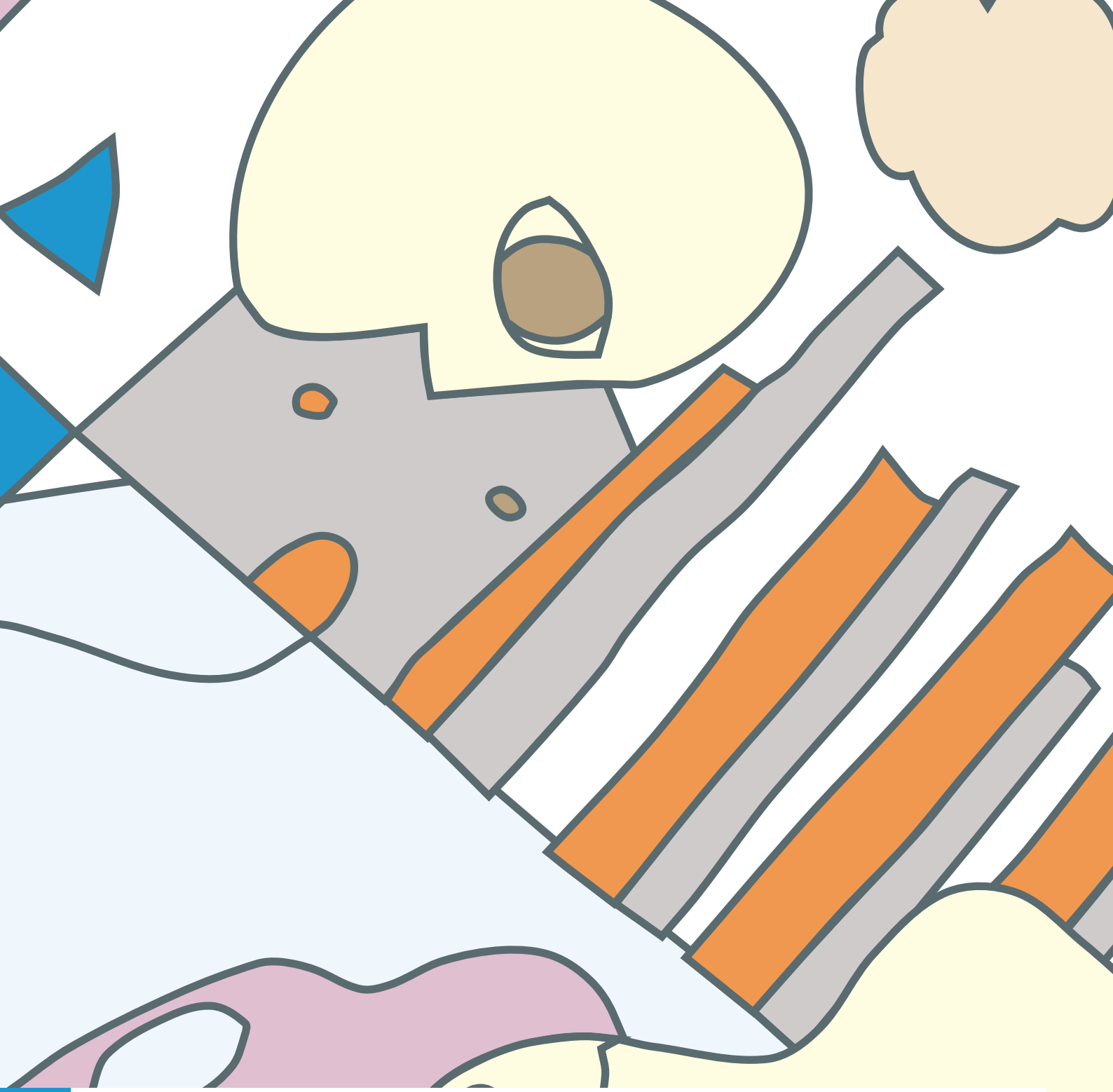


Broj 13

Kvartalni bilten II/2011

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

1. Stručni radovi i tržište kapitala 3
1.1. Kretanje tržišta kapitala 3
1.2. Prikaz zahtjeva Smjernica za identificiranje, mjerenje i praćenje rizika kojima je izloženo društvo za osiguranje odnosno društvo za reosiguranje te zahtjeva sustava upravljanja drugog stupa Solvency II (Governance) 4
1.3. Špekulacije i špekulativni mjehuri osvrt na tezu o postojanju špekulativnih mjehura na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj 10

2. Otvoreni investicijski fondovi (OIF) 24
2.1. Kvartalno kretanje otvorenih investicijskih fondova 24
2.2. Analiza distribucije promjene neto imovine i vrijednosti udjela otvorenih investicijskih fondova 32
2.2.1. Novčani fondovi 32
2.2.2. Obveznički fondovi 33
2.2.3. Mješoviti fondovi 34
2.2.4. Dionički fondovi 35
2.3. Struktura udjelničara otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom 36

3. Mirovinski fondovi 38
3.1. Obvezni mirovinski fondovi (OMF) 38
3.2. Otvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi (ODMF) 41
3.3. Zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi (ZDMF) 44

4. Tržište osiguranja 47
4.1. Zaračunata premija društava za osiguranje i društava za reosiguranje 47
4.2. Struktura bilance društava za osiguranje i društava za reosiguranje 50

5. Leasing 52
5.1. Imovina, kapital i obveze 53
5.2. Financijski rezultat poslovanja 54
5.3. Struktura portfelja leasing društava 55
5.3.1. Struktura portfelja leasing društava prema objektima leasinga/zajma 57
5.4. Indeksi koncentracije u djelatnosti leasinga u RH 59

6. Factoring 60
6.1. Struktura aktive 60
6.2. Struktura pasive 61
6.3. Financijski rezultat poslovanja 61
6.4. Volumen transakcija 62

Impresum 63

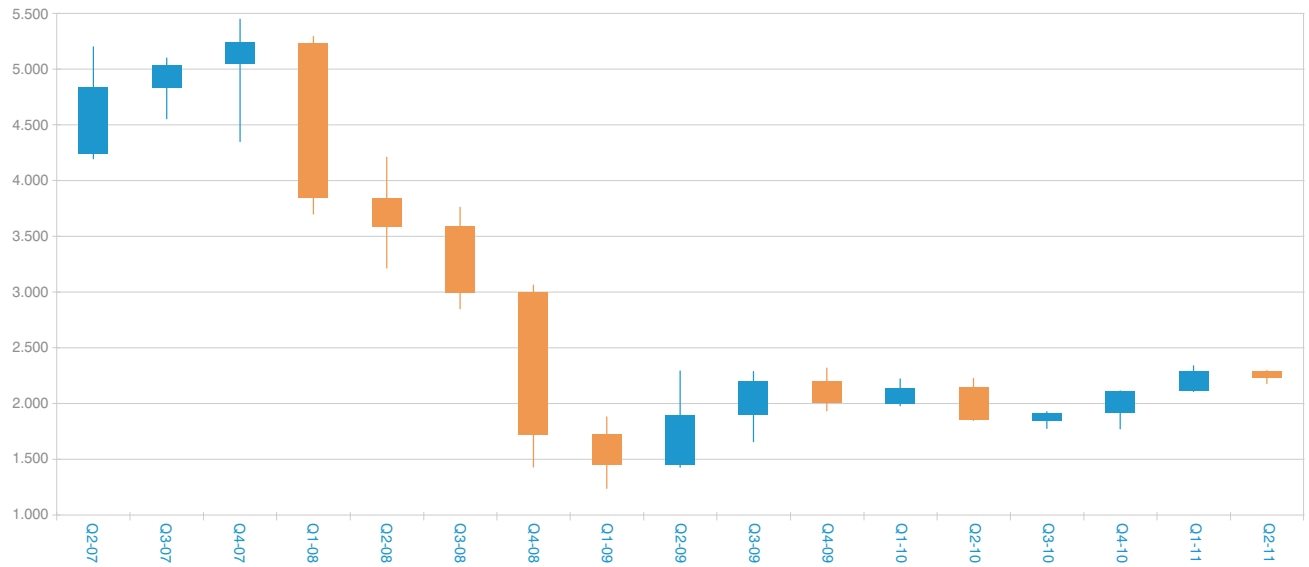
1. Stručni radovi i tržište kapitala

1.1. Kretanje tržišta kapitala

Na domaćem tržištu kapitala u drugom kvartalu 2011. nije bilo promjena koje bi značajno utjecale na vrijednost indeksa. CROBEX, dionički indeks Zagrebačke burze je ostvario pad od 2,6%. Početak kvartala obilježio je pad vrijednosti indeksa do 19. travnja i vrijednosti 2.181,41 što je bila najniža vrijednost u kvartalu. Uz manje oscilacije uslijedio je rast do 31. svibnja i najviše vrijednosti indeksa u kvartalu od 2.278,88 bodova. Do kraja kvartala vrijednosti su opet ponovo padale te je 30.lipnja 2011. vrijednost indeksa iznosila 2.230,85 bodova.
Od 62 trgovinska dana u kvartalu, 31 dan vrijednost indeksa je rasla i 31 dan padala. Prosječni dnevni prinos iznosio je -0,04%. Ako gledamo samo dane u kojima je vrijednost rasla, prosječni dnevni prinos iznosi 0,38%, a ako gledamo samo dane u kojima je cijena padala, prosječni dnevni prinos iznosi -0,47%.
Drugi dionički indeks, CROBEX 10, u drugom je kvartalu ostvario prinos od -5,03% te je njegova vrijednost 30. lipnja iznosila 1.207,71 bodova.

CROBIS, obveznički indeks Zagrebačke burze je u istom razdoblju ostvario rast od 1,25%. U travnju i svibnju rast je bio kontantan te su ostvareni prinosi od 0,64% odnosno 0,62% dok je u lipnju uslijed manjih oscilacija ostvareno minimalno smanjenje vrijenosti indeksa od 0,01%. Vrijednost CROBIS-a 30. lipnja 2011. iznosila je 98,10 bodova.

Grafikon 1.1.1. Kretanje CROBEX-a po kvartalima



Izvor: HANFA, ZSE

1.2. Prikaz zahtjeva smjernica za identificiranje, mjerenje i praćenje rizika kojima je izloženo društvo za osiguranje odnosno društvo za reosiguranje te zahtjeva sustava upravljanja drugog stupa Solvency II (Governance)

Dok većina poslovnih subjekata nastoji obavljati poslovanje izbjegavajući i kontrolirajući većinu unutarnjih i vanjskih rizika kojima su izloženi, priroda osiguratelјnog posla je prihvat rizika u osiguranje, odnosno pružanje financijske zaštite osiguranicima u slučaju gubitaka ili šteta koje mogu nastati u budućnosti. Zbog toga društva za osiguranje i društva za reosiguranje u svom poslovanju moraju uzeti u obzir široki raspon mogućih razvoja događaja koji mogu utjecati na njihovu sadašnju i buduću financijsku poziciju.

Kako bi se sagledao cjelokupni rizični profil društva potrebno je promatrati sve rizike kojima je u svojem poslovanju izloženo društvo za osiguranje i društvo za reosiguranje. Procedure upravljanja rizicima i cjelokupna kvaliteta sustava upravljanja su značajni faktori koji zajedno sa adekvatnim financijskim izvorima imaju važnu ulogu u zaštiti društava za osiguranje odnosno društava za reosiguranje od nesolventnosti.

Upravo u svrhu nadzora nad procesom upravljanja rizicima društava za osiguranje odnosno društava za reosiguranje te pripreme za provođenje zahtjeva drugog stupa Solvency II, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Agencija) u prosincu 2009. godine donijela je **Smjernice za identificiranje, mjerenje i praćenje rizika kojima je izloženo društvo za osiguranje odnosno društvo za reosiguranje[1].** Navedenim Smjernicama određeni su minimalni zahtjevi za upravljanje rizicima pri tome uzimajući u obzir raznovrsnost tržišta osiguranja kao i specifičnost pojedinog društva te se kao takve primjenjuju na društva za osiguranje, društva za reosiguranje i grupe osiguravatelja te na odgovarajući način i na podružnice društva iz trećih zemalja koje su od Agencije dobile dozvolu za rad.

Uprava društva za osiguranje odnosno društva za reosiguranje dužna je razviti organizacijsku kulturu o rizicima kojima treba upravljati u svakodnevnom poslovanju, ne samo kao slovo na papiru, već kao efikasni sustav koji će između ostalog doprinijeti zaštiti osiguranika društva, ali i isto tako i vlasnika društva te u konačnici pridonijeti stabilnosti cjelokupnog tržišta osiguranja u Republici Hrvatskoj. Također, Smjernicama se ističe odgovornost uprave društva za osiguranje odnosno društava za reosiguranje za donošenje odluka o identifikaciji, mjerenju i praćenju značajnih rizika te isto nije moguće delegirati na drugu osobu, odnosno tijelo.

Adekvatan sustav upravljanja rizicima u društvu za osiguranje odnosno društvu za reosiguranje (dalje u tekstu: društvo), sukladno Smjernicama, mora uključivati: strategiju upravljanja rizicima, organizacijski okvir, sustav ovladavanja i kontrole rizika, unutarnju reviziju i unutarnje kontrole. Slijedom navedenog, uprava društva je odgovorna za donošenje **„Strategije upravljanja rizicima"** (dalje u tekstu: Strategija) u kojoj trebaju jasno biti određene i dokumentirane politike preuzimanja rizika te ciljevi i osnovna načela preuzimanja i upravljanja rizicima, pri čemu bitan sadržaj Strategije treba biti utvrđivanje spremnosti društva da preuzme rizike odnosno utvrđivanje tzv. **tolerancije rizika.** Pored navedenog, Strategija treba sadržavati opis rizika koji proizlaze iz poslovne strategije društva na način da se u odnosu na strateški postavljene ciljeve društva navedu: rizici poslovnih očekivanja glede njihovog utjecaja na financijski položaj, poslovni rezultat i novčane tokove, kao i odgovarajuće smjernice za upravljanje tim rizicima na operativnoj razini društva za obavljanje svakodnevnih poslova. Uprava društva Strategiju podnosi nadzornom odboru na usvajanje.

Agencija u skladu sa svojim ovlastima procjenjuje primjerenost sustava upravljanja rizicima pojedinog društva sukladno načelu razmjernosti, a prilikom toga adekvatan proces upravljanja rizicima mora obuhvaćati: *jasne i efikasne metode za upravljanje rizicima; prikladno dokumentiranje informacija o rizicima, njihovoj vrsti, vjerojatnosti nastanka i procjeni učinka; formiranje registra rizika; uvođenje sustava transparentnog izvješćivanja; imenovanje odgovornih osoba za praćenje rizika i sl.* Upravo kompletne i točne informacije, kao i njihovo dokumentiranje bitno je za funkcioniranje sustava upravljanja rizicima te moraju u svakom trenutku biti dostupne donositeljima odluka odnosno upravi društva. Ukoliko minimalni zahtjevi iz Smjernica nisu ispunjeni, Agencija može temeljem članka 159. Zakona o osiguranju prema društvima i odgovornim osobama poduzeti odgovarajuće mjere u svrhu usklađenja poslovanja sa Zakonom o osiguranju i temeljem njega donesenim propisima.

RIZICI

Budući da je poslovanje društva za osiguranje kompleksno i zbog svoje specifičnosti obuhvaća cjelokupnu paletu rizika, rizikom u smislu Smjernica smatra se nemogućnost postizanja cilja, odnosno opasnost da događaj, postupci i neiskorišteni potencijali imaju negativan utjecaj na postizanje ciljeva društva. Svi rizici koji su identificirani od strane uprave društva, a koji mogu imati negativni utjecaj na financijsku poziciju društva ili novčane tokove, smatraju se značajnim rizicima. Kako bi se odredilo da li je rizik značajan ili ne, uprava mora sagledati **cjelokupni rizični profil društva.** Definiranje značajnih rizika je rezultat procesa **identificiranja rizika, procesa analize rizika, te vrednovanja rizika.** Društva trebaju implementirati

[1] Narodne novine 155/09

efikasan sustav kontrola i mjera nadzora kako bi omogućila da ne dođe do materijalnih pogrešaka koje bi uzrokovale prihvaćanje nerazumno velikih rizika za društvo. Smjernicama su također propisane i vrste rizika koje društvo treba uzeti u obzir, a to su: rizik osiguranja; tržišni rizik; kreditni rizik (uključujući i rizik države); operativni rizik; rizik likvidnosti; koncentracijski rizik; strateški rizik ili rizik poslovnog okruženja; rizik ugleda. Društvo je dužno u svojim izvještajima o upravljanju rizicima obuhvatiti i ocijeniti sve navedene vrste rizika, odnosno vrste rizika koje proizlaze iz poslovnih procesa društva.

Sukladno Smjernicama, poslovni procesi u društvu koji sadržavaju značajne rizike između ostalog su: poslovi osiguranja, oblikovanje pričuva, upravljanje ulaganjima te reosiguranje odnosno retrocesija. Osim navedenih poslovnih procesa, potrebno je uzeti u obzir sve procese koji utječu na samo poslovanje društva. Posebno treba istaknuti kvalificiranost stručnog osoblja i odgovarajući informatički sustav kao područja potencijalnog operativnog rizika. U okviru organizacijskog ustroja upravljanja rizicima, u Smjernicama je navedena potreba jasne podjele poslovnih funkcija sve do upravljačke razine. Prije svega osobama koje su zadužene za utvrđivanje rizičnih pozicija ne smiju biti povjereni nadzor i kontrola istih radi izbjegavanja sukoba interesa.

SUSTAV OVLADAVANJA I KONTROLE RIZIKA

Da bi proces upravljanja rizicima u društvu bio potpun i učinkovit društvo je dužno uspostaviti i implementirati odgovarajući sustav ovladavanja i kontrole rizika. U tu svrhu uprava društva dužna je između ostalog, definirati toleranciju na rizike u okviru koncepta o sposobnosti nosivosti rizika (eng. Risk-Bearing Capacity Concept), što bi u užem smislu predstavljalo sposobnost društva za apsorbiranje gubitaka nastalih od identificiranih rizika ne dovodeći u pitanje opstanak društva. Sam proces kontrole rizika obuhvaća **identifikaciju rizika (metode identifikacije), analizu i procjenu rizika (metode procjene), ovladavanje rizicima kao i odabir instrumenata za upravljanje rizicima (kontrola rizika i financiranje rizika) te praćenje rizika.** Treba napomenuti kako je društvo dužno izraditi Katalog ili Registar rizika u kojem će između ostalog biti sistematizirani i opisani rezultati identifikacije rizika. Također, potrebno je osigurati redovito praćenje rizika u skladu sa ukupnim rizičnim profilom društva te s obzirom na učestalost i vrste promjena u poslovnom okruženju. Nadalje, izuzetno je bitno osigurati komunikaciju unutar društva odnosno organizacijsku kulturu o rizicima kao i efikasan sustav izvještavanja o upravljanju rizicima. Društvo je dužno uspostaviti sustav izvješćivanja o rizicima na način da u odgovarajućim vremenskim razdobljima uprava društva bude izvještena o ukupnom rizičnom profilu društva i stupnju ostvarenja ciljeva upravljanja rizicima postavljenih u Strategiji (usporedba planirano/ostvareno) te razini do koje su iskorištena postavljena ograničenja za preuzimanje rizika. Navedeno izvješće izrađuje se najmanje jednom godišnje te uprava društva u svakom trenutku treba znati obrazložiti Izvješće o upravljanju rizicima.

UNUTARNJA REVIZIJA I UNUTARNJE KONTROLE

Smjernicama su određeni uvjeti za unutarnju reviziju u odnosu na funkciju unutarnje revizije sukladno člancima 145. do 150. Zakona o osiguranju (Narodne novine br. 151/05, 87/08 i 82/09). Unutarnja revizija je dužna samostalno, neovisno i objektivno ocjenjivati poslovne jedinice, poslovne procese, procedure i sustav u odnosu na upravljanje rizicima, s ciljem otkrivanja rizika, opasnosti i nedostataka, te je o istome dužna izvještavati upravu društva. Unutarnja revizija sukladno Zakonu o osiguranju izrađuje sveobuhvatno izvješće o svim revizijama obavljenim tijekom poslovne godine koje pruža informacije o utvrđenim materijalnim nepravilnostima, klasifikaciju nepravilnosti, poduzetim mjerama te stanju nakon poduzetih mjera za otklanjanje nepravilnosti, isto podnosi upravi društva.
U svrhu efikasnog funkcioniranja svih dijelova sustava upravljanja rizicima u društvu, potrebno je **uspostaviti odgovarajuće kontrole nad upravljanjem rizicima koje je potrebno verificirati jednom godišnje.** Sukladno Smjernicama, potrebno je da funkcija kontrole rizika bude neovisna, te ne mora nužno biti uspostavljena na razini uprave društva. Također, Smjernicama je definirano upravljanje rizicima povezanim s ugovaranjem izdvojenih poslova, upravljanje kontinuitetom poslovanja društva odnosno donošenje plana kontinuiteta poslovanja i plan za slučaj nepredviđenih okolnosti.
Treba napomenuti kako u ovom osvrtu na Smjernice, nije obuhvaćen njihov cjelokupni sadržaj, već pojedini dijelovi kako bi se približila njihova svrha i važnost za kvalitetno upravljanje rizicima u društvu. Također, treba istaknuti kako minimalni zahtjevi iz Smjernica predstavljaju osnovu za organizaciju sustava upravljanja rizicima te ne sprječavaju društva da uspostave više standarde upravljanja rizicima.

SOLVENCY II

Navedene Smjernice za upravljanje rizicima naglašavaju važnost kvalitetnog upravljanja rizicima kao jednog od osnovnih faktora uspješno vođenog poslovanja društava za osiguranje odnosno reosiguranje. Potreba da se pruži zaštita zbog novih kretanja na financijskim tržištima i složenosti rizika zahtjeva prilagodbu

industrije osiguranja te u skladu s navedenim ide i zakonodavni i regulatorni okvir koji je izrađen i razvija se unutar Europske unije sukladno Lamfalussy procesu: **Solvency II,** te postavlja nova, čvršća pravila i zahtjeve za kapitalnom adekvatnošću, proces upravljanja rizicima društava za osiguranje odnosno reosiguranje te način izvještavanja i objave, a sve s ciljem smanjenja mogućnosti gubitka osiguranika odnosno korisnika osiguranja i poremećaja na tržištu osiguranja. Naime, intencija sustava Solvency II je u usvajanju pristupa utemeljenog na ekonomskom riziku koji potiče društva za osiguranje i društva za reosiguranje da primjereno mjere te rizike i upravljaju njima. U smislu Solvency II glavni cilj propisa o osiguranju i reosiguranju te njihovog nadzora je odgovarajuća zaštita osiguranika i korisnika osiguranja. Također, financijska stabilnost te pravedna i stabilna tržišta predstavljaju ciljeve propisa o osiguranju i reosiguranju te njihovog nadzora koje je također potrebno uzeti u obzir. Zaštita osiguranika i korisnika osiguranja pretpostavlja da društva podliježu djelotvornom potrebnom solventnom kapitalu čija je posljedica učinkovita alokacija kapitala u Europskoj uniji[2].

Proces uvođenja Solvency II sustava provodi se putem četiri razine tzv. Lamfalussyjevog procesa[3]. U sklopu prve razine, Europska komisija donijela je Direktivu Solvency II 2009/138 od dana 15.11.2009. godine, usvojenu od strane Europskog parlamenta i Vijeća ministara, a čiji je cilj uvođenje novog regulatornog okvira tržišta osiguranja na nivou Europske unije. Kao druga razina očekuje se usvajanje provedbenih mjera za Solvency II, a treća razina se odnosi na smjernice za nadzor društava za osiguranje odnosno društava za reosiguranje i usklađivanje nadzora. Četvrta razina uvođenja Solvency II uključuje nadzor usklađivanja nacionalnog zakonodavstva i vrednovanje implementacije Solvency II. Predviđeni rok za početak primjene sustava Solvency II je 01.01.2013. godine.

Od 01.01.2011. godine započelo je sa radom novo nadzorno tijelo: Europski regulator za osiguranje i mirovinsko osiguranje (EIOPA) koje je osnovano u sklopu reforme strukture financijskog sektora Europske unije te je naslijedilo CEIOPS (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors). EIOPA je objavila srednjoročni plan za provedbu Solvency II za razdoblje 2011. – 2014. godine u svrhu efikasne pripreme za primjenu zahtjeva Solvency II. Također, EIOPA je u ožujku 2011. godine objavila rezultate pete kvantitativne analize Solvency II (QIS5).

Solvency II sustav temelji se na tri stupa (three Pillars approach). **Stup 1 (Pillar 1) Solvency II se odnosi na osiguranje adekvatnih financijskih resursa društava za osiguranje odnosno društava za reosiguranje te kao takav obuhvaća kvantitativne zahtjeve** koji uključuju određivanje vlastitih sredstava, izračun tehničkih pričuva, vrednovanje imovine i obveza, izračun solventnog kapitala SCR (Solvency Capital Requirements) i minimalnog potrebnog kapitala MCR (Minimal Capital Requirements). **Drugi stup (Pillar 2) Solvency II se odnosi na primjenu odgovarajućeg sustava upravljanja društva za osiguranje odnosno društva za reosiguranje** na način da obuhvaća kvalitativne zahtjeve za uspostavu efikasnog sustava upravljanja, ključne funkcije sustava upravljanja (funkcija upravljanja rizicima, aktuarska funkcija, funkcija unutarnje revizije, te funkcija usklađenosti i unutarnje kontrole), provedbu vlastite procjene rizika i solventnosti (ORSA – Own Risk and Solvency Assesment) te proces nadzora nad društvima za osiguranje odnosno reosiguranje. **Treći stup Solvency II odnosi se na nova pravila izvještavanja nadzornog tijela, javne objave te tržišne discipline[4].**

Sukladno navedenom, Solvency II podrazumijeva kvantitativne i kvalitativne zahtjeve za određivanje i upravljanje rizicima kojima je društvo za osiguranje odnosno društvo za reosiguranje izloženo te ukupna izloženost rizicima i način upravljanja istima određivati će potrebnu razinu kapitala odnosno kapitalne zahtjeve pojedinog društva za osiguranje odnosno reosiguranje. Nadalje, proces nadzora nad društvima za osiguranje odnosno reosiguranje sukladno zahtjevima Solvency II temelji se na pristupu koji je okrenut budućnosti i zasnovan na rizicima.

SUSTAV UPRAVLJANJA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE ODNOSNO REOSIGURANJE SUKLADNO ZAHTJEVIMA DRUGOG STUPA SOLVENCY II (GOVERNANCE)

Zahtjevi Solvency II dovesti će do promjena u sustavu upravljanja društava za osiguranje odnosno reosiguranje te u svrhu usklađenja s novim kapitalnim zahtjevima, potrebno je da društva ustroje efikasan sustav upravljanja sukladno zahtjevima drugog stupa Solvency II koji osigurava stabilno i razborito upravljanje poslovima te uključuje preglednu organizacijsku strukturu s jasnom dodjelom i odgovarajućom diobom odgovornosti te djelotvoran informacijski sustav.

Od društava se očekuje uspostava efikasne suradnje, sustava internog izvještavanja i komunikacije na svim razinama organizacije društva. Organizacijska struktura treba biti postavljena na način da su odgovornosti i raspodjela poslova jasno definirane i prikladno dokumentirane te da spriječe sukobe interesa u pojedinim područjima poslovanja. Potrebno je osigurati da osobe koje vode društvo ili obavljaju druge ključne funkcije u društvu imaju odgovarajuće stručne kvalifikacije, znanje i iskustvo da bi mogle stabilno i razborito upravljati društvom. Također, uspostava informatičkog sustava koji će osigurati točne, realne, pravovremene i upotrebljive podatke u svim područjima poslovanja društva u svrhu efikasnog poslovanja i upravljanja rizicima u društvu te adekvatno i uredno dokumentiranje poslovnih procesa bitni su preduvjeti za uspostavu efikasnog ustava upravljanja društva za osiguranje odnosno društava za reosiguranje. Efikasni sustav upravljanja

2 Direktiva 2009/138/EZ Europskog parlamenta i vijeća od 25. studenog 2009.
3 CEA, Solvency II Understanding the Process, February 2007.
4 www.ripe.hanfa.hr/hr/edukacija/solvency-ii/

mora biti razmjeran prirodi, opsegu i složenosti poslova pojedinog društva.
U svrhu uspostavljanja jasnog i efikasnog sustava upravljanja, društva su dužna donijeti interne procedure koje između ostalog uključuju upravljanje rizicima, sustav unutarnjih kontrola, internu reviziju te po potrebi, eksternalizaciju pojedinih poslova. Pisana pravila moraju se pregledavati najmanje jedanput godišnje te je potrebno donijeti plan i proceduru u svrhu ostvarenja kontinuiteta poslovanja društva.
Uprava društva je odgovorna za uspostavu sustava upravljanja i raspodjelu poslova i odgovornosti po pojedinim područjima (funkcijama) za funkcioniranje sustava, efikasnu suradnju između funkcija i pravodobnu razmjenu informacija. Princip „četiri oka" zahtjeva da najmanje dvije osobe vode poslovanje društva.
Ključni elementi sustava upravljanja društva za osiguranje su **upravljanje rizicima odnosno sustav upravljanja rizicima, interne politike i procedure, ključne funkcije sustava upravljanja te provođenje vlastite procjene rizika i solventnosti.**
Sustav upravljanja rizicima uključuje:

- **strategiju upravljanja rizicima** koja uključuje ciljeve i ključne principe upravljanja rizicima, rizični profil društva te raspodjelu odgovornosti i zadataka za upravljanje rizicima u društvu
- **pisane politike (interne akte)** kojima će biti dokumentirane i određene vrste rizika kojima je društvo izloženo kao i granice (limiti) rizika po pojedinim vrstama. Također navedenim internim aktima potrebno je prikazati primjenu navedenog odnosno praćenje rizika na dnevnoj bazi.
- **upravljanje poslovnim procesima** sukladno internim aktima na način da se omogući identifikacija pojedinih rizika, vrednovanje identificiranih rizika te upravljanje rizicima. Također, potrebno je osigurati adekvatan proces nadzora rizika te izvještavanja kako o tekućim rizicima, tako i o rizicima kojima bi društvo moglo biti izloženo u budućnosti, da bi uprava društva mogla pravovremeno donijeti odgovarajuće mjere za ograničavanje i upravljanje pojedinim rizicima.
- **sustav internog izvještavanja** na način da interne procedure i informatički sustav omoguće adekvatno prikupljanje informacija o rizicima, njihovo ažuriranje i dostupnost osobama određenim strategijom upravljanja rizicima u društvu.

Upravljanje rizicima je kontinuirani proces koji treba biti prikladno integriran u organizacijskoj strukturi i procesu odlučivanja društva te treba omogućiti razumijevanje prirode i značajnosti rizika kojima je društvo izloženo uključujući osjetljivost na rizike i sposobnost upravljanja istima. Sustav upravljanja rizicima odnosno gore navedeni elementi sustava obuhvaćaju slijedeća područja poslovanja odnosno poslovne procese društva: *preuzimanje rizika i formiranje pričuva; upravljanje imovinom i obvezama; ulaganja, posebno izvedenice i slično; likvidnost i upravljanje rizicima koncentracije; upravljanje operativnim rizikom te reosiguranje i druge tehnike smanjenja rizika.*

KLJUČNE FUNKCIJE SUSTAVA UPRAVLJANJA

Funkcija unutarnje kontrole i usklađenosti

Kako bi propisani sustav upravljanja cjelokupnim društvom funkcionirao potrebno je ustrojiti djelotvoran sustav unutarnjih kontrola koji uključuje procedure za provođenje upravnih aktivnosti i računovodstvene procedure što čini okvir unutarnjih kontrola, zatim funkciju usklađenosti i prikladni sistem izvještavanja na svim razinama o provedbi navedenog.
Zadaća funkcije unutarnjih kontrola u društvu je osigurati provedbu slijedećih zadataka:

- *usklađenost društva sa pripadajućom zakonskom i podzakonskom regulativom i administrativnim propisima*
- *efikasnost poslovnih procesa društva u skladu sa zadanim ciljevima sustava upravljanja*
- *prikladnost i realnost financijskih i nefinancijskih informacija i podataka koji se upotrebljavaju u poslovnim procesima*

Funkcija praćenja usklađenosti uključuje savjetovanje uprave društva o usklađenosti sa zakonima i drugim propisima donesenim u skladu s Direktivom te uključuje i procjenu mogućeg učinka promjena u okruženju na poslovanje društva te utvrđivanje i procjenu rizika usklađenosti. Nije potrebno napominjati kako funkcija usklađenosti mora biti propisana adekvatnom politikom koja uključuje plan za provođenje usklađenosti sukladno navedenim zadacima.

Funkcija upravljanja rizicima

Funkcija upravljanja rizicima treba biti organizirana na način koji omogućava provedbu navedenog sustava upravljanja rizicima. Prema tome, zadaci funkcije upravljanja rizicima su: *pomoć upravi društva te ostalim ključnim funkcijama i rukovoditeljima s ciljem efikasnog funkcioniranja sustava upravljanja rizicima, osobito u provedbi stručnih analiza i kvalitetnih procjena; praćenje sustava upravljanja rizicima; izrada sveobuhvatnog rizičnog profila društva; izrada izvještaja o izloženosti društva rizicima te savjetovanje uprave i ostalih rukovoditelja o pitanjima vezanim za upravljanje rizicima; kao i identificiranje i procjena rizika u nastajanju.*

Funkcija unutarnje revizije

Društvo odnosno uprava društva dužni su osigurati djelotvornu funkciju unutarnje revizije. Primarna zadaća funkcije unutarnje revizije uključuje vrednovanje primjerenosti i djelotvornosti sustava unutarnjih kontrola i drugih elemenata sustava upravljanja te mora ispunjavati slijedeće uvjete: *mora biti neovisna i objektivna; mora biti u mogućnosti pokrenuti vlastitu inicijativu u svim područjima poslovanja društva te o svim nalazima i preporukama mora obavijestiti upravu društva ili nadzorni odbor koji određuju mjere koje treba poduzeti i osigurava provedbu tih mjera; organizirati rad kroz plan interne revizije utemeljen na upravljanju rizicima i osigurati određivanje prioriteta.*

Aktuarska funkcija

Društvo treba osigurati djelotvornu aktuarsku funkciju čije su zadaće: *koordinacija izračuna tehničkih pričuva; osigurati da su metodologije i pretpostavke upotrjebljene prilikom izračuna tehničkih pričuva prikladne vrsti osiguranja i upotrjebljenim podacima; procjenjivati da li IT sustav osigurava adekvatnu podršku aktuarskim i statističkim postupcima koji se upotrebljavaju prilikom izračuna tehničkih pričuva; procijeniti da li su premije dovoljne za pokriće budućih izdataka za štete i troškove; davati mišljenje o politici preuzimanja rizika u osiguranje kao i primjerenost aranžmana reosiguranja.*
Također, aktuarska funkcija mora pridonositi efikasnosti sustava upravljanja rizicima društva, a posebice s obzirom na modeliranje rizika na kojemu se temelji izračun kapitalnih zahtjeva te je dužna obavještavati upravu o pouzdanosti i primjerenosti izračuna tehničkih pričuva. Za efikasno obavljanje navedenih zadaća potrebno je osigurati pristup svim potrebnim podacima i resursima.

Prikladnost i primjerenost osoba koje vode društvo ili imaju druge ključne funkcije

Sve osobe koje sudjeluju u vođenju Društva odnosno koje obavljaju ključne funkcije u društvu trebaju imati: *stručne kvalifikacije, znanje i iskustvo koje će omogućiti stabilno i razborito upravljanje, dobar ugled u društvenoj i poslovnoj zajednici i integritet.* Društva su dužna obavijestiti nadzorno tijelo o svim promjenama vezanim za osobe koje vode društvo ili su odgovorne za pojedine ključne funkcije.
Ključne funkcije trebaju biti prikladno postavljene u organizacijskoj strukturi društva te osigurati da osobe koje obnašaju ključne funkcije imaju direktnu komunikaciju s upravom društva. Također, potrebno je osigurati komunikaciju i suradnju između ključnih funkcija putem adekvatnih procedura i izvještaja u svrhu efikasnog funkcioniranja sustava upravljanja.

Vlastita procjena rizika i solventnosti - ORSA

Kao dio sustava upravljanja rizicima društvo je dužno provesti vlastitu procjenu rizika i solventnosti koja minimalno mora obuhvaćati slijedeće elemente:

- *ukupne zahtjeve solventnosti uzimajući u obzir rizični profil društva, granice tolerancije pojedinih vrsta rizika i poslovnu strategiju društva*
- *kontinuiranu usklađenost društva s kapitalnim zahtjevima propisanima u poglavlju VI. odjeljcima 4. i 5. Direktive Solvency II, te sa pravilima kojima su propisane tehničke pričuve društava (poglavlje VI. odjeljak 2. Direktive Solvency II)*
- *značajnost odstupanja rizičnog profila društva od pretpostavki potrebnog solventnog kapitala izračunatog ili prema standardnoj formuli ili prema djelomičnom odnosno potpunom internom modelu*

Za provođenje navedenog potrebno je da svako društvo ima uspostavljene postupke koji omogućuju utvrđivanje i procjenu rizika s kojima se društvo suočava u kratkom ili dugom roku, odnosno procjenu rizika kojima je društvo izloženo te potencijalne rizike u budućnosti. Vlastita procjena rizika i solventnosti je dio poslovne strategije društva i mora se uzimati u obzir prilikom donošenja strateških odluka. O rezultatima svake procjene rizika i solventnosti društvo je dužno obavijestiti nadzorno tijelo.

Uzimajući u obzir prikazane Smjernice za upravljanje rizicima te zahtjeve drugog stupa Solvency II, može se zaključiti kako su određeni zahtjevi drugog stupa vezani za sustav upravljanja društva (Governance) obuhvaćeni predmetnim Smjernicama. To se posebice odnosi na kvalitativne zahtjeve upravljanja rizicima, odnosno donošenje Strategije za upravljanje rizicima, organizacija sustava upravljanja rizicima, zatim na provođenje mjera identifikacije i kontrole rizika kao i nadzora sustava upravljanja rizicima te kao takve potiču na razvijanje svijesti kod društava odnosno uprava društava o važnosti upravljanja rizicima odnosno **cjelokupnom rizičnom profilu društva.** Zahtjevi drugog stupa Solvency II vezani za sustav upravljanja (Governance) odnose se na cjelokupni sustav upravljanja društva i prikladnu organizaciju istog te sustav upravljanja rizicima kao dio sustava upravljanja također treba biti prikladno integriran te formalno propisan adekvatnim politikama i procedurama. Nadalje, iako je većina ključnih funkcija sustava upravljanja na određeni način i do sad postojala, drugi stup Solvency II detaljno ih razrađuje te stavlja u kontekst efikasnog funkcioniranja cjelokupnog sustava upravljanja. Također, naglašavaju se zahtjevi prikladnosti i primjerenosti osoba koje vode društvo ili obavljaju ključne funkcije u društvu, adekvatno upravljanje procesima i podacima (data management) te formalizacija sustava upravljanja društva kao i način provjere

efikasnosti sustava upravljanja. **Drugi stup Solvency II donosi i provođenje vlastite procjene rizika i solventnosti (ORSA),** procesa koji zahtjeva potpuno razumijevanje rizika od strane uprave društva te koji bi trebao dati cjeloviti prikaz rizika zajedno sa sustavom upravljanja i kontrolnim mehanizmom društva. Provedba ORSA-e predstavlja izazov za društva te će omogućiti nadzornom tijelu da ocijeni uspješnost uprave društva u razumijevanju rizika kojima je društvo izloženo.
Prikazani zahtjevi drugog stupa Solvency II predstavljaju tek dio zahtjeva Direktive Solvency II (2009/138/EZ Europskog parlamenta i vijeća od 25. studenog 2009.) te smjernica CEIOPS Advice for Level 2 Impelementing Measures on Solvency II: Sytem of Governance (Consultation paper 33). Također, očekuje se donošenje i objavljivanje Provedbenih mjera Solvency II u kojima će se navedeni zahtjevi formalizirati te će se nakon toga moći detaljnije i formalnije razmotriti zahtjevi drugog stupa Solvency II.

U cilju priprema društava za osiguranje odnosno društava za reosiguranje za Solvency II, upravljanje rizicima mora biti sastavni dio poslovne kulture. U tu svrhu potrebno je usmjeriti pažnju na identifikaciju razlika između postojećeg stanja i zahtjeva Solvency II u upravljanju rizicima, podacima, modelima, planiranju te poslovnim procesima. Posebice, uzimajući u obzir složenost procesa, jedan od važnih elementa je provođenje vlastite procjene rizika i solventnosti (ORSA) u cilju ispunjenja zahtjeva upravljanja rizicima iz drugog stupa Solvency II.

Autori teksta: dipl. oec. Luka Balen i dipl. oec. Domagoj Barić, HANFA

LITERATURA:

Zakon o osiguranju (NN 151/05, 87/08, 82/09);

Marijana Ćurak i Drago Jakovčević: Osiguranje i rizici, 2007.;

A Risk Management Standard Published by AIRMIC, ALARM, IRM: 2002.;

Smjernice za identificiranje, mjerenje i praćenje rizika kojima je izloženo društvo za osiguranje odnosno društvo za reosiguranje (Narodne novine 155/09);

Directives 2009/138/EC of the European Parliament and the Council of 25. November 2009. on the taking up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency ii) – Official Journal of European Union L 335 (17.12.2009.);

CEA, Solvency II Understanding the Process, February 2007.;

CEIOPS Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: System of Governance (Consultation paper 33), October 2009.;

www.ripe.hanfa.hr/hr/edukacija/solvency-ii/ - zadnji pristup 20.07.2011.;

eiopa.europa.eu/organisation/working-groups/solvency-ii/ - zadnji pristup 20.07.2011.;

www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/ - zadnji pristup 20.07.2011.

Agencija u ovom broja biltena nastavlja s objavom najboljih dostavljenih radova na natječaju stručnih radova s temom iz djelokruga rada Agencije apsolvenata i studenata završne godine studija iz područja ekonomskih znanosti, prava i matematike na području Republike Hrvatske.

Napomena: S obzirom da je objavljeni rad autorski Agencija ne odgovara za točnost podataka u stručnom radu u nastavku.

1.3. Špekulacije i špekulativni mjehuri osvrt na tezu o postojanju špekulativnih mjehura na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj

Sažetak

U ovom radu se analizira špekulativno trgovanje na tržištima kapitala s posebnim osvrtom na razdvajanje špekulacije od manipulacije. Analizirana je pojava koja se u ekonomskoj literaturi naziva špekulativni mjehur, te je na osnovu izvršene analize ispitano moguće postojanje takve pojave na hrvatskom tržištu kapitala. Ispitivanje postojanja špekulativnih mjehura na tržištu kapitala u Hrvatskoj provedeno je analizom utjecaja kretanja kamatne stope, tečaja EUR/HRK te indeksa DAX na kretanje indeksa CROBEX u periodu između 01.siječnja 2007. i 31. prosinca 2009. godine. Analiza utjecaja između navedenih varijabli provedena je modelom višestruke linearne regresije na temelju dnevnih kretanja ovih varijabli usklađenih s datumima aukcija trezorskih zapisa Ministarstva financija Republike Hrvatske. Također u ovom radu je analizirano kretanje hrvatskog tržišta kapitala u odnosu na tržišta kapitala u svijetu i regiji koje je provedeno korelacijskom analizom indeksa CROBEX, indeksa frankfurtske burze DAX, njujorške burze Dow Jones, londonske burze FTSE 100, budimpeštanske burze BUX, te indeks STOXX Balkan TMI[5]. U analizi su korišteni dnevni podaci kretanja navedenih indeksa u periodu između 01.01.2005. i 30.12.2010. Rezultati dobiveni ovim istraživanjem ukazuju na to da su u promatranom razdoblju na hrvatskom tržištu kapitala postojale okolnosti koje ne idu u prilog dokazivanju teze o postojanju špekulativnog mjehura.

Ključne riječi: špekulacija, špekulativni baloni, manipulacija, tržišta kapitala, cijene dionica

UVOD

Špekulacije i špekulativno trgovanje česti su pojmovi koje srećemo kada je u pitanju trgovanje dionicama na burzama, pri čemu se često špekulacije neopravdano poistovjećuju s manipulacijama. Iako je percepcija o špekulacijama uglavnom negativna postoje i pozitivni učinci koji proizlaze iz takvog trgovanja a najveći je povećavanje likvidnosti tržišta. Određeni događaji iz povijesti kao što su: ludilo lukovača tulipana, slom burze 1929, te slom tržišta dionica internetskih kompanija, potaknuli su mnoga istraživanja vezana uz špekulativno trgovanje i špekulativne mjehure. Postoje mnogi radovi (Scharfstein i Stein 1990, Black 1986, Ackert et al. 2009, Kindleberger 1987, Abreu i Brunnermeier 2003, itd.) u kojima se analizira ponašanje ljudi poglavito u periodima u koji su okarakterizirani kao špekulativni mjehuri i načelno takve pojave više su dokazivane teoretski nego empirijski. Mnogi radovi koji su raznim modelima pokušavali dokazati ponajprije špekulativne mjehure, nisu dali zadovoljavajuće rezultate, odnosno nije pronađena pouzdana metoda prema kojoj bi se sa zadovoljavajućom sigurnošću moglo utvrditi postojanje takvih pojava u većini slučajeva.

Veliki problem pri tome predstavljaju osnovne karakteristike takvih pojava, a to je postojanje perioda značajnog rasta nakon kojeg slijedi razdoblje pada, a da pri tome značajan utjecaj nemaju temeljni čimbenici. Osim u malom broju ekstremnih slučajeva, dokazivost ovakve pojave vrlo je niska, a posebice u dugom roku kada ovakva pojava u gotovo da i ne postoji. U skladu s time kao glavni cilj ovog rada nastoji se ispitati tvrdnju o postojanju špekulativnih mjehura na hrvatskom tržištu kapitala. Svrha ovog rada je ukazivanje na problematiku koja se pojavljuje kod špekulativnog trgovanja i špekulativnih mjehura. Mogućnost postojanja špekulativnih mjehura na hrvatskom tržištu kapitala ispitana je pomoću višestruko linearnog regresijskog modela kojim se ispituje povezanost kretanja kamatne stope, tečaja i indeksa DAX na kretanje indeksa CROBEX u periodu između 01.siječnja 2007 i 31. prosinca 2009. godine., dok je korelacijskom analizom ispitivana povezanost kretanja u periodu između 01.01.2005 i 30.12.2010 na tržištima kapitala u Hrvatskoj, SAD –u, Velikoj Britaniji, Mađarskoj te na tržištu koje pokriva indeks STOXX Balkan. Rezultati dobiveni ovim istraživanjem ukazuju na okolnosti u promatranom razdoblju koje dovode u pitanje tvrdnju o postojanju špekulativnih mjehura na tržištu kapitala u Hrvatskoj.

Koncepcijski rad je podijeljen na slijedeće cjeline: pregled literature u kojem se istražuje relevantna literatura vezana za tu problematiku, zatim hrvatsko tržište kapitala u kojem se opisuje tržište kapitala u Republici Hrvatskoj. Nakon uvodnih razmatranja slijede cjeline metode i podaci u kojoj se opisuje korištena metodologija i podaci. Nakon toga cjelina rezultati u kojima se opisuju dobiveni rezultati. Nakon cjeline rezultati slijedi diskusija, a posljednji dio ovog rada je zaključak.

PREGLED LITERATURE

Pojam špekulacija[6] često koristi kada su u pitanju tržišta kapitala kao sinonim za manipulacije tržištem. Međutim špekulacije i manipulacije, iako mogu ponekad biti povezane, špekulacija ne mora nužno biti i manipulacija na tržištu. Angel i McCabe (2010) smatraju da je važno prepoznati razliku između špekulacije i manipulacije, definirajući manipulaciju kao osmišljene akcije koje

5 STOXX Balkan TMI je skupni tržišni indeks kojeg izrađuje tvrtka STOXX Limited, a pokriva 95 % free float tržišne kapitalizacije tržišta Bugarske, Hrvatske, Makedonije, Rumunjske, Srbije, Slovenije, Turske i Grčke.

6 njem. Spekulation ‹ lat. speculatio: promatranje, istraživanje speculare: promatrati • specular: ogledati se

imaju za cilj micanje cijena od temeljnih ekonomskih vrijednosti s ciljem ostvarivanja profita. Nadalje, autori su manipulaciju okarakterizirali kao neetičko djelovanje i odvajaju špekulacije od njih jer smatraju da većina špekulacijskih transakcija ipak nisu manipulacije. HANFA daje definiciju vezano za to što se smatra pod manipulacijama, odnosno djelatnostima koje su kažnjive sukladno Zakonu o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08 i 74/09) i Zakon o kaznenim djelima protiv tržišta kapitala (NN 152/08).

Pod manipulacijom tržišta podrazumijeva se slijedeće: transakcije ili nalozi za trgovanje koji daju ili bi mogli dati neistinite ili obmanjujuće signale u pogledu ponude, potražnje ili cijene financijskih instrumenata, ili koji djelovanjem jedne ili više osoba koje usklađeno djeluju, drže cijenu jednog ili više financijskih instrumenata na umjetnoj razini. Također, manipulacija tržištem podrazumijeva i transakcije ili naloge za trgovanjem u kojima se upotrebljavaju fiktivni postupci ili svaki drugi oblik obmane ili prijevare, kao i širenje informacija putem medija, internetom ili bilo kojim drugim načinom koji daje ili bi mogao davati lažne ili obmanjujuće signale u pogledu financijskih instrumenata (HANFA 2008).

Manipulacije mogu imati značajne posljedice na vjerodostojnost tržišta i njegovu efikasnost, a posljedice takvih akcija mogu imati negativan utjecaj na gospodarstvo u cjelini. iz tih razloga je važno odvojiti špekulativno djelovanje od manipulacija na tržištu. Miješanje tih pojmova vjerojatno dolazi iz nepotpunog poznavanja toga što špekulacije zapravo jesu. Galbraith smatra da špekulacije nastaju onda kada individualni investitori počinju kupovati imovinu danas da bi je mogli prodati u nekom budućem vremenu za veću cijenu (Leathers i Raines 2008). Angel i McCabe (2010) smatraju da špekulacija obuhvaća prihvaćanje poslovnog rizika, za koji postoje prihvatljiva očekivanja vezana za ostvarivanje budućih profita. Branston (2004) smatra da špekulativni efekt promjena cijena može imati pozitivan utjecaj na investicije, barem toliko koliko ga ima i efekt fundamentalnih vrijednosti. U svim ovim radovima nameće se pitanje razlikovanja kupnje imovine (dionica) po određenoj cijeni zbog toga da se iz budućih zarada kompanije (dividende) ostvari zadovoljavajući povrat ili da se profit ostvari prodajom imovine (dionica) po većoj cijeni u budućnosti. Jedan od načina prepoznavanja ovih dviju skupina je i vremenski rok na koji su investitori orijentirani. Hirota i Sunder (2007) smatraju da investitori koji imaju kratkoročne horizonte se usmjeravaju na cijene, dok su dugoročni investitori usmjereni na zarade, odnosno na dividende.

Trgovanje koje se odnosi na cijene u praksi se često naziva trgovanje na buku (eng. Noise trading). Među najvažnijim autorima koji se bave ovakvim pojavama na tržištu je Black (1986). On smatra da investitori trguju na temelju rasta cijena isto kao da je riječ o informacijama i smatra da je takvo trgovanje važno za likvidnost tržišta. Berkman i Koch, (2008) također pronalaze pozitivan učinak trgovanja na buku na likvidnost, odnosno smatraju da veća razina trgovanja na buku je pozitivno vezana za tržišno kretanje i dubinu tržišta. Slično razmatranje dijele i Bloomfield et al. (2009) te smatraju da se trgovci na buku mogu ponašati kao: vješti tehnički trgovci, kao donositelji likvidnosti na tržište, te kao iracionalni trgovci.

Uz pozitivne efekte koje trgovanje na buku može imati postoje i negativnosti. Bernhardt i Taub (2008) ukazuju na mogućnost postojanja takvih igrača na tržištu čije će trgovanje biti signal ostalima za početak trgovanja na buku. Autori smatraju da su takvi trgovci obično jaki institucionalni investitori koji znaju da njihovo trgovanje može biti snažan signal ostalim trgovcima. Bernhardt et al. (2009) ukazuju da ponekad investitori zauzimaju različite pozicije naspram drugih trgovaca, odnosno da dosta puta kombiniraju trgovinske strategije zauzimajući pozicije ponekad kao trgovci na buku, a ponekad kao informirani trgovci ili prema jednoj imovini jedno, a prema drugoj drukčije.

Wang (2010) se u svom radu bavi proučavanjem odnosa između informiranih trgovaca i naivnih špekulatora, dolazeći do zaključka da često informirani trgovci zauzimaju duge pozicije prema takvim trgovcima. Han (2009) smatra da se informirani trgovci mogu uključiti u trgovanje na buku i tako pojačati razinu trgovanja te nakon toga početi korigirati cijene, odnosno prodaju imovinu prije nego li tržište to počne raditi. Mahani i Bernhardt (2007) smatraju da kada počne rasprodaja imovine (dionica) mnogi neiskusni trgovci u takvom okruženju napuštaju tržište, što omogućava preživjelima ostvarivanje većih profita. Takvu vrstu trgovanja nazivaju predatorskom trgovinom. Oni smatraju da je predatorsko trgovanje povezano s velikim trgovcima vrijednosnicama na nelikvidnim tržištima. Na takvim tržištima predatori prodaju dionice što je više moguće, pokrećući tada val prodaje, čineći odgađanje prodaje sve skupljim. Nakon što mnogi izađu s tržišta, predatori opet počinju kupovati i tako opet nastaje ekvilibrijum. Cheung i Friedman (2009) u svom radu ističu da je vjerojatnost uspješnog špekulativnog napada veća kada na tom tržištu postoje trgovci koji imaju veću masu, odnosno veliki špekulatori.

Takva kretanja na tržištu ukazuju na još jedan efekt trgovanja na cijenu, a to je korelirano trgovanje. Barber et al. (2009) navode da postoji visoka korelacija između odluka o kupnji i prodaji dionica između individualnih kupaca. Dorn et al. (2008) smatraju da korelacijsko trgovanje vjerojatno vodi prema špekulativnom pritisku na cijene. Korelacijsko trgovanje u praksi se još naziva i ponašanje krda. Scharfstein i Stein (1990) ovakvo trgovanje uglavnom pripisuju menadžerima koji ignorirajući informacije koje posjeduju, oponašaju odluke drugih menadžera. Takvo ponašanje autori opravdavaju njihovom zabrinutošću za svoju vlastitu reputaciju. Takvo ponašanje na kraju može dovesti do pojave koja se u ekonomskoj teoriji naziva špekulativni mjehur.

Špekulativni mjehuri jedno su od područja ekonomske teorije oko kojeg se vode žestoke rasprave. Općenito, špekulativni mjehuri smatraju se situacije u kojima se cijena imovine

razlikuje od svoje temeljne tržišne vrijednosti (Mishkin i Eakins, 2005, Ahmed et al. 2010) Siegel (2003) daje definiciju koju je iznio Rosser (2000) „Špekulativni mjehur postoji onda kada cijena nečega ne odražava realnu tržišnu cijenu, odnosno nije ujednačena sa svojim tržišnim fundamentalima iz razloga koji su drukčiji od slučajnih šokova."

Drugi dio koncepta špekulativnog mjehura odnosi također iznesenu u radu Siegel (2003) je definicija koju donosi Kindleberger (1987):

Mjehurići se mogu definirati kao oštar rast cijena imovine ili raspona imovine u kontinuiranom procesu, gdje inicijalni rast generira očekivanja o budućem rastu privlačeći time nove kupce, općenito špekulatore koje više zanima profit od trgovanja dionicama više nego kapaciteti zarada koje imaju poduzeća.

Sličnu definiciju donosi i Rječnik bankarstva (1998) u kojem stoji da su: „Mjehuri razdoblja naglog porasta cijena nekog dobra ili niza dobara gdje početni porasti izazivaju očekivanja daljnjih porasta tako da privlače kupce željne većeg profita."

Kaizoji (2000) smatra da špekulativni mjehuri nastaju tada kada tržište ostane predugo u fazi bikova. Tranzicija između bikovskog tržišta prema fazi medvđeđg tržišta shvaća se kao krah cijena dionica. Andersen i Sornette (2004) smatraju da su za periode špekulativnih mjehura karakteristični super eksponencijalni rast i rast volatilnosti. Vrlo važan čimbenik za nastajanje mjehura svakako su i očekivanja. Hommes et al. (2008) smatraju da očekivanja igraju važnu ulogu u nastajanju špekulativnih mjehura. Na očekivanja se pozivaju i Hong et al. (2006) smatrajući da cijene premašuju vrijednost iz razloga što investitori plaćaju veće cijene smatrajući da će kasnije tu imovinu moći prodati po većoj cijeni. Ackert et al. (2009) povezuju nastanak špekulativnih mjehura s krivim procjenama investitora, nazivajući takvo ponašanje iracionalnim. Za nastajanje špekulativnih mjehura nije nužno da postoji iracionalno ponašanje. Abreu i Brunnermeier (2003) ukazuju na to da trajanje mjehura može produljiti racionalno razmišljanje pojedinih investitora koji produžuju rast mjehura, smatrajući da će izaći s tržišta prije nego tržište počne padati.

Iako je teorijski ova tema dobro obrađena u praksi postoje veliki problemi prilikom dokazivanja špekulativnih balona. Engsted (2006) i Hirotai i Sunder (2007) potvrđuju to stajalište. Andersen i Sornette (2004) smatraju da velik problem predstavlja određivanje realnih vrijednosti fundamentala na temelju kojih bi se mjerilo odstupanje cijena dionica. Radovi koji proučavaju špekulativne mjehure uglavnom svoje modele temelje na odstupanju od dividendi (Engsted 2006), (Al-Anaswah i Wilfling 2010) i (Mcmillan 2007), i odstupanja od makroekonomskih kretanja (Ahmed et al. 2010), (Binswanger 2004) i (Chen 2009).

Nemogućnost dokazivanja špekulativnih mjehura u praksi ukazuje, vrlo često ima objašnjenje u jednoj od važnih teorija vezanih za tržišta kapitala, a to je hipoteza o efikasnom tržištu[7]. Suština ove teorije predstavlja vjerovanje da cijena vrijednosnica u potpunosti odražava sve dostupne informacije na tržištu. U prilog tome idu i tvrdnje koje donose Mishkin i Eakins, (2005):

Pojedini investitor ne može pobijediti tržište i priskrbiti sebi povrate koji su veći od ravnotežnih, informacije koje su dostupne javnosti neće utjecati na podizanje cijena dionica, kretanje cijena dionica ne može se u budućnosti predvidjeti, odnosno cijene se kreću na način na koji se u teoriji naziva slučajni hod dionica.

Siegel (2003) smatra da su dionice po svojoj prirodi dugotrajna imovina i da se cijene dionica odražavaju sadašnju vrijednost budućih novčanih tokova. Autor smatra da bi se cijena dionica trebala promatrati kroz duže periode, npr. nekoliko desetljeća, da bi se utvrdilo da li cijene dionice odgovaraju novčanim tokovima. Kao primjer navodi da cijene dionica koje su imale svoj vrh prije kraha njujorške burze 1929 imaju svoje opravdanje u novčanim tokovima tijekom 40-ih i 50-ih. Bohl (2003) u svom radu pronalazi da su dugoročna kretanja cijena dionica u SAD – u čvrsto povezana s temeljnim vrijednostima.

DEFINIRANJE ŠPEKULATIVNOG MJEHURA

U svakodnevnim raspravama vezanima za tržišta dionica često se spominje špekulacija, odnosno špekulativno trgovanje. Često se taj pojam spominje u krivom kontekstu, odnosno pojam špekulacije uglavnom se koristi kao sinonim za manipulacