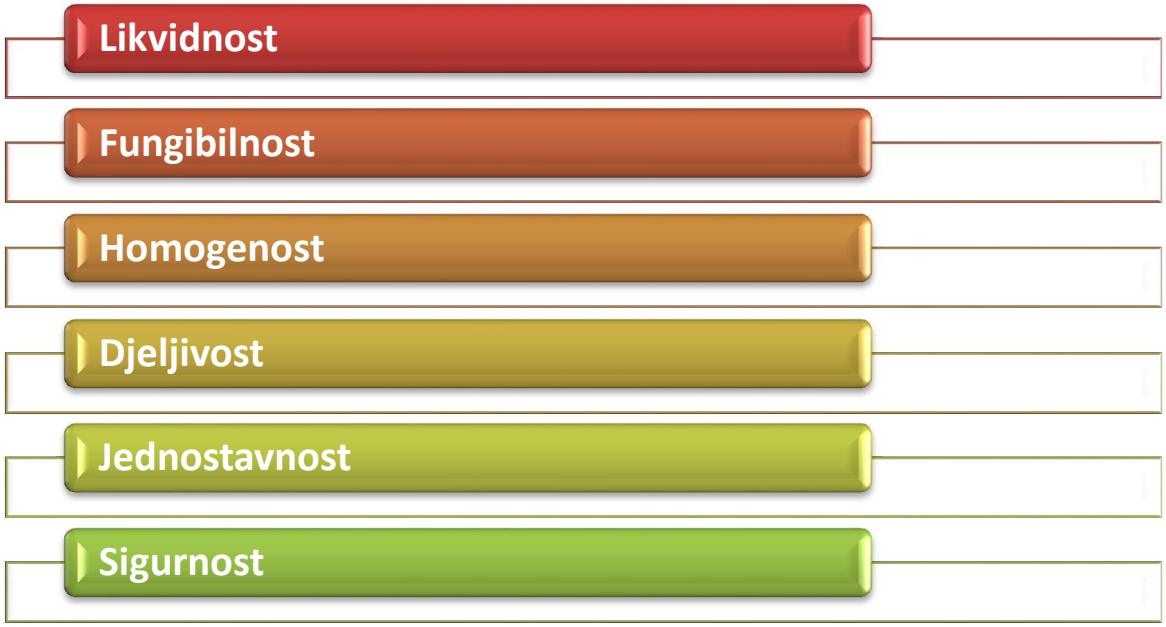
Financijski instrumenti u formi vrijednosnih papira mogu se razvrstati prema različitim kriterijima. Ti kriteriji mogu biti:[4]

1. Karakter financijskog odnosa koji se uspostavlja vrijednosnim papirima
2. Vrijeme trajanja financijskog odnosa uspostavljenog emisijom vrijednosnih papira
3. Karakter naknade za sredstva uložena u vrijednosne papire
4. Način na koji je naznačena osoba korisnik prava iz vrijednosnog papira
5. Mogućnost konverzije vrijednosnih papira u druge vrijednosne papire.

2.1. Obilježja financijskih instrumenata

Vrijednosni su papiri financijski instrumenti oblikovani potrebama širokog kruga investitorske javnosti. U velikoj se mjeri financijski instrumenti svode na međuovisnost rizika i nagrade koju sadrže. Zbog toga su oni, posebice kada su u formi vrijednosnih papira, „roba široke potrošnje" koju odlikuje slijedeći niz obilježja:

Slika 1. Obilježja financijskih instrumenata



Izvor: Izrada prema: Orsag, S. i Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str. 56.

[4] Orsag, S. i Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb, str. 56.

Financijska imovina i financijske obveze osnovni su elementi financijskog izvještavanja, a efektuiraju se, između ostalog, i financijskim instrumentima.[5] Likvidnost ili utrživost vrijednosnih papira se definira kao mogućnost prodaje vrijednosnog papira, ili nekog drugog investicijskog sredstva, po očekivanoj cijeni. Očekivana cijena formira se na organiziranom, transparentnom i aktivnom tržištu, dakle na tržištu s mnoštvom, svima vidljivih transakcija. Što su odstupanja od očekivane cijene manja, likvidnost je veća, tako da se likvidnost može definirati i distribucijom vjerojatnosti cijene vrijednosnog papira. Iz distribucije vjerojatnosti moguće je utvrditi očekivanu vrijednost i stupanj vjerojatnosti, odnosno nesigurnosti njezina ostvarivanja.

Fungibilnost označava zamjenljivost. Tako su dionice istog izdavatelja i istog roda potpuno zamjenjive jedna za drugu – potpuno je svejedno koju po redu dionicu držite ili koji ona ima serijski broj. Isto vrijedi i za druge vrijednosne papire. Zbog svoje likvidnosti vrijednosni papiri mogu se rabiti i za druge namjene kao što je sredstvo osiguranja pri zaduživanju, sredstvo osiguranja plaćanja ili neke druge tražbine, a ujedno i kao samo sredstvo plaćanja.

Homogenost je bitno obilježje vrijednosnih papira koje omogućava njihovu intenzivnu trgovinu na organiziranim tržištima. Kako se vrijednosni papiri pojednostavljuju u svim svojim obilježjima samo na profitno rizična obilježja, oni postaju roba koja se može alternativno držati. Za investitore više nije posebno važno koji su vrijednosni papir kupili, nego kakva su njegova profitno rizična obilježja. Kako se vrijednosni papiri drže kao kombinacija imovine, svaki investitor će napraviti za sebe onu kombinaciju koja mu najbolje usklađuje očekivani prinos i rizik. Djeljivost je rezultat same prirode vrijednosnih papira. Prema njima je cjelokupna svota emisije podijeljena na male pojedinačne apoene. Na taj način djeljivost omogućava lako kombiniranje vrijednosnih papira u njihovom investicijskom portfoliju. [6]

Djeljivost kod vrijednosnih papira na male apoene je važna zbog toga što su takve usitnjene investicije pristupačne svima, čak i malim štedišama. Na taj način emitirajuće kuće mogu pribavljati novac javnom emisijom vrijednosnih papira od najšireg kruga investitora.

[5] Mrša, J., i Čičak J., (2015) *Izvještavanje o vlastitim izdanim financijskim instrumentima*, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci, Rijeka.
[6] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str. 58.

Jednostavnost je obilježje vrijednosnih papira kao robe široke potrošnje. Mnogi zamršeni financijski odnosi sadržani u različitim vrijednosnim papirima pojednostavljeno su prikazani mogućnošću zarađivanja i rizicima ostvarivanja očekivanih zarada. Što se odnosi i na niz izvedenih vrijednosnih papira u kojima je sadržan složen proces sekuritizacije ili pak proces terminskog trgovanja, koji se mogu jednostavno svesti na to koliko se njihovom kupnjom može zaraditi, a koliko izgubiti i koja je vjerojatnost za jedan ili drugi ishod. Financijski instrumenti klasificiraju se kod inicijalnog priznavanja i, u načelu, nakon toga se klasifikacija ne mijenja.[7]

Sigurnost vrijednosnim papirima jamči njihovo organizirano trgovanje. Zahvaljujući organiziranom trgovanju vrijednosnim papirima i postojanju klirinške kuće, zanemariv je rizik mogućih gubitaka u samim dogovorenim transakcijama, tj. rizik neispunjenja ugovorenih obveza. Klirinška kuća organizirana je uz svaku burzu i ona će sigurno isplatiti kupljeni iznos, odnosno predati prodane vrijednosne papire. Zbog toga se na organiziranom tržištu vrijednosnih papira ne može dogoditi da kontra strana ne ispuni svoju obvezu[8]

[7] Mrša, J., i Čičak J., (2015) *Izvještavanje o vlastitim izdanim financijskim instrumentima*, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci, Rijeka
[8] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str. 59.

3. TRŽIŠTE KAPITALA

Tržište kapitala najznačajnije je sa stajališta pribavljanja novčanih sredstava potrebnih za poslovanje i ekspanziju dioničkih društava i drugih organizacijskih oblika poduzeća jer predstavljaju tržište za najveći dio dugoročnih potreba poduzeća. Tržište kapitala određeno je kao tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Uz financijsku imovinu, standardom se definira i regulira računovodstveno prikazivanje financijskih instrumenata s obilježjima kapitala te obveza po financijskim instrumentima.[9] U širem smislu tržište kapitala obuhvaća i dogovorno tržište dugoročnih kredita, kao i tržište financiranja rizičnih poslova, odnosno dogovorno tržište glavnica.

Struktura tržišta kapitala se dijeli na:[10]

- Tržište kapitala:
- Odgovorno tržište
- Tržište vrijednosnih papira:
  - primarno i
  - sekundarno
- Sekundarno: spontano i organizirano
- Organizirano: preko šaltera, burze – tercijarno
- Kvartarno

U najširem smislu tržište kapitala obuhvaća dogovorno tržište dugoročnih kredita i glavnice te tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Tržište vrijednosnih papira je tržište kapitala u užem smislu. Tržište kapitala može biti primarno ili sekundarno. Operacije na tržištu kapitala mogu se odvijati spontano ili pak organizirano, pa se može govoriti o institucijama tržišta kapitala. Organizirano tržište uobičajeno se dijeli na burze i tržište preko šaltera iako se može govoriti i o nelistajućem tržištu. U modernoj organizaciji sekundarnog trgovanja može se govoriti i o tercijarnom i kvartarnom tržištu kapitala.

[9] Mrša, J., i Čičak J., (2015) *Izvještavanje o vlastitim izdanim financijskim instrumentima*, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci, Rijeka.
[10] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb, str. 59.

3.1. Dogovorno tržište

Dogovorno tržište kapitala na području kreditiranja odnosi se na bilateralno sklopljene kredite između institucionalnih kreditora i tražitelja kredita. Za odvijanje ovog segmenta dogovornog tržišta značajnu ulogu imaju poslovne banke. U pravilu su krediti, koji se sklapaju na tom segmentu tržišta, s anuitetskom - višekratnom amortizacijom i odobravaju se za srednjoročno razdoblje, rijetko dulje od pet godina.

Drugi segment dogovornog tržišta odnosi se na mehanizam nebankovnog i nekreditnog financiranja, manjih i srednjih poduzeća. Za funkcioniranje ovog dijela tržišta važna je uloga tzv. industrije rizičnog kapitala – venture capital. Riječ je o mogućnosti partnerskog financiranja malih i srednjih poduzeća s tzv. poslovnim anđelima i fondovima rizičnog kapitala.[11]

Na tržištima s razvijenom industrijom rizičnog kapitala, fondovi se specijaliziraju za različite faze životnog ciklusa takvih poduzeća, od tzv. sjemenske faze, preko financiranja početnog poslovanja i ekspanzije pa do financiranja rasta koji prethodi izlaženju u javnost. Specijalizacijom za pojedine faze životnog ciklusa poduzeća, fondovi sami stvaraju tržište međusobnim otkupljivanjem udjela u poduzeću u različitim fazama, čime olakšavaju izlaz iz poduzeća i omogućuju članovima fonda zaradu u prihvatljivom vremenskom razdoblju. Rizični kapital mogu osiguravati i velika poduzeća koja su spremna donirati kapital poduzetnicima koji će razvijati tehnologiju u okviru one kojom se bavi samo veliko poduzeće, ali u dijelu za koje ono nema izravni interes.

Navedeni se oblici rizičnog kapitala nazivaju tehnološki parkovi, a osnovna ideja njihova osnivanja jest mogućnost da se takva tehnologija razvije do faze u kojoj bi ona bila zanimljiva za poduzeće osnivača tehnološkog parka. Znanstveni instituti mogu dio svojih fundamentalnih istraživanja operacionalizirati do razine stvaranja određenog posla u sjemenskoj ili nešto razvijenijoj fazi i prodavati ih pravim poduzetnicima. Takva djelatnost naziva se poslovnim inkubatorima.

[11]Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str..20.

3.2. Tržište vrijednosnih papira

Tržište vrijednosnih papira je tržište kapitala u užem smislu. S obzirom na to pojavljuju li se vrijednosni papiri prvi put na tržištu kapitala ili se pak obavlja njihova preprodaja, razlikuju se primarno i sekundarno tržište vrijednosnih papira. Primarno tržište vrijednosnih papira jest ono na kojem se oni prvi put nude potencijalnim kupcima. Riječ je o emisijskom tržištu. Na njemu dionička društva i druge pravne osobe emitiraju vrijednosne papire radi pribavljanja, prvenstveno, novčanih sredstava. Na tom se tržištu odvija mobilizacija decentralizirane minijaturizirane štednje stanovništva u privredne svrhe. Dakle, primarno tržište kapitala povećava imovinu gospodarstva.[12] Ulaganje u vlasnièke te kratkoroène i dugoročne dužnièke vrijednosne papire je glavni oblik nekreditnih plasmana banaka.Vrijednosni papiri mnogo se koriste u praksi, pogotovo u gospodarski razvijenim zemljama. [13]

Zadatak primarnog tržišta je alokacija raspoloživog kapitala na najučinkovitije korisnike. Budući da dionička društva i drugi subjekti konkuriraju za kapital ponudom različitih vrijednosnih papira, konačni investitor mora izabrati nekoga od njih. Pritom će se investitori voditi principom maksimalizacije prinosa na svoje investicije u odnosu na dani stupanj rizika ulaganja. Tako se i međuovisnost rizika i nagrade (profitabilnosti) javlja kao alokacijski mehanizam tržišta kapitala.

Dionička društva će na tržištu kapitala nuditi svoje obveznice i dionice. Iako se dionicama formira vlasnička glavnica (vlasnički kapital) dioničkih društava, treba očekivati da će u budućnosti primarno tržište obveznica dioničkih društava dominirati nad primarnim tržištem dionica. Temeljni razlog takvih očekivanja jest činjenica da dionička društva nastoje iskoristiti pozitivne učinke financijske poluge tako da će zadržavati određene udjele duga u svojim strukturama kapitala. Dioničkim društvima na tržištu kapitala konkuriraju vlada, tj. državne i paradržavne organizacije te lokalna uprava.

[12] Orsag, S. Dedi, L.*(*2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str..20.
[13] Jurman, A. (2005). *Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, 23(2), str. 313-338.

Državni su vrijednosni papiri niskog stupnja rizika, a u stabilnim uvjetima gotovo bez rizika. Stoga dionička društva moraju nuditi investitorima potencijalno veću profitabilnost za investicije u svoje vrijednosne papire kako bi alokacijska vaga međuovisnosti rizika i nagrade prevagnula u njihovu korist. Na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira obavlja se promet već postojećih dugoročnih vrijednosnih papira, dakle, onih koji su već emitirani na primarnom tržištu.

Riječ je o njihovoj ponovnoj prodaji, odnosno kupnji. Upravo sekundarno tržište mora dati financijskim instrumentima atraktivnost da bi se mogla ispuniti zadaća primarnog tržišta – dovođenje novca i kapitala u gospodarstvo uz najniže troškove. Tržišne cijene vrijednosnih papira postignute u transakcijama na sekundarnom tržištu, utječu na tržišnu vrijednost dioničkih društava. Zbog toga je sekundarno tržište vrijednosnih papira mjesto svakodnevnog vrednovanja poslovnih operacija dioničkih društava i kvalitete njihova menadžmenta. Transakcije na sekundarnom tržištu dionica obavljaju sama dionička društva kada nastoje ostvariti određenu poslovnu kombinaciju. U vezi s tim, sekundarno tržište vrijednosnih papira može se označiti i kao tržište korporacijske kontrole na kojem se događaju različita preuzimanja dioničkih društava i njihova podređivanja poslovnoj politici drugih dioničkih društava na principu holding odnosa, te do različitih pripajanja i spajanja dioničkih društava, tj. različitih akvizicija i fuzija. Dionička društava preuzimaju i pojedinci, odnosno društva s namjerom da različitim kombinacijama s takvim društvima ostvare profite. Riječ je o tzv. razbojnicima društava (company riders).[14]

Tercijarno tržište kapitala jest spona između organiziranog trgovanja vrijednosnim papirima na burzi i dogovornog trgovanja posredstvom dilera, odnosno njihovih šaltera (pultova) posebno razvijenih u Sjedinjenim Američkim Državama. Dilerski šalteri danas su međusobno računalno povezani kao što su računalno povezani i s burzama. U vezi s tim operacijama tercijarnog karaktera smatraju se kupoprodaje dionica uvrštenih na burzu preko dilerskih šaltera.

Kvartarno tržište kapitala čini trgovinsku mrežu između velikih institucionalnih investitora. Preko te trgovinske mreže institucionalni investitori trguju velikim blokovima vrijednosnih papira. Razlog postojanja ovog tržišta leži u smanjivanju transakcijskih troškova za velike blokove vrijednosnih papira kao i u nastojanju da se takvim velikim transakcijama ne utječe na njihove cijene na burzi.[15]

[14] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb,. str..21.
[15] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb, str..22.

3.3. Sudionici tržišta kapitala

Osnovni sudionici tržišta kapitala su emitenti, izdavači vrijednosnih papira, i njihovi kupci koji se u žargonu tržišta kapitala najčešće nazivaju investitorima, tj. ulagačima u vrijednosne papire. Uz nuditelje i potražitelje, na tržištu kapitala sudjeluju i financijski posrednici. Iako se u žargonu tržišta kapitala, po uzoru na žargon Wall Streeta, sve osobe koje kupuju i prodaju vrijednosne papire, a nisu emitenti, nazivaju investitorima, svi njihovi motivi bivanja na tržištu ne odgovaraju onima koji pokreću investicijsku aktivnost. Sukladno motivima za sekundarno trgovanje vrijednosnim papirima, može se govoriti o više karakterističnih sudionika tržišta vrijednosnih papira.

Uobičajeno, oni se mogu klasificirati u tri skupine trgovaca:

1. Investitori, odnosno portfolio investitori
2. Špekulanti
3. Arbitražeri.

3.3.1. Investitori

Bilo kojeg sudionika sekundarnog tržišta vrijednosnih papira nazivati investitorom. To znači da se investitorom često označavaju i špekulanti. Pogrešno. Upravo slušanje priča ispričanih žargonom tržišta može neupućene ljude navesti na potpuno pogrešne akcije. Najgore što se može dogoditi jest da ljudi počnu špekulirati misleći kako investiraju. Zbog toga ćemo najprije odrediti pojam investitora i razgraničiti ga od pojma špekulanta. Za razlikovanje investitora i špekulanta koristit ćemo Grahamovu i Doodovu definiciju investicije iz njihove glasovite „Analize vrijednosnih papira". U toj se definiciji investicija bitno razlikuje od špekulacije.[16]

„Investicija je operacija koja, nakon temeljite analize, obećava sigurnu glavnicu i primjeren prinos. Operacije koje ne zadovoljavaju te zahtjeve su špekulativne.„ Prema Grahamu i Doddu investicija je, dakle, proces, operacija koju obavlja investitor. Izrazi proces, operacija koju obavlja investitor ukazuju da je investicija djelatnost, napor, odricanje od lagode, rad pojedinca koji želi biti inteligentan. Investitor je dakle samo-disciplinirana osoba koja je odvojila dio sredstava za investicijske namjene.

[16]. Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala,* Alka script, Zagreb,. str.30.

Spremna je odvojiti vrijeme za samoobrazovanje i/ili za aktivnosti ulaganja angažira specijaliste. Investitor obavlja ulaganja nakon temeljite analize dioničkih društava emitenata vrijednosnih papira, kako bi stvorio potrebnu maržu sigurnosti svoje glavnice. Ulaganja obavlja na principu diversifikacije, ne stavljajući tako „sva jaja u jednu košaru". Namjena ulaganja određena je postavljenim ciljevima ulaganja u dugom roku očekujući primjerene zarade.

Diversifikacija, kao strategija investiranja, nije sredstvo bogaćenja. Ako se želite obogatiti morate „više jaja staviti u jednu košaricu" i očekivati da će vam se posrećiti. Nema bogaćenja bez sreće. Međutim, ako se obogatite, diversifikacija je nužna da ostanete bogati. Kada se prate različite liste najbogatijih ljudi kroz vrijeme, lako je uočiti kako ima i sretnika. Međutim malo njih se kontinuirano zadrži na toj listi. To su oni koji su, obogativši se, diversificirali svoju imovinu.[17]

3.3.2. Špekulant

Špekulacija je sve ono što ne udovoljava ključnim riječima u definiciji investicije. Zbog toga se špekulanti bitno razlikuju od investitora i ne bi se smjeli, čak ni u žargonu, s njima izjednačavati. Za razliku od investitora, špekulant promatra samo cijene vrijednosnih papira. Njegova je analiza, ako je uopće provodi, tehnička. Stoga on grozničavo traži, u proteklim kretanjima cijena, grozničavo traži znak za kupnju ili za prodaju. Špekulant nije investitor. Njegov je horizont aktivnosti izrazito kratak, toliko dug koliko on očekuje da će brzo doći do promjene cijene nekog vrijednosnog papira. On vjeruje u mogućnost predviđanja budućnosti, da je spreman graditi svoje aktivnosti isključivo na svojim predviđanjima kretanja cijena vrijednosnih papira.

Vjerujući da je u kretanju proteklih cijena vrijednosnih papira uočio vrh ili dno, on će trgovati špekulirajući na pad cijene, kad „uoči" vrh, ili će pak trgovati na rast cijene, kad uoči „dno". Tko može ikoga razuvjeriti u njegove sposobnosti predviđanja budućnosti. Pa taj je špekulant uvjeren kako je upravo on otkrio svoju čarobnu „kristalnu kuglu". Špekulant je kockar, kladilac. Vjerujući u svoja predviđanja, vjerujući u svoje šesto čulo, vjerujući da je pametniji i sposobniji od drugih, on će se okladiti na pad ili na rast cijene neke dionice.

[17] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str.30.

U zanosu trgovanja, kada cijene rastu, to je samo dobar znak da će i dalje rasti. Ili pak opčinjen katastrofičnim događanjima, pretrpljeni pad cijena dovoljna je garancija da će se pad i nastaviti. Ništa lakše od postupanja u skladu s takvim očekivanjima.

3.3.3. Arbitražer

Arbitražeri su „dvostrani" špekulanti. Njihove su aktivnosti trgovanja vezane za simultanu kupnju i prodaju, ili u žargonu, uz simultano zauzimanje duge i kratke pozicije prema određenome vrijednosnom papiru ili nekoj drugoj investiciji. Pod dugom pozicijom podrazumijeva se kupnja investicije, a pod kratkom pozicijom njena prodaja, odnosno, bolje rečeno kratka prodaja neke investicije.[18] Zbog toga dvostranog investicijskog položaja arbitražeri su skupina špekulanata koji posluju uz vrlo mali rizik. Teoretski je moguće zamisliti arbitražu koja je potpuno bez rizika.

Arbitražerima se mogu označiti oni sudionici tržišta vrijednosnih papira koji obavljaju investicijsku arbitražu. Investicijskom arbitražom označava se simultana kupnja i prodaja istih ili cjenovno povezanih investicija na različitim (ili istom) tržištu. Riječ je o simultanom zauzimanju duge i kratke pozicije prema istim ili cjenovno vezanim vrijednosnim papirima. Arbitraža se može najjednostavnije opisati kao mogućnost različitih kretanja cijena vrijednosnih papira uvrštenih na dvije različite burze. Kad investitori uvide razlike u cijenama istoga vrijednosnog papira na različitim burzama, počet će kupovati taj papir na tržištu na kojem je cijena niža, a prodavati na tržištu na kojem je cijena viša, čime će utjecati na izjednačavanje cijene papira na različitim tržištima. Znajući da će cijene rasti na tržištu na kojem je papir podcijenjen i padati na tržištu na kojem je precijenjen, arbitražeri će nastojati koristiti različite strategije zauzimanja kratke i duge pozicije kako bi smanjili potreban iznos investicija.

Arbitražeri su specijalisti koji nastoje iskoristiti nelogična kretanja cijena vrijednosnih papira. Svojim djelovanjem osiguravaju zakon jedne cijene. Zakon jedne cijene kaže da će se ista roba (vrijednosni papir) prodavati po istim cijenama na različitim tržištima zbog djelovanja arbiražera.[19]

[18] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb,. str.30.
[19] Orsag, S., (2003) *Vrijednosni papiri*, Sarajevo: Revicon. str. 195.

Arbitraža se može obavljati i za cjenovno povezane investicije. Arbitraža tako osigurava da se vrijednosni papiri na tržištu uvijek prodaju po cijeni koja odgovara pravičnoj nagradi za odgađanje potrošnje i pravičnoj nagradi za preuzeti rizik. Arbitraža se može provoditi i između cjenovno povezanih dobara.

4. OBVEZNICE

Obveznice su jedna od osnovnih vrsta dugoročnih vrijednosnih papira s razvijenim sekundarnim tržištem. Tipični su zajmovni, kreditni vrijednosni papiri. Njihovom emisijom uspostavlja se kreditni financijski odnosno između njihovog emitenta (izdavača), kao dužnika (debitora) i kupca obveznica, kao vjerovnika (kreditora). Zbog tog kreditnog odnosa obveznice karakterizira načelo povratnosti u naprijed utvrđenom roku dospijeća.[20]

Obveznice su tipična financijska investicija. One su jedna od osnovnih dugoročnih vrijednosnih papira s razvijenim sekundarnim tržištem. Obveznice se mogu definirati kao vrijednosni papiri u kojima se njihov izdavatelj obvezuje da će držatelju obveznice isplatiti iznose novčanih sredstava naznačenih u obveznici dinamikom koja je naznačena u obveznici. Pravno postoji samo vlasništvo realne imovine. Za vlasništvo tražbina u naše m pravu rabi se izraz imatelj, a kako je ovdje riječ o vrijednosnim papirima, rabit će se izraz držatelj. Obveznice su tipični zajmovni vrijednosni papiri čijom se emisijom uspostavlja kreditni financijski odnos između njihova emitenta (izdavatelja) kao dužnika i kupca kao vjerovnika. Zbog tog kreditnog odnosa obveznice karakterizira načelo povratnosti u unaprijed utvrđenom roku dospijeća. Obveznice se mogu označiti i instrumentima financiranja poduzeća pa su na taj način one instrumenti formiranja dugoročnog duga poduzeća.

Obveznice u pravilu nose fiksne kamate. Kamate su ugovorna obveza poduzeća. Njihovo plaćanje ne ovisi o ostvarenim poslovnim rezultatima i objavljenim zaradama poduzeća. Kako kamate na obveznice znače trošak financiranja iz tuđih izvora, one se odbijaju od oporezive dobiti poduzeća. Tako poduzeće može financiranjem emisijom obveznica ostvariti i određene uštede na porezima.

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.

[20]Orsag, S., (2003) *Vrijednosni papiri*, Sarajevo: Revicon. str. 195.

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.[21]

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.[22]

[21] Orsag, S., (2003) *Vrijednosni papiri*, Sarajevo: Revicon.. str. 196.
[22] Obveznica, (2018) http://www.poslovni.hr/media/PostAttachments/607278/3_4.pdf, [12.10.2018].

4.1. Nazivne karakteristike obveznica

Dok su se vrijednosni papiri tiskali u materijalnoj formi sastojali su se od plašta i kuponskog arka za naplatu periodičnih kamata ili drugih tekućih dohodaka. Nazivne ili nominalne karakteristike utvrđene su na samom plaštu obveznica, a objavljene su u vrijeme raspisa emisije. One određuju veličinu obveza emitenta prema kupcima obveznica, kao i način njihova izvršenja.

Obveznica je dužnički financijski instrument jer kupac obveznice na primarnom tržištu posuđuje iznos na koji obveznica glasi njenu izdavatelju (emitentu obveznice). Izdavatelj obveznice obećava tijekom utvrđenog vremenskog razdoblja vlasniku obveznice plaćati utvrđeni iznos kamata, te o dospijeću i iznos na koji obveznica glasi. Može se poistovjetiti s klasičnim kreditnim odnosom, no za razliku od klasičnog kredita, obveznica može biti kupljena i prodana na sekundarnom tržištu. Obveznica je zapravo kredit kojim se namjerava trgovati.[23]

Obveznice se mogu definirati kao pismen isprave kojima se njihovi izdavač obvezuje da će vlasniku obveznice isplatiti dinamikom naznačenom u obveznici iznose novčanih sredstava naznačenih u obveznici.[24] Legalna definicija obveznica uređuje se zakonskim propisima, a obuhvaća i vlasništvo obveznice i obveza vraćanja posuđenih sredstava s obzirom da je legalno definirana kao pisana isprava kojom se emitent obvezuje isplatiti novčana sredstva naznačena u obveznici vlasniku obveznice. Obveznica se sastoji od dva dijela:

- plašt
- talon.

Plašt obveznice definira financijski odnos između emitenta i vlasnika obveznice, pa sukladno tome mora sadržavati sljedeće bitne elemente:[25]

- oznaku da je obveznica,
- naziv i sjedište emitenta obveznice,
- naziv i sjedište vlasnika obveznice, odnosno oznaku da glasi na donosioca,

[23]Alajbeg, D. i Bubaš, Z. (2001) *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane,* Zagreb: Institut za javne financije. str.22.
[24]Orsag, S., (2003) *Vrijednosni papiri*, Sarajevo: Revicon. str. 196.
[25]Orsag, S. (1992) *Financiranje emisijom vrijednosnih papira,* Institut za javne financije, Zagreb, str.129.-131.

- novčanu svotu na koju glasi obveznica,
- visinu kamatne stope po obveznici, ili pak visinu udjela u financijskom rezultatu emitanta,
- rokove otplate glavnice i kamata.

Talon obveznice se sastoji od anuitetskih ili kamatnih kupona na temelju kojih se vrši periodična naplata anuiteta ili kamata. Ukoliko se radi o obveznici koja se amortizira višekratno, u talonu će se nalaziti anuitetski kuponi, a ukoliko se obveznica amortizira jednokratno, u talonu će se nalaziti kamatni kuponi. Ukoliko se isplata kamata vrši odjednom ili je riječ o obveznicama koje su prodane uz diskont pa ne nose kamate, obveznice ne moraju imati talon.[26]

4.2. Tržišne karakteristike obveznica

Obveznica predstavlja specifičan vrijednosni papir koji se sastoji od različitih opcija. Opcije omogućavaju obveznici da promijeni svoje karakteristike kada to imatelj želi, odnosno kada je to u njegovom interesu.[27] Na temelju tržišnih kretanja utvrđuju se tržišne karakteristike obveznica. Tržišna vrijednost obveznice će ovisiti o odnosu nominalne ili kuponske kamatne stope i tržišne kamatne stope za isti stupanj rizika ulaganja. Nominalne karakteristike obveznica se zapravo utvrđuju na temelju tržišnih kretanja. Stoga, nominalna vrijednost obveznice će ovisiti o odnosu nominalne ili kuponske kamatne stope i tržišne kamatne stope.

Ukoliko su te dvije kamatne stope jednake, obveznica će se prodavati po nominalnoj vrijednosti. Ukoliko je nominalna veća, prodavat će se uz premiju, a ukoliko je manja, prodavat će se uz diskont. Kamatna stopa koja će se odrediti za obveznice, ovisi, osim o tržišnim kretanjima, i o riziku koji nosi vrijednosnica. Veći rizik podrazumijeva veću kamatnu stopu. Rizik se može smanjiti osiguranjem obveznice, formiranjem novčanog fonda za amortizaciju, ali i pružanjem kupcu obveznice mogućnost ponovne procjene obveznice u slučaju inflacije.[28]

[26]Orsag, S., (1992) *Vrijednosni papiri*, Sarajevo: Revicon. 1992. str. 198.
[27]Klačmer Čalopa M., Cingula M. (2009) *Financijske institucije i tržište kapitala*, TIVA Tiskara Varaždin, Varaždin,.str. 21.
[28]Orsag, S., (2003) *Vrijednosni papiri*, Sarajevo: Revicon. str. 203.

4.3. Nominalna vrijednost

Nazivna vrijednost ili vrijednost na koju glasi obveznica. To je svota novca koju se njen izdavač obvezao isplatiti držatelju obveznice do njenog dospijeća, tj. svota novca s kojom će se suočiti držatelj obveznice do njenog dospijeća. Nominalna vrijednost obveznice uobičajeno glasi na zaokruženi novčani iznos, izražen u domicilnoj valuti tržišta kapitala na kojem su izdane. Međutim, obveznice se mogu izdavati i denominirane u nekoj drugoj valuti, najčešće radi povećanja stupnja povjerenja u takvu obveznicu na visoko dolariziranim, odnosno euroiziranim financijskim tržištima.

Nominalna (kuponska) kamatna stopa Na dugove se obično plaćaju kamate. Kamate na obveznice plaćaju se prema na njoj navedenoj kamatnoj stopi. To je nominalna kamatna stopa koja je u pravilu fiksna. Kako se kamate isplaćuju temeljem kupona, ova se stopa naziva i kuponskom kamatnom stopom. Dospijeće obveznica Njihovo je temeljno obilježje i označava vremenski rok u kojem se mora likvidirati tražbina po obveznici.

Dospijeće obveznice je dugoročno. Ta se likvidacija naziva amortizacija obveznica, a vrši se isplatom glavnice i kamata. Dva su osnovna sistema amortizacije obveznica: jednokratni i višekratni. Ova dva sistema amortizacije obveznica mogu se kombinirati uvođenjem određenog fonda za otkup emitiranih obveznica. Obveznice s jednokratnim dospijećem amortiziraju se odjednom, isplatom glavnice po dospijeću. Kamate se plaćaju periodično u istim iznosima, najčešće polugodišnje.

Obveznice s višekratnim dospijećem amortiziraju se periodičnim isplatama jednakih anuiteta (najčešće polugodišnje) koji se sastoje od kamata i otplatne kvote kojom se djelomično amortizira dug po obveznicama pa se ovaj sistem još naziva i anuitetski. Tržišna cijena obveznice ne označava se u apsolutnom iznosu vrijednosti, već u relativnom iznosu prema nominalnoj vrijednosti. Tržišna cijena obveznice uobičajeno se izražava u formi tečaja, odnosno u postotku od nominalne vrijednosti. U tom smislu obveznica se prodaje po nominalnoj vrijednosti kad joj je tečaj 100,00. Kada joj je tečaj viši od sto, obveznica se prodaje uz premiju, a uz diskont kada joj je tečaj niži od sto.[29]

[29] Orsag, S. i Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb, str.30.

4.4. Vrste obveznica prema sistemu amortizacije

Prema jednokratnom i višekratnom sistemu amortizacije razlikuju se tri karakteristične vrste obveznica. To su:[30]

Kuponska obveznica

- jednokratna amortizacija

Obveznica bez kupona

- jednokratna amortizacija

Anuitetska obveznica

- višekratna amortizacija

4.4.1. Kuponska obveznica

Tipična obveznica razvijenog sekundarnog tržišta jest kuponska obveznica. Kuponska obveznica amortizira se (isplaćuje) jednokratnom isplatom nominalne vrijednosti po dospijeću. Ona nosi kamate. Kamate se najčešće isplaćuju polugodišnje, a servisiraju se jednakim periodičnim iznosima obračunatim prema nominalnoj, odnosno kuponskoj kamatnoj stopi. Naziv su dobile prema kamatnim kuponima koje su sadržavale, a koji su služili, nakon odvajanja (izrezivanja kupona iz kuponskog talona) za naplatu kamata.

Promatranje obveznice kao obećanja isplate određene svote novca određenog dana ukazuje na jednostavnost samog instrumenta koji se može u potpunosti analizirati tehnikom složenoga kamatnog, odnosno diskontnog računa, što je u srži ekonomske vrijednosti bilo koje imovine. Zbog toga je obveznica tipični financijski instrument, tipična financijska imovina koja izravno reagira na promjene kamatnih stopa, odnosno traženih prinosa na financijskim tržištima. Na taj se način obveznica može promatrati i kroz međuovisnost obećanog prinosa na obveznicu – nominalne, odnosno kuponske kamatne stope – i tržišnog prinosa, odnosno tržišne kamatne stope formirane prema dospijeću same obveznice. Tržišna kamatna stopa odgovara prinosu koji investitori zahtijevaju kod ulaganja u obveznicu određenog stupnja rizika.

[30] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str.30.

Općenito, što su kamatne stope više, cijene obveznica su niže i obrnuto. Riječ je o inverznom kretanju cijene obveznica i zahtijevanog prinosa. Ako je tržišna kamatna stopa jednaka kuponskoj kamatnoj stopi, obveznice će se prodavati po nominalnoj vrijednosti.[31]

Tržišna kamatna stopa + Kuponska kamatna stopa → obveznica će se prodavati po nominalnoj vrijednosti

Ako je tržišna kamatna stopa manja od kuponske kamatne stope, obveznica će se prodavati uz premiju prema nominalnoj vrijednosti, jer takva investicija osigurava viši prinos od onoga koji se traži na tržištu pa će i investitori biti spremni platiti veću cijenu.

Tržišna kamatna stopa < Kuponska kamatna stopa → Obveznica će se prodavati uz premiju prema nominalnoj vrijednosti

Ako tržišna kamatna stopa veća od kuponske kamatne stope, tada će se obveznice prodavati uz diskont prema nominalnoj vrijednosti jer u tom slučaju obveznice nose niži prinos od tržišnog pa investitori neće biti spremni za obveznicu platiti nominalni iznos.

Tržišna kamatna stopa > Kuponska kamatna stopa → Obveznica će se prodavati uz diskont prema nominalnoj vrijednosti

Određenje ekonomske vrijednosti: ekonomska vrijednost je sadašnja vrijednost očekivanih ekonomskih dohodaka od neke imovine, tj. diskontirana vrijednost očekivanih novčanih tokova od te imovine za vrijeme njezina držanja, utvrđena uz diskontnu stopu koja odgovara zahtijevanom prinosu na tržištu. Ekonomska vrijednost obveznice jest sadašnja, odnosno diskontirana vrijednost novčanih tokova od kamata i nominalne vrijednosti utvrđena uz diskontnu stopu koja odgovara riziku pritjecanja tih novčanih tokova. Dvije su standardne mjere prinosa na kuponske obveznice. To su:

[31] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str.64.

– tekući prinos,

– prinos do dospijeća.[32]

Tekući prinos mjeri godišnje kuponske kamate prema tekućoj tržišnoj cijeni obveznice. Pokazuje investitoru da će, ako danas kupi obveznicu, ostvariti određeni postotak prinosa u godini dana. Ova mjera prinosa ne barata s mogućnošću da se obveznica proda po većoj ili manjoj cijeni od one po kojoj je kupljena.

$$\text{Tekući prinos} = \frac{\text{Kuponske kamate}}{\text{Tržišna cijena obveznice}}$$

Prinos do dospijeća je stopa koja izjednačava sve novčane tokove od kamata i nominalne vrijednosti do dospijeća obveznice s njenom tržišnom cijenom. To je zapravo stopa zahtijevanog prinosa uz koju se formirala tekuća tržišna cijena obveznice. Prinos do dospijeća uključuje sve novčane tokove koje može primiti držatelj obveznice do dospijeća.

[32]Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str.65.

4.4.2. Obveznica bez kupona

Obveznica bez kupona je obveznica s jednokratnim dospijećem koja ne nosi kamate. Kod takve će se obveznice prinos ostvariti tek o dospijeću u visini njezine nominalne vrijednosti. To je, dakle, investicija s jednokratnim ulaganjem i jednokratnim novčanim primitkom. Riječ je zapravo o varijanti kuponske obveznice koja ne nosi kamate. Takva se obveznica uvijek prodaje uz diskont na nominalnu vrijednost. Iznos diskonta bit će to veći što je veća tržišna kamatna stopa i što je dulje vrijeme do dospijeća. Iznos diskonta predstavlja zapravo kamate koje se zahtijevaju od obveznice do njezina dospijeća.[33]

4.4.3. Anuitetska obveznica

Anuitetska obveznica nosi do dospijeća konstantne novčane tokove koji su u visini jednakih godišnjih ili, češće, polugodišnjih anuiteta. U modernoj praksi je takva obveznica rijetka na tržištu kapitala jer nema sve bitne karakteristike prave utržive obveznice. Anuiteti koje nosi sastoje se od kamata i tzv. otplatne kvote kojom se periodično isplaćuje dio nominalne vrijednosti.

4.5. 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. Cijena obveznice prvenstveno ovisi o sposobnosti izdavatelja da podmiruje svoju obvezu po kamatama i glavnici te, naravno, o ponudi i potražnji. 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 rastu, cijene obveznica na sekundarnom tržištu padaju.

[33] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb. str.65.

Prihod koji se ostvaruje investiranjem u obveznice, 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. Nominalni (kuponski) prinos utvrđen je prilikom izdavanja i on se ne mijenja tijekom života obveznice. 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.[34] Kako je iznos godišnje isplaćene kamate tijekom trajanja obveznice uvijek jednak, tekući se prinos mijenja ovisno o tržišnoj cijeni što je prikazano na slici

Slika 2. Promjena tekućeg prinosa

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%

Izvor: Alajbeg, D., Bubaš, Z., Vodić kroz Hrvatsko tržište kapitala, Institut za javne financije, Zagreb, 2001., str. 22.

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.

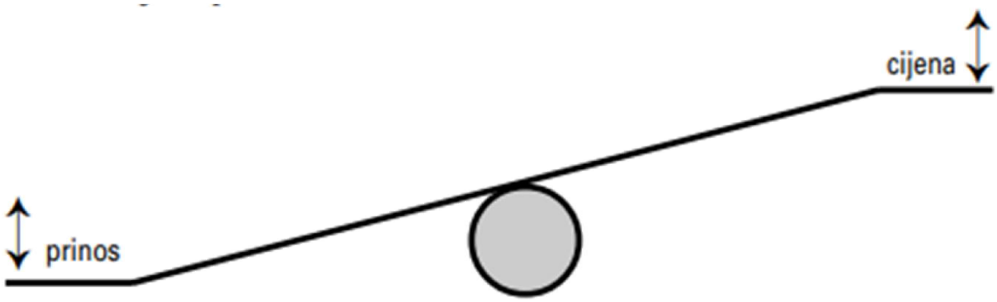
Rastom kamatnih stopa na tržištu cijena postojećih obveznica pada zato što stara

[34] Alajbeg, D., i Bubaš, Z., (2001) *Vodić kroz Hrvatsko tržište kapitala, Institut za javne financije*, Zagreb, str. 22.

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. Odnosno, cijena i prinos obveznice obrnuto su proporcionalne veličine: ako tržišna cijena pada, tekući prinos raste i obrnuto - tekući prinos pada kada raste tržišna cijena.

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.[35]

Slika 3. Prinos i cijena



Izvor: Alajbeg, D., Bubaš, Z., (2001) *Vodić kroz Hrvatsko tržište kapitala*, Institut za javne financije, Zagreb., str. 22.

Kako obveznice pripadaju vrijednosnim papirima s fiksnim prihodom. No, to se ne može reći i za njezinu tržišnu vrijednost. Ona je podložna promjenama na koje utječe vrijeme određivanja vrijednosti u odnosu na vrijeme njezinog dospijeća. Isto tako na njezinu vrijednost utječe i odnos između kamatne stope na obveznicu i tržišne kamatne stope.

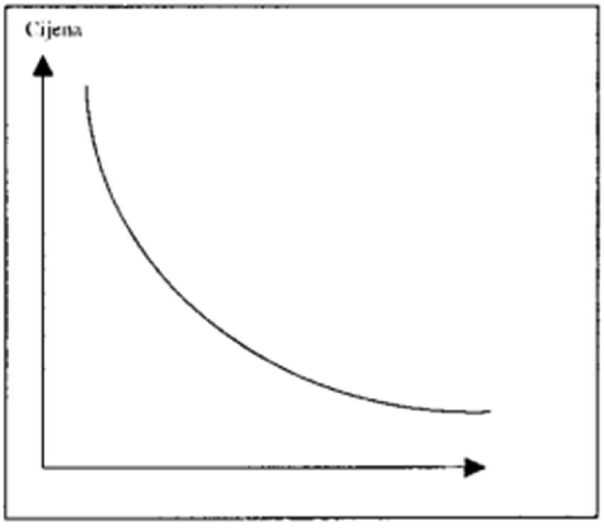
[35] Alajbeg, D., i Bubaš, Z., (2001) Vodić kroz Hrvatsko tržište kapitala, Institut za javne financije, Zagreb, str. 22.

Cijena je obveznice jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih novčanih tijekova koje ta obveznica. U trenutku prodaje obveznice ugovara se fiksna kamatna stopa koja vrijedi do roka dospijeća, a isplaćuje se u apsolutnom iznosu u pravilnim vremenskim razmacima, najčešće polugodišnje. Cijena obveznice u funkcionalnom je odnosu prema kamatnoj stopi i vremenu dospijeća. U tom smislu definirana je serija teorema čija se interpretacija daje u nastavku.[36]

a) cijena se obveznice kreće u suprotnom smjeru od kretanja kamatne stope na tržištu,
b) što je duže vrijeme do dospijeća obveznice, to je veća postotna promjena cijene obveznice,
c) što je niža kamatna stopa (kupon) to je veća postotna promjena cijene za svaku promjenu kamatne stope na tržištu,
d) uz definirano vrijeme dospijeća i kupona, povećanje cijene obveznice, zbog pada tržišnih kamatnih stopa uvijek će biti veće od smanjenja cijene obveznice zbog povećanja tržišnih kamatnih stopa, za istu apsolutnu promjenu.

Grafički prikaz dvaju najizraženijih efekata na kretanje cijena obveznica, a koji nastaju kao rezultat djelovanja kamatnih stopa i faktora vremena do dospijeća.

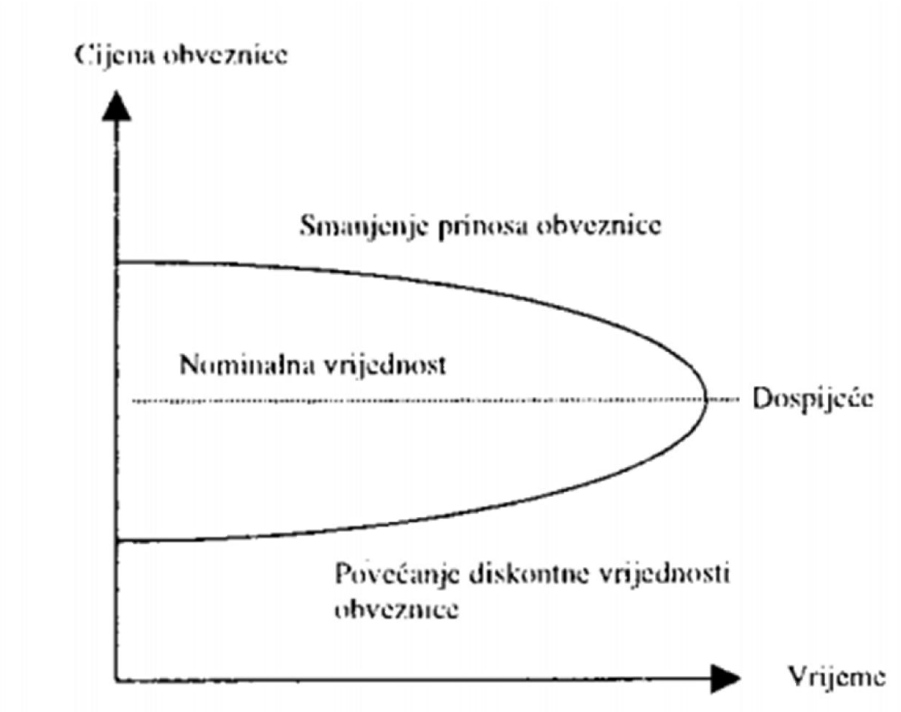
Slika 4. Odnos cijene obveznica prema kamatnim stopama



Izvor: Penavin, S. (2001). *Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave*. Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 12(1-2), 119.

[36] Orsag, S. (1997) *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Rifin, Zagreb, str. .272-277

Slika 5. Odnos cijene obveznice i vremena dospijeća stopama



Izvor: Penavin, S. (2001). *Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave*. Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 12(1-2), 119.

Kod ulaganja u obveznice treba razlikovati dva oblika stope prinosa: tekuću stopu prinosa i stopu prinosa do dospijeća, odnosno ukupnu stopu prinosa obveznice, U prvom slučaju radi se o prinosu koji se može shvatiti kao odnos nominalne kamatne stope i tečaja po kome je obveznica kupljena, a u drugom, kada je u pitanju prinos do dospijeća, radi se o zbroju odnosa između kamate i kupovnog tečaja obveznice uzimajući u obzir i otplatu glavnice, odnosno duga o dospijeću.

Ono što bi se moglo pripisati kao prednost bankarskim kreditima u procesu financiranja pojedinih projekata, činjenica je da jednom ugovoreni iznos sigurno dolazi primatelju kredita (jedinici lokalne samouprave) na račun s kojim on može raspolagati shodno ranije utvrđenoj namjeni. Nadalje, primatelj kredita ima u tom slučaju samo jednog partnera, a to je banka koja se pojavljuje kao kreditor. [37]

[37] Prohaska Z.: (1996) *Analiza vrijednosnih papira*, Infoinvest, Zagreb. str. 119

Visina kamatnih stopa najčešće se određuje prema rejtingu, odnosno bonitetu emitenta. Stoje rejting emitenta municipalnih obveznica viši, to podrazumijeva da je izloženost riziku za investitore niža, pa je u takvim slučajevima i kamatna stopa niža. Svakako, u slučaju nižeg rejtinga emitenta te relacije imaju obrnute odnose. I pored niza problema koji prate emisiju svih vrijednosnih papira, pa tako i municipalnih obveznica, one pružaju i em itentu i svojim vlasnicima niz dodatnih pogodnosti i to u prvom redu one koje proizlaze iz već spomenutog karaktera ove vrste obveznica kao sredstva financiranja i kao vrijednosnih papira.

Činjenica da su one u svakom trenutku utrži ve i da su rangirane vrlo visoko na ljestvici sigurnosti vrijednosnih papira, vjerojatno pripada osnovnim razlozima što municipalne obveznice i u zemljama s razvijenijom praksom tržišta kapitala pripada najatraktivnijim vrijednosnim papirima. Postoje određene pogodnosti za emitenta koje proizlaze iz mogućnosti prijevremene amortizacije obveznica kroz njihovu kupnju na tržištu kapitala od strane emitenta, ukoliko raspolaže odgovarajućim sredstvima, prije nego one dospiju na naplatu. Čime emitent smanjuje ukupne troškove emisije jer u takvim slučajevima kupuje svoje obveznice uz odgovarajući diskont.[38]

[38] Penavin, S. (2001). *Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave.* Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 12(1-2), 119.

5. MEĐUNARODNO TRŽIŠTE OBVEZNICA

Ne postoji posebno međunarodno tržište za državne vrijednosnice, nego su države, odnosno vlade, najveći sudionici globalnog tržišta, kao emitenti, ali isto tako i kao institucionalni investitori. Tržište je međunarodno, jer se obveznice izdaju na nekom inozemnom tržištu, a vjerovnici i dužnici su rezidenti različitih zemalja. Države su emitenti zbog više razloga jer:

- imaju ocijenjen i održiv investicijski kreditni rejting temeljem kojeg im je pristup međunarodnom tržištu kapitala relativno jednostavan;
- svoje potrebe financiranja proračuna ne mogu podmiriti na domaćem tržištu; domaće tržište državnih vrijednosnica je nedovoljno razvijeno;
- postoji potreba za inozemnim sredstvima.[39]

Kao sredstvo, obveznice u osnovi predstavljaju kredit koji njihovi kupci daju emitentu pod određenim uvjetima, a s obzirom na cijenu uloženih sredstava (kamatu) i rok dospijeća.[40] To obilježje daje obveznici karakter vrijednosnog papira s fiksnim prihodom koji predstavlja ranije definirana kamata. O obveznici se svakako ne može govoriti kao običnom kreditu, kao što je to slučaj kod bankarskih kredita.

Kad banka daje kredit, poslovni odnos, koji iz njega proizlazi, ostaje na relaciji kreditor-primatelj kredita sve do njegovog povrata. Kada kupac kupuje obveznicu, on kreditira emitetnta, ali on ne mora nužno ostati u poslovnom odnosu prema emitentu kao primatelju kredita do konačnog dospijeća obveznice na naplatu. To znači da vlasnik obveznice može u svakom trenutku prekinuti takav odnos jednostavnom prodajom svoje obveznice na tržištu kapitala.

[39] Sumpor, M. (2002). *Tržište državnih vrijednosnica*. Ekonomski pregled, 53(3-4), 319-342.
[40] Foley,B.J. (1991) *Tržište kapitala*, Mate. Zagreb. str.75

Navedena mogućnost proizlazi iz dvaju osnovnih obilježja obveznice koje ona ima kao vrijednosni papir:

1. ona je utrživa i
2. ona je prenosiva.

U prvom slučaju, vlasnik može svoju obveznicu ponuditi na prodaju na tržištu kapitala i pretvoriti ju u likvidna sredstva. Ovim činom novi kupac obveznice postaje slijednik svih prava prema emitentu, a koja nosi obveznica koju je stekao u vlasništvo. Na njega su prenesena navedena prava u trenutku prijenosa nakon što je izvršena kupoprodaja. Osnovna je pretpostavka da se ta mogućnost može realizirati postojanje aktivnog tržišta kapitala. U procesu korištenja obveznice kao sredstva financiranja vrlo je važna faza njezine amortizacije koja predstavlja postupak isplate glavnice uvećane za kamatu.

Obveznice moraju imati unaprijed utvrđeno dospijeće u kojem će se likvidirati tražbina iz obveznice. Ona može biti realizirana jednokratno ili serijski. U oba slučaja postoje prednosti i za emitenta i za vlasnika obveznice. Iako je financijska struktura obveznica vrlo različita s obzirom na prirodu njezina kupona, odnosno na vrstu kamata, najčešće je zastupljena ona, čija je kamata definirana već prilikom emisije i kao kupon predstavlja sastavni dio obveznice. To svrstava obveznice u skupinu vrijednosnih papira s vrlo niskim stupnjem rizika. Premda su prinosi po obveznici zbog toga manji nego kod nekih drugih vrijednosnih papira s varijabilnim prinosom, mnogi investitori skloniji kupovati obveznice upravo zbog tog faktora sigurnosti koji je osobito značajan u zemljama u čijim je ekonomijama izražen veći stupanj nestabilnosti.[41]

Međunarodno tržište obveznica može se podijeliti u dvije kategorije tržište vanjskim obveznicama i tržište euroobveznicama.

[41] Penavin, S. (2001) *Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave.* Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues,;12(1-2), 117-125.

5.1. Vanjske obveznice

Vanjske obveznice emitiraju strani emitenti na nekom domaćem tržištu i u valuti tog tržišta. Ono što razlikuje vanjske obveznice od običnih domaćih obveznica jest činjenica da se zakonski razlikuju obveznice koje emitiraju rezidenti od onih koje emitiraju nerezidenti. Razlike se mogu odnositi na porezne zakone, različita pravila za iznose emisija, zahtjeve koji se odnose na vrstu i broj informacija koje emitent mora podnijeti prije same emisije, razlike u evidentiranju i ograničenja za investitore. Najznačajnija su tržišta: Zürich, New York, Tokyo, Frankfurt, London i Amsterdam. Vanjske obveznice mogu imati različita imena, npr. u SAD "Yankee bonds", Japanu "Samurai", Nizozemskoj "Rembrandt" ili "Bulldog" u Londonu.[42]

5.2. Euroobveznice

Euroobveznice se razlikuju od vanjskih obveznica po tome što se euroobveznice emitiraju istodobno u mnogim financijskim središtima. Emitenti mogu ponuditi obveznice denominirane, npr., u američkim dolarima, koja se u isto vrijeme prodaje preko financijskih posrednika u više zemalja. Izraz "euroobveznice" postao je generički pojam koji pokriva bilo kakvu emisiju koja istodobno privlači sredstva iz različitih dijelova svjetske ekonomije. Većina euroobveznica je na donosioca, dok je na primjer Yankee obveznica registrirana i ima serijski broj. Isplata kamata kod euroobveznica je obično oslobođena od poreza. Euroobveznice se razlikuju od eurokredita po tome što kupac obveznice ne mora neposredno brinuti o financijskom stanju emitenta. Eurokredit je ugovor o kreditu kod kojeg se dužnik obvezuje na ispunjavanje unaprijed određenih uvjeta koji se odnose na njegovo financijsko stanje i sam ugovor ima ugrađene klauzule.[43]

[42] Penavin, S. (2001) *Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave*. Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 2001;12(1-2), 117-125

[43] Sumpor, M. (2002) *Tržište državnih vrijednosnica*. Ekonomski pregled, 53(3-4), 319-342.

5.3. Emisija euroobveznica

Euroobveznice se prodaju putem sindikata banaka (underwriting syndicate). Zajmotražitelj pristupa nekoj investicijskoj banci i nudi joj da upravlja emisijom obveznica (lead manager), investicijska banka – "lead manager" može zatim pozvati manju grupu banaka da sudjeluje u organiziranju i emisiji novih obveznica, koje uz "lead managera" čine grupu banaka koje upravljaju emisijom – "managing banks". Nakon pregovora zajmotražitelj prodaje obveznice grupi banaka koje upravljaju emisijom. Ta grupa banaka (manager) prodaju obveznice drugim bankama koje su podijeljene na potpisnike emisije (underwriter) i prodavatelje.

Banke potpisnice ili underwriteri i prodavatelji prodaju obveznice dilerima i krajnjim investitorima. Banke underwriteri se razlikuju od prodavatelja po tome što su se unaprijed obvezale na kupnju obveznice uz neku minimalnu cijenu iako se obveznice ne mogu prodati kasnije uz neku višu cijenu na tržištu. Banke menedžeri istovremeno djeluju i kao banke underwriteri i kao prodavatelji. Emitent euroobveznica zadužuje jednu banku za isplatu kamata i glavnice. Euroobveznice se također javljaju umnogim oblicima. Klasična euroobveznica (*straight eurobond*), eurodolarske obveznice, euro-DEM obveznice, euro-YEN obveznice. One mogu imati fluktuirajuće kamatne stope vezanu uz npr. LIBOR; obveznice bez kupona (*zero-coupon*); konvertibilne obveznice; obveznice u dvije valute (*dual-currency bonds*), itd.[44] U uvjetima nerazvijenog domaćeg financijskog tržišta, međunarodno tržište državnih vrijednosnica omogućuje državi relativno jeftinije i brže financiranje. Međutim, pritom potrebe razvoja vlastitog tržišta ostaju zanemarene.

[44] Sumpor, M. (2002) *Tržište državnih vrijednosnica*. Ekonomski pregled,;53(3-4), 319-342.

5.4. Vrste obveznica prema izdavatelju

Obveznice se mogu razlikovati sa stajališta različitih obilježja. Jedno od čestih razlikovanja obveznica jest ono prema njihovu izdavatelju. U tom se smislu razlikuju slijedeće obveznice:[45]

1. Državne obveznice:
   - izdaje Ministarstvo financija,
2. Municipalne obveznice:
   - izdaju gradovi, županije,
3. Korporacijske obveznice:
   - izdaju dionička društva.

5.4.1. Državne obveznice

Državne obveznice izdaje ministarstvo financija ili neka druga od države ovlaštena institucija. Kako za servisiranje obveza po ovim obveznicama jamči država, smatraju se najsigurnijim obveznicama. Zbog toga najčešće nose i najniže prinose prema drugim utrživim financijskim instrumentima. Iznimka su državne obveznice Fonda za naknadu oduzete imovine koje su oblikovane u utrživim apoenima oblika obveznica bez kupona. Obveznice su emitirane s različitim dospijećem. Najviše njih emitirano je na 10 godina, ali isto tako mogu se pronaći i one emitirane na 7 godina ili jedna koja je emitirana 2004. godine, a dospijeva 2019. godine, znači s dospijećem od 15 godina.

5.4.2. Municipalne obveznice

Riječ je o obveznicama lokalne uprave koje izdaju gradovi ili županije za financiranje svojih potreba. Ove obveznice mogu značajno varirati prema svojim rizično profitnim obilježjima. Ponekad municipalne obveznice može sponzorirati država ili; pak; određeno ministarstavo, čime se približavaju nerizičnim financijskim instrumentima. Također, emisija municipalnih obveznica može se vezati za određene projekte koje poduzima lokalna samouprava, tako da mogu imati i određene karakteristike korporacijskih obveznica.[46]

[45] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb, str.65.
[46] Orsag, S. Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb, str.66.

U praksi razvijenih zemalja razvili su se i drugi instrumenti financiranja potreba lokalne samouprave od kojih je vrlo raširen oblik financiranja emisijom municipalnih obveznica. Ta se iskustva sve više koriste i u zemljama u tranziciji u kojima je sve veći stupanj financiranja javnih potreba na razini lokalne samouprave, korištenjem tog financijskog instrument. Mogućnosti financiranja municipalnim obveznicama javnih potreba na lokalnoj razini proizlazi iz karaktera obveznice kao vrijednosnog papira, ali i njezine uloge eksternog izvora financiranja u onim slučajevima kada su proračunska sredstva nedovoljna za pokriće određenih javnih potreba ako je u pitanju država ili njezine niže razine organiziranosti, odnosno kada postoje potrebe za dodatnim sredstvima (investicijskim ili obrtnim) kada je u pitanju korporacija. [47]

5.4.3. Korporacijske obveznice

Korporacijske obveznice ili obveznice dioničkih društava jesu instrumenti formiranja dugoročnih dugova. To su dužnički vrijednosni papiri koje izdaju velika javna dionička društva radi dugoročnog financiranja. Najčešće su to kuponske obveznice s dugim dospijećem, posebice na američkom tržištu gdje je standardno dospijeće korporacijskih kuponskih obveznica između dvadeset i trideset godina. Korporacijske obveznice rizičnije su od državnih obveznica pa će investitori zahtijevati viši prinos kod ulaganja u korporacijske obveznice.

Tržište korporacijskih obveznica sastavni je dio svakog razvijenog financijskog tržišta, odnosno jednog njegova segmenta – tržišta obveznica. Ipak, veličina i opseg tržišta korporacijskih obveznica variraju od zemlje do zemlje. najvažniji čimbenici razvoja tržišta korporacijskih obveznica razvijeno tržište državnih obveznica, zakonski okvir koji uređuje financijsko tržište i pruža zaštitu investitorima te odnos između bankovnoga i gospodarskog sektora. Dublja komparativna analiza među različitim zemljama otkriva da problem razvoja tržišta nije jednostavan, posebice u zemljama u razvoju. [48]

Zemlje s visokom razinom BDP-a po stanovniku imaju veće tržište korporacijskih obveznica, mjereno kapitalizacijom tržišta u odnosu prema ukupnom BDP-u. Kako neka

[47] Penavin, S. (2001) *Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave.* Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 12(1-2), 117-125.
[48] Miloš, D. (2004) *Perspektive razvoja hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica,* Financijska teorija i praksa, 28(4), str. 417-434

zemlja prolazi više faze razvoja, tako raste značenje financijskih tržišta i tržišta korporacijskih obveznica, a značenje bankovnog sektora se smanjuje. Bankovni kredit i emisija korporacijskih obveznica smatraju se alternativnim oblicima financiranja poduzeća, a učestalost financiranja jednim ili drugim instrumentom uvelike ovisi o stupnju ekonomskog razvoja zemlje.[49]

Razvijenost informacijskoga, zakonskoga i regulatornog sustava na niskom je stupnju u zemljama u razvoju. Banke mogu preživjeti u takvom okruženju sve dok su sposobne pribavljati informacije i nadzirati poduzeća. Bankovni je kredit dostupan ne samo velikim poduzećima već i srednjima i malima, dok je financiranje emisijom obveznica zbog visokih troškova emisije isplativo samo velikim poduzećima s dobrom reputacijom. Zbog toga je logično da bankovni kredit dominira kao instrument financiranja u manje razvijenim gospodarstvima upravo zbog ograničenog broja velikih i profitabilnih poduzeća te nerazvijenosti zakonskoga i institucionalnog okvira. Nedostatak potražnje domaćih korporacijskih obveznica dodatni je razlog nerazvijenosti tržišta obveznica i dominantnosti bankovnog sustava. Tržište korporacijskih obveznica lakše je razviti u zemljama visokog dohotka, u kojima postoji akumulacija dugoročnih sredstava i velik broj investitora koji diversificiraju svoj portfelj ulaganjem u korporacijske obveznice. [50]

Međunarodne korporativne obveznice su zadužnice koje za upis izdaju proizvodna društva u skoro svim zemljama svijeta. Najvažniji izdavatelji imaju sjedište u Europskoj uniji, SAD-u, Japanu, Indiji i Kini. Raspon društava je velik koliko je velik njihov sektor uz određen fokus na automobilski, građevinski sektor, sektor pružanja financijskih usluga, energetiku, telekomunikacije, duhan i prehrambeni sektor. Korporativne obveznice se koriste za financiranje zahtjeva dužničkog kapitala.

Nove međunarodne korporativne obveznice izdaju se kao vrijednosnice s fiksnom ili promjenjivom kamatnom stopom. Dividenda (kupon) obično se isplaćuje jednom godišnje, a obveznica se u potpunosti iskupljuje o dospijeću. Rok dospijeća je obično od tri do trideset godina. Ako je obveznica već u prošlosti bila izdana, ulagač ju može kupiti po njenoj tržišnoj cijeni koju određuju ponuda i potražnja.

[49] Demirguc-Kunt, A. and Levine R., (1999) *Bank-Based and Market-Based Financial System: Cross-Country Comparisons.* Development Research Group, The World Bank mimeo. (http://www.bnet.com/abstract.aspx?scid=1514&docid=50118, [15.10.2018].

[50] Yoshitomi, M. and Shirai, S., 2001. Designing A Financial Market Structure in Post-Crisis Asia - How to Develop Corporate Bond Market. ADB Institute Working Paper No 27. (http://www.adbi.org/PDF/wp/WP15-0614.pdf, [15.10.2018.]

Jedan od kriterija procjene obveznice jest rejting koji joj daju neovisne agencije za rejting. Što je rejting niži, to je ulaganje rizičnije, a kamatna stopa viša. Ako kupujete međunarodne korporativne obveznice u stranim valutama, to jest, takozvane inozemne obveznice, trebali biste uzeti u obzir valutni rizik.

Međunarodne korporativne obveznice reagiraju na povećanje kamatnih stopa tako da vrijednost međunarodnih korporativnih obveznica s fiksnom kamatnom stopom pada s povećanjem kamatnih stopa. Ako se prodaju te obveznice prije dospijeća, može se zabilježiti gubitak. S druge strane, međunarodne korporativne obveznice s promjenjivom kamatnom stopom imaju koristi od povećanja kamatnih stopa. Budući da se kamatna stopa tih obveznica (tzv. „floaters" – dužnički vrijednosni papiri s promjenjivom kamatnom stopom) povremeno usklađuje s referentnom stopom, kao što je Euribor, povećanje kamatnih stopa također znači povećanje kamatne stope obveznica. Cijena obveznice sklona je kretati se oko nominalne vrijednosti. U slučaju stabilnih kamatnih stopa, ni cijena, a niti kupon međunarodnih korporativnih obveznica se ne mijenjaju. Vrijednost međunarodnih korporativnih obveznica s fiksnom kamatnom stopom povećava se sa smanjenjem kamatnih stopa.[51]

Standardan skup instrumenata državnog zaduživanja može se sistematizirati na sljedeći način

1. Kratkoročni instrumenti, kao na primjer trezorski zapisi, oblikovani su na način da služe državi za upravljanje gotovinom pokrivajući sezonsku potrebu financiranja u tijeku fiskalne godine;
2. Utrživi srednjoročni instrumenti s dospijećem od jedne do deset godina ili srednjoročne obveznice;
3. Utrživi dugoročni instrumenti s dospijećem preko deset godina ili državne obveznice,
4. Neutrživi instrumenti namijenjeni građanima. Postoje također neutrživi instrumenti zaduživanja koji su namijenjeni financijskim institucijama;
5. Posebni načini financiranja na koje se Država može odlučiti, kao na primjer ograničeno zaduživanje kod središnje banke ili korištenje financijskih sredstva institucija unutar države. [52]

[51] Korporativne obveznice, https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/Product_Tutorials/MeAeu91unarodne_korporativne_obveznice/index.phtml, [10.10.2018].
[52] Sprčić, Miloš, D. Obveznice i njihovo vrednovanje m , http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ofp-materijali/4.OBVEZNICE.pdf, [09.10.2018].

5.5. Rejting obveznica

Organizirana tržišta kapitala zahtijevaju određenuv informacijsku podlogu o kvaliteti vrijednosnih papira koji se na njima promeću, a za to postoje specijalizirane organizacije koje procjenjuju rejting vrijednosnih papira tj. obveznica pomoću te procjene sastavljaju se rejting liste kojev se baziraju i na budućim očekivanjima, ali i na povijesnim činiteljima (stupanj zaduženosti emitenta, profitabilnost poslovanja, veličina tvrtke, dobit i sl.).[53]

Financijska tržišta su željna informacija o kompanijama koje emitiraju obveznice i dionice. Postoje mnoge specijalizirane kuće za procjenu rejtinga obveznica, a dvije najpoznatije na svijetu su američke kuće Moody's Investor Service i Standard and Poor's Corporation, čija nomenklatura stupnjeva rejtinga je postala globalno općeprihvaćena, a ilustrirana je u sljedećoj tabeli4, u kojoj su, u ponešto skraćenom obliku, razgraničene tri kategorije obveznica prema stupnju rizičnosti kako je prikazano na slici 4.

Slika 6. Kategorije obveznica prema stupnju rizičnosti

Oznaka razreda rejtinga prema kući: Moody's	Oznaka razreda rejtinga prema kući: Standard and Poor's	Opis razreda rejtinga obveznica	Primjeri poznatih korporacija (2003.).
Aaa	AAA	Najkvalitetnije (najmanji rizik)	General Electric, Pfizer, Mobil Oil
Aa	AA	Visoko kvalitetne	McDonalds, Wal-Mart
A	A	Gornji srednji razred	Hewlett-Packard, Ford
Baa	BBB	Srednji razred	Motorola, Pennzoil
Ba	BB	Niži srednji razred	Levi Strauss, Royal Carribean Bank
B	B	Spekulativne	Northwest Airlines, Six Flags
Caa	CCC, CC	Loše (visok rizik)	Revlon, United Airlines
Ca	C	Visoko spekulativne	Polaroid, US Airways
C	D	Najniži razred ("smeće", engl. *"junk"*)	Enron, Oakwood Homes

Izvor: Sabolić, D. (2013) *Financijska tržišta I. Krediti, obveznice, dionice*, Sveučilište u Zagrebu Fakultet elektrotehnike i računarstva, str. 251.

[53] Sprčić, Miloš, D. Obveznice i njihovo vrednovanje m , http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ofp-materijali/4.OBVEZNICE.pdf, [10. 10.2018]

U razrede najnižeg rizika spadaju obveznice poduzeća iz velikih i koncentriranih industrija. Rizične obveznice karakteristične su za bankrotirane korporacije, industrije podložne velikom utjecaju egzogenih faktora (npr. cijena goriva ili terorističkih aktivnosti u industriji zračnog prijevoza), ili pak one koje su podložne velikoj tržišnoj konkurenciji (kozmetika, moda, proizvodnja medija za slikovne zapise). Niskorizične obveznice često se nazivaju obveznicama investicijskog razreda (engl. investment grade bonds). Rizične obveznice nazivaju se smećem (engl. junk bonds). Ponekad se taj pojam koristi samo za obveznice najnižeg razreda, a ponekad za sve razrede ispod srednjega, Baa (odnosno BBB).[54]

5.6. Indeksi tržišta obveznica

Smjer i intenzitet kretanja tržišta obveznica se obično procjenjuju proučavanjem promjene prinosa. Nacionalne indekse tržišta obveznica računaju nadležne institucije, a njihovi primjeri su Lehman Brothers Go-vernment/Corporate Bond Indices (US) i FTSE - Actuaries British Government Securities Indices (UK). U današnje vrijeme globalne alokacije portfelja razvijeni su indeksi globalnog tržišta obveznica.

Primjeri su Salomon Smith Barney's World Government Bond Index, JP Morgan Government Bond Indices i Merrill Lynch International Bond Indices. U praksi, učinak obvezničkih fondova se mjeri u odnosu na pogodno konstruiran referentni indeks (*benchmark*) koji uključuje specifičnost ulaganja određenu obveznicu. Indeksi zatvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine se mogu podijeliti na dva tipa.

Indeksi utemeljeni na portfelju prate cijenu najamnina i prinos na iznajmljenu imovinu. Različiti indeksi ovoga tipa daju značajno različite rezultate, u ovisnosti o regiji u kojoj se nalaze nekretnine koje su uključene u portfelj te o namjeni. Ovakvi indeksi namijenjeni su za mjerenje učinka zatvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine.

[54] Sabolić, D. Financijska tržišta I. (2013) *Krediti, obveznice, dionice*, Sveučilište u Zagrebu Fakultet elektrotehnike i računarstva,. str. 251.

Jedan koristan indeks u US je NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) Property Index (NPI) koji mjeri vrijednostima ponderiran prosječan prinos prije uzimanja naknade za upravljanje. U UK se za mjerenje učinka poduzeća koja ulazu u nekretnine koristi sektorski FTSE All Share Index, dok se u US za mjerenje učinka real estate investment trusts koristi NA REIT indeks, Morgan Stanley REIT Indeks i Wilshire Real Estate Securities Index. Zbog sve većeg značaja globalne alokacije REIT portfelja, u novije vrijeme se prate globalni indeksi zatvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine.[55]

Index Tracker Fund (koji prati neki tržišni indeks, na primjer CROBEX) je samo jedna vrsta indeksnih fondova, u Lijepoj Našoj neprimjenjiva zbog još uvijek premale likvidnosti tržišta. S druge strane, pasivan odabir vrijednosnih papira (alokacija portfelja može biti aktivna) nije u potpunosti isto što i ulaganje u indeksni fond ili praćenje pogodno konstruiranog benchmark indeksa, iako može biti povezano. Učinak otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom za ulaganje u vrijednosne papire je uobičajeno prezentirati ostvarenim prosječnim godišnjim prinosom (PGP). PGP je hipotetska stopa prinosa s kojom bi hipotetski fond, da ju je ostvarivao svake godine tijekom cijelog perioda u kojem promatranom fondu mjeri učinak, ostvario isti kumulativni prinos kao što ga je ostvario promatrani fond.

Indeksni fondovi su pasivni otvoreni investicijski fondovi ili Index E xchange Traded Funds (ETFs) imaju vrlo niske troškove i jasno i usko definiranim pravilima ulaganja kojih se upravitelji istih moraju pridržavati neovisno o kretanjima tržišta, a nisu fondovi dizajnirani da slijede neki dobro poznati tržišni indeks, iako ga mogu slijediti.

[55] Sabolić, D. (2013) Financijska tržišta I. Krediti, obveznice, dionice, Sveučilište u Zagrebu Fakultet elektrotehnike i računarstva,. str. 251.

5.7. Ministarstva financija SAD-a te državne obveznice

Vjerojatno najpoznatije kuponske obveznice na svijetu su srednjoročne (engl. *Treasury notes, T-notes*) i dugoročne (engl. *Treasury bonds, T-bonds*) državne obveznice SAD-a, koje izdaje Ministarstvo financija SAD-a preko Ureda za javni dug. S obzirom da se obveznice koje izdaje država smatraju nerizičnima (zato što država uvijek može vratiti svoje marginalne dugove, osim u vrlo rijetkim ekstremnim povijesnim okolnostima), prinosi do dospijeća ovih iznimno likvidnih vrijednosnica smatraju se najvjerodostojnijom mjerom srednjoročnih, odnosno dugoročnih, kamatnih stopa u SAD-u. T-notes imaju vrijeme dospijeća od dvije do deset, a T-bonds od deset i od trideset godina.[56]

Najpoznatija diskontna obveznica na svijetu je kratkoročna obveznica vlade SAD-a (engl. *Treasury bill, T-bill*). Izdaju obveznice s rokom dospijeća od 28, 91 ili 182 dana. T-bills se prodaju aukcijski, a u novije vrijeme osim banaka i drugih financijskih institucija mogu ih kupovati i građani preko Interneta. Prinos do dospijeća kratkoročne državne obveznice SAD-a, izražen na godišnjoj razini, reprezentira kratkoročne kamatne stope na nerizična ulaganja u SAD-u. Sve države izdaju nerizične obveznice, koje predstavljaju instrument zaduživanja središnje države, odnosno namicanja sredstava za javnu potrošnju javnim zaduživanjem. Prinosi do dospijeća državnih obveznica predstavljaju u svakoj državi univerzalni orijentir visine kamatnih stopa, jer u principu nitko drugi ne može ponuditi niže kamatne stope od onih koje ostvaruju potpuno nerizične obveznice središnje države.[57]

Klasična državna obveznica se sastoji od dva obećanja:

- obećanje da će se izvršiti serija jednakih isplata u polugodišnjim intervalima za vrijeme postojanja obveznice (kuponska plaćanja) i
- obećanje da će se izvršiti jedna veća isplata pri dospijeću obveznice, koja se često naziva isplata pri dospijeću, vrijednost dospijeća, ili nominalna vrijednost.

[56] Sabolić, D. (2013) *Financijska tržišta I. Krediti, obveznice, dionice,* Sveučilište u Zagrebu Fakultet elektrotehnike i računarstva, 2013. str. 251.
[57] Sabolić, D. (2013*) Financijska tržišta I. Krediti, obveznice, dionice*, Sveučilište u Zagrebu Fakultet elektrotehnike i računarstva, 2013. str. 251.

Većina državnih vrijednosnica ima fiksnu kamatnu stopu, vrlo su likvidne i jednostavno se trže na sekundarnom tržištu uz standardizirana dospijeća.[58] Dospijeće obveznice ima nekoliko funkcija: ukazuje na očekivan životni vijek instrumenta, broj razdoblja za koje investitor može očekivati isplatu kupona i broj godina do trenutka kad će se isplatiti glavnica. Prinos na obveznicu ovisi o dospijeću, jer prinos u određenom trenutku na dugoročnu obveznicu može biti veći, manji ili jednak prinosu na neku kratkoročnu obveznicu. Osjetljivost cijene obveznice može se usko vezati uz dospijeće, jer promjene tržišnih kamatnih stopa imaju veći utjecaj na promjene cijena dugoročnih obveznica nego na cijene sličnih obveznica, ali s kraćim rokom dospijeća. Državne obveznice u biti nisu ništa drugo nego ugovori i kao takvi postoje u bezbroj varijacija. Nekoliko državnih obveznica s posebnim osobinama su slijedeće.[59]

Državne obveznice s varijabilnom kamatnom stopom (engl. Variable rate government bonds) smanjuju rizik kamatnih stopa, jer se kuponski kamatnjak mijenja jednom godišnje na temelju neke dugoročne referentne stope kojoj se dodaje Određena fiksna marža. Međutim, zbog teškoća oko određivanja cijene na sekundarnom tržištu manje su likvidne i njima se otežano trguje. Državne obveznice s fluktuirajućom kamatnom stopom (engl. Floating rate government bonds) također imaju ulogu smanjenja rizika kamatnih stopa. Međutim, kuponska kamata se mijenja više puta godišnje, jer je vezana uz neku kratkoročnu referentnu stopu, npr. veže se uz stopu za trezorske zapise kojoj se dodaje određena fiksna marža. Referentna stopa može biti i diskontna stopa središnje banke, tečaj ili indeks cijena na malo. Indeksirane državne obveznice (engl. Indexed government bonds) vezane su, na primjer, uz indeks cijena, reagirajući na taj način simultano na promjene cijena na tržištu. One su u stvari podvrsta obveznica s fluktuirajućom kamatnom stopom. Postoje dvije mogućnosti indeksiranja: fiksna kamatna stopa i indeksirana glavnica, te indeksirana kamatna stopa i fiksna glavnica.

[58] Sumpor, M. (2002) *Tržište državnih vrijednosnica.* Ekonomski pregled, 53(3-4), 319-342.
[59] Fabozzi, F.J. (1997) *The Handbook of Fixed Income Securities*, Irwin Professional Publishing, Fifth Edition, Chicago, .str. 18.

Državne obveznice s kamatnom stopom koja se mijenja prema unaprijed određenim fazama (engl. Stepped interest rate government bonds) gdje se kamatna stopa prilagođava prema očekivanim promjenama na tržištu. [60]

Ukoliko obveznica dospijeva za 6 godina, u prve dvije godine kuponske kamate iznose 5%, druge dvije 5.8%, a u zadnje dvije godine 6%. Državne obveznice bez kupona (engl. Zero coupon government bonds) ne isplaćuju prihod u obliku kupona, ali se zato prodaju uz veliki diskont u odnosu na njihovu nominalu. Cjelokupan povrat od takvih obveznica ostvaruje se u vidu kapitalnog dobitka na dan dospijeća. Državne obveznice sa značajnim diskontom (engl. *Deep discount government bonds*) su obveznice koje imaju vrlo nisku kuponsku stopu uz velik diskont na vrijednost iskupa.

Otkupljive državne obveznice (engl. *Retractable government bonds*) se uglavnom emitiraju na vrlo dugi rok, ali imaju opciju promjene dospijeća. Na primjer, obveznica s dospijećem od 25 godina daje investitoru mogućnost da se nakon pet godina naplati po toj obveznici kod emitenta. Državne obveznice s mogućnošću produljenja (engl. *Extendible government bonds*) daju emitentu mogućnost produljenja dospijeća iste obveznice. Zamjenjive ili konvertibilne obveznice (engl. *Exchangable or Convertible bonds*) daju imaocu obveznice mogućnost da zamjeni obveznicu za novu prema unaprijed dogovorenim uvjetima. Obveznice s oznakom opoziva ili otkupa (engl. *Government bonds with call provision or redeemable*) daje emitentu mogućnost naplate obveznice prije roka dospijeća. Na taj način emitent može u uvjetima pada kamatnih stopa na tržištu zamijeniti obveznicu s viskom kamatnom stopom za novu s nižom kamatnom stopom. Taj prijevremeni otkup financira se iz tzv. "sinking fund". Ovisno o kretanjima kamatnih stopa i uvjetima neizvjesnosti mijenjaju se preferencije investitora na tržištu s obzirom na dospijeća vrijednosnica. Država u tim slučajevima može raznim tehnikama emitiranja vrijednosnica reagirati na preferencije tržišta..

[60] Sumpor, M. (2002) *Tržište državnih vrijednosnica*. Ekonomski pregled, 53(3-4), 319-342.

5.8. Investicijski fondovi

Na internacionalnoj razini može se naći nekoliko različitih termina koji se upotrebljavaju u praksi, a imaju obilježja investicijskih fondova, što znatno otežava globalno promatranje i usporedbu tih institucija. No najznačajniji oblici koji se susreću u većini zemalja u kojima su se te institucije pojavile na tržištu jesu zatvoreni i otvoreni tip investicijskih fondova. Investicijski fondovi predstavljaju važan segment financijskog tržišta. Njihov je osnovni zadatak prikupljanje novčanih sredstava od ulagatelja kako bi se taj novac uložio u vrijednosne papire ili neku drugu imovinu koja će fondu ostvariti prinos.[61]

Investicijski su fondovi financijske institucije koje imaju sve važniju ulogu na tržištima kapitala mnogih zemalja, a u pojedinima su postali glavni akteri koji u mnogočemu utječu na zbivanja na financijskim tržištima, ali i izvan njih. Te su se institucije najviše razvile u razvijenim zemljama, prije svega u SAD-u, ne samo u smislu ukupne imovine kojom upravljaju, nego i u smislu vrlo bogate palete raznih vrsta fondova, velike i razgranate mreže distribucijskih kanala putem kojih plasiraju udjele te zakonske regulative, nadzornih tijela i organizacija koje prate njihov rad.

U Europi je razvijeno i tržište investicijskih fondova, ponajviše u zemljama članicama Europske unije, koje zakonski nastoje što više ujednačiti to područje. Stoga su osnovani tzv. UCITS (engl. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*.) fondovi, odnosno otvoreni investicijski fondovi namijenjeni javnosti, prema definiciji koju je EU prihvatilo kako bi uskladilo različite nazive i definicije u pojedinim zemljama članicama. U tranzicijskim zemljama investicijski su fondovi na počecima razvoja, a njihov je nastanak vezan za proces privatizacije.

Hrvatska je također u sklopu kuponske privatizacije pokrenula rad privatizacijskih investicijskih fondova, koji su kasnije transformirani u zatvorene investicijske fondove, odnosno u holding društva. No danas hrvatskim tržištem, kao i tržištima većine ostalih tranzicijskih, ali i razvijenih zemalja, dominiraju otvoreni investicijski fondovi, i prema broju,

[61] Čulinović-Herc, E. (2007). *Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema Zakonu o investicijskim fondovima.* Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 28(1), 75-106.

i prema vrijednosti ukupne imovine kojom upravljaju. Stoga će u ovom radu poseban naglasak biti upravo na otvorenim investicijskim fondovima, s obzirom na njihovu važnost i dinamiku razvoja koju bilježe posljednjih godina.

Investment Company Institute je organizacija koja promatra investicijske fondove u SAD-u i u svijetu, prilikom objavljivanja agregiranih podataka uvijek naglašava kako se regionalne razlike moraju uzeti u obzir jer neke zemlje uvrštavaju zatvorene investicijske fondove (engl. closed-end funds) u tu grupu, a neke ne, neke u nju uključuju i fondove kojima operiraju osiguravajuće kompanije ili mirovinske fondove koji posluju na isti način kao investicijski. Zajedničko je svim definicijama da investicijske fondove smatraju financijskim organizacijama, odnosno posrednicima koji prikupljaju sredstva od velikog broja investitora i koja zatim plasiraju u različite oblike imovine. Prema oblicima imovine razlikujemo investicijske fondove koji ulažu u vrijednosne papire, u nekretnine i posebne financijske oblike odnosno instrumente.[62]

Najčešći su investicijski fondovi koji ulažu kapital u vrijednosne papire te se, s obzirom na to koja vrsta vrijednosnih papira prevladava u njihovu portfelju, dijele na dioničke, obvezničke i mješovite. Ta je podjela izrazito zanimljiva jer se u Hrvatskoj ponuda investicijskih fondova uglavnom sastoji od tih vrsta fondova, čemu još treba pridodati novčane fondove, koji pripadaju grupi fondova što ulažu u posebne financijske oblike (Prohaska, 1996). No najznačajnija je kategorizacija ona prema kojoj se razlikuju zatvoreni i otvoreni investicijski fondovi. Zatvoreni fond je dioničko društvo i emitira dionice čiji je broj fiksan, ne otkupljuje ih natrag od investitora, dakle, moraju se prodati na otvorenom tržištu ako investitor želi ponovno doći do uloženog novca.[63]

Otvoreni je fond u svakom trenutku spreman izdati nove udjele, ali ih je također obvezan na zahtjev investitora iskupiti, i to po tržišnoj neto vrijednosti. To je obilježje jedan od razloga zbog kojega su otvoreni fondovi zabilježili intenzivniji razvoj od zatvorenih.3 Zatvoreni fondovi ne omogućuju povlačenje udjela, a tržišna cijena dionica može biti mnogo manja od sadašnje neto vrijednosti. [64]

[62] Prohaska, Z,. (1996) *Analiza vrijednosnih papira*, Zagreb: Infoinvest. str. 48.
[63] Samodol, A., (1999) *Financijska tehnologija i investicijski fondovi. Zagreb*: Progres, .str. 16.
[64] Kidwell, D. S. (2003) *Financial Institutions*, Markets and Money. Hoboken. NJ: John Wiley & Sons, str.4.

Za zatvoreni je fond tipično to da se dionice prodaju uz diskont temeljne neto vrijednosti koji katkad može dosegnuti i do 40% za fondove koji investiraju u dionice, dok je diskont zatvorenih fondova koji ulažu u obveznice znatno manji. [65]

Krajem 2004. godine u više od 55.000 investicijskih fondova u svijetu nalazilo se 16,2 bilijuna USD vrijednosti imovine, što je u posljednjih pet godina povećanje od 37%. Od ukupne imovine polovica otpada na investicijske fondove u SAD-u, ukupno 8,1 bilijuna USD, a na cijeli američki kontinent 55%. Na drugom je mjestu Europa s 34% ukupne vrijednosti imovine, te Afrika i Azija, odnosno pacifičke zemlje s 11%. Prema strukturi ulaganja u svijetu prevladavaju dionički fondovi s 45% udjela u ukupnoj imovini, zatim novčani s 21%, obveznički s 20% i mješoviti s 9%. Treba napomenuti da se ta struktura uvelike razlikuje prema pojedinim regijama, odnosno zemljama. Tako u SAD-u prevladavaju dionički fondovi s oko 50% tržišnog udjela, dok su u EU, iako također vodeći po ukupnoj vrijednosti imovine, ipak u manjem postotku (36% krajem 2004. godine) te su vrlo blizu obvezničkim fondovima koji su prijašnjih godina prevladavali na tom tržištu. [66]

U tranzicijskim zemljama dominiraju obveznički fondovi, s iznimkom Češke i Hrvatske, u kojima je najveći dio imovine u novčanim fondovima. U SAD-u je u 1990-ima došlo do eksplozivnog rasta imovine dioničkih fondova, ponajprije zbog dobrih rezultata koje su ostvarivali. Kako se jaz između kamata na bankarske depozite i prinosa koje su ostvarivali dionički fondovi povećavao u korist fondova, sve je više investitora pokazivalo sklonost ulaganju u dioničke fondove.

U Europi i ostalim regijama porast dioničkih fondova zaostao je za američkima jer su tržišta dionica bila manje razvijena te nije bilo mnogo prostora za ulaganje i ostvarivanje atraktivnih prinosa. S razvojem tržišta dionica i u Europi se struktura polako mijenja u korist dioničkih fondova. U posljednjih nekoliko godina u EU je zamjetan trend smanjenja stope rasta imovine novčanih fondova, a ubrzan je rast imovine u dugoročnim fondovima (dioničkim, obvezničkim, mješovitim). Dugoročni UCITS fondovi (koji čine gotovo 80% ukupne imovine investicijskih fondova) zabilježili su neto porast imovine od 198 mlrd. eura tijekom 2004. godine, što je 13 mlrd. više nego u 2003, kada je taj porast iznosio 185 mlrd. Eura. [67]

---

[65] Samodol, A. (1995). *Investicijski fondovi*. Zagreb: Infoinvest.
[66] Delbecque, B., 2004. Quarterly Statistical Release No. 20 Brussels: EFAMA. http://www.fefsi.org/Unrestricted_Area/frameset.htm, [14.10.2018.]
[67] Delbecque, B., (2004). *Quarterly Statistical Release* No. 20 Brussels: EFAMA: http://www.fefsi.org/Unrestricted_Area/frameset.htm, [14.10.2018.]

Više je faktora utjecalo na razvoj pojedinih vrsta fondova u određenim regijama. Dionički su fondovi razvijeniji u zemljama s običajnopravnim sustavom (angloameričke zemlje), a obveznički u zemljama s građanskopravnim sustavom.[68] Jer zemlje s običajnopravnim sustavom imaju transparentnije računovodstvene sustave i standarde, te osiguravaju bolju zaštitu prava investitora, koji su u takvim uvjetima skloniji investirati u fondove s rizičnijom strategijom ulaganja. Dionički fondovi imaju mali udio u tranzicijskim zemljama jer su njihova tržišta dionica prilično plitka i nerazvijena.

Levine smatra kako postoji ovisnost između pravnih institucija i učinkovitosti tržišta dionica. Razina do koje pravne institucije štite privatna vlasnička prava i prava malih dioničara objašnjava razlike koje postoje među zemljama u smislu stupnja razvijenosti tržišta dionica. U zemljama u kojima pravne institucije ne osiguravaju učinkovitu zaštitu dioničara cijene domaćih dionica kreću se jednako za sve dionice, te je manje informacija o pojedinačnim cijenama dionica.[69]

Prema Fernandu i sur. u zemljama sa srednjim dohotkom dionički fondovi imaju mali udio zbog nedostatka povjerenja u integritet lokalnog tržišta kapitala, niske tolerancije rizika koju iskazuju investitori i zbog toga što se imućniji i veliki investitori u tim zemljama koriste uglavnom inozemnim fondovima.[70] Posljednjih godina zamjetan je trend smanjenja broja fondova, iako raste vrijednost njihove ukupne aktive. To je ponajprije posljedica udruživanja pojedinih investicijskih fondova koji se tako koriste prednostima ekonomije obujma. Taj je trend posebno izražen u SAD-u, gdje je broj investicijskih fondova s 8305 krajem 2001. godine pao na 8044 krajem 2004. godine, iako je ukupna imovina porasla za 1,2 bilijuna USD. [71]

[68] Fernando, D. (2003) *The global growth of Mutual Funds.* Policy Research Working Paper, 3055. Washington: The World Bank.; str.28.
[69] Levine, T. B., (2003) *Legal Institutions and Financial Development*. Policy research Working Paper, 3136. Washington: The World Bank,2003.str.161.
[70] Fernando, D.. (2003) *The global growth of Mutual Funds*. Policy Research Working Paper, 3055. Washington: The World Bank. 2003.str.29.
[71] Jurić, D. (2005*) Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj.* Financijska teorija i praksa, 2005; 29(4), 385-398.

6. ZAKLJUČAK

Financijski instrumenti su robe na tržištu kapitala pomoću kojih se prometu novac i kapitalna sredstva. Tržišta kapitala posebni su pravni subjekti koji nude usluge uvrštenja vrijednosnih papira i trgovanja njima pritom opslužujući dvije skupine klijenata poduzeća koja su uvrštena na tržište kapitala i posrednike u procesu trgovanja. Obveznice su dužnički vrijednosni papir, odnosno financijski instrument pomoću kojeg jedan pravni subjekt koji izdaje obveznice prikuplja slobodna novčana sredstva i zadužuje se na financijskom tržištu kod drugih subjekata koji trenutno imaju višak novčanih sredstava. Kada kupac obveznice kupuje taj vrijednosni papir, on zapravo posuđuje neki iznos novca (na koji obveznica glasi) izdavatelju obveznice. Izdavatelj obveznice se obvezuje na povrat posuđenog novca u određenom roku i uz određenu kamatu koja se isplaćuje periodički ili se pribraja glavnici i isplaćuje u vrijeme dospijeća obveznice na naplatu kada se kao izdavatelj pojavljuje država, tada obveznice mogu služiti kao surogati novca, odnosno kao sredstvo plaćanja obveza prema državi.

Obveznice su kreditni instrumenti i predstavljaju određeni ugovor o kreditiranju, a razlikuju se od kredita u tome što, kao financijski instrumenti, mogu biti predmet kupovanja i prodavanja na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira. Obveznice mogu sadržavati anuitetne ili kamatne kupone preko kojih se, određenom dinamikom, otplaćuju anuiteti ili kamate. Razlikuju se dvije vrste obveznica korporacijske obveznice i državne obveznica. Obveznice se mogu izdavati i denominirane u nekoj drugoj valuti, najčešće radi povećanja stupnja povjerenja u takvu obveznicu na visoko dolariziranim, odnosno euroiziranim financijskim tržištima. Tržišne karakteristike obveznica razlikuju se od njihovih nominalnih obilježja nominalna obilježja samo su polazna osnovica u procjeni njihovih tržišnih karakteristika vrijednost obveznice ovisi o odnosu nominalne kamatne stope na obveznice i tržišne kamatne stope za isti stupanj rizika ulaganja.

Tržište je međunarodno kada se obveznice izdaju na nekom inozemnom tržištu, a vjerovnici i dužnici su rezidenti različitih zemalja. Kao sredstvo, obveznice u osnovi predstavljaju kredit koji njihovi kupci daju emitentu pod određenim uvjetima, a s obzirom na cijenu uloženih sredstava (kamatu) i rok dospijeća. O obveznici se svakako ne može govoriti kao običnom kreditu, kao što je to slučaj kod bankarskih kredita.

Vlasnik obveznice može u svakom trenutku prekinuti odnos jednostavnom prodajom svoje obveznice na tržištu kapitala.

Međunarodno tržište obveznica može se podijeliti u dvije kategorije tržište vanjskim obveznicama i tržište euroobveznicama. Vanjske obveznice emitiraju strani emitenti na nekom domaćem tržištu i u valuti tog tržišta. Ono što razlikuje vanjske obveznice od običnih domaćih obveznica jest činjenica da se zakonski razlikuju obveznice koje emitiraju rezidenti od onih koje emitiraju nerezidenti. Euroobveznice se razlikuju od vanjskih obveznica po tome što se euroobveznice emitiraju istodobno u mnogim financijskim središtima. Emitenti mogu ponuditi obveznice denominirane, npr., u američkim dolarima, koja se u isto vrijeme prodaje preko financijskih posrednika u više zemalja. Izraz euroobveznice postao je generički pojam koji pokriva bilo kakvu emisiju koja istodobno privlači sredstva iz različitih dijelova svjetske ekonomije.

LITERATURA

Knjige:

1. Alajbeg, D., i Bubaš, Z. (2001) *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane*, Zagreb: Institut za javne financije.
2. Foley, B. J. (1991) *Tržište kapitala*, Mate. Zagreb.
3. Fabozzi, F.J. (1997) *The Handbook of Fixed Income Securities*, Irwin Professional Publishing, Fifth Edition, Chicago.
4. Kidwell, D. S. (2003) *Financial Institutions*, Markets and Money. Hoboken. NJ: John Wiley & Sons.
5. Klačmer Čalopa M., i Cingula M. (2009) *Financijske institucije i tržište kapitala*, TIVA Tiskara Varaždin, Varaždin.
6. Orsag, S. (1992) *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Institut za javne financije, Zagreb.
7. Orsag, S. i Dedi, L. (2014) *Tržište kapitala*, Alka script, Zagreb.
8. Orsag, S., (2003) *Vrijednosni papiri,* Sarajevo: Revicon.
9. Prohaska Z. (1996) *Analiza vrijednosnih papira*, Infoinvest, Zagreb.
10. Sabolić, D. (2013) *Financijska tržišta* I. Krediti, obveznice, dionice, Sveučilište u Zagrebu Fakultet elektrotehnike i računarstva, Zagreb.
11. Samodol, A. (2014) *Investicijski fondovi*. Infoinvest; Zagreb.

Članci:

1. Barbić, T. Suvremeni aspekti tržišta kapitala, Notitia - časopis za održivi razvoj, 2015;1(1), str. 55-69.
2. Čulinović-Herc, E. (2007). Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema Zakonu o investicijskim fondovima. Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 28(1), 75-106.
3. Fernando, D.. The global growth of Mutual Funds. Policy Research Working Paper, 3055. Washington: The World Bank. 2003.12-41.
4. Jurman, A. (2005). *Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, 23(2), str. 313-338.
5.

6. Jurić, D. Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj. Financijska teorija i praksa, 2005; 29(4), 385-398.
7. Levine, T. B., Legal Institutions and Financial Development. Policy research Working Paper, 3136. Washington: The World Bank,2003.str.161.
8. Miloš, D. 'Perspektive razvoja hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica', Financijska teorija i praksa, 2004;28(4), str. 417-434
9. Mrša, J., i Čičak J., (2015) Izvještavanje o vlastitim izdanim financijskim instrumentima, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci, Rijeka.
10. Penavin, S. (2001). Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave. Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 12(1-2), 119.
11. Sumpor, M. Tržište državnih vrijednosnica. Ekonomski pregled, 2002.53(3-4), 319-342.

Internet:

1. Demirguc-Kunt, A. and Levine R., 1999. "Bank-Based and Market-Based Financial System: Cross-Country Comparisons. Development Research Group, The World Bank mimeo.
2. Dostupno na: : http://www.bnet.com/abstract.aspx?scid=1514&docid=50118, 15.10.2018.
3. Delbecque, B., 2004. Quarterly Statistical Release No. 20 Brussels: EFAMA. Dostupno na: http://www.fefsi.org/Unrestricted_Area/frameset.htm (14.10.2018.)
4. Korporativne obveznice, dostupno na: https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/Product_Tutorials/MeAeu91unarodne_korporativne_obveznice/index.phtml, 10.10.2018.
5. Obveznica, dostupno na: http://www.poslovni.hr/media/PostAttachments/607278/3_4.pdf, pristupljeno: 12.10.2018.
6. Sprčić, Miloš, D. Obveznice i njihovo vrednovanje, dostupno na: http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ofp-materijali/4.OBVEZNICE.pdf, 09.10.2018.

7. Yoshitomi, M. and Shirai, S., 2001. "Designing A Financial Market Structure in Post-Crisis Asia - How to Develop Corporate Bond Market. ADB Institute Working Paper No 27. Dostupno na: (http://www.adbi.org/PDF/wp/WP15-0614.pdf, 15.10.2018.

POPIS SLIKA

Slika 1. Obilježja financijskih instrumenata 4
Slika 2. Promjena tekućeg prinosa 24
Slika 3. Prinos i cijena 25
Slika 5. Odnos cijene obveznica prema kamatnim stopama 26
Slika 6. Odnos cijene obveznice i vremena dospijeća stopama 27
Slika 4. Kategorije obveznica prema stupnju rizičnosti 37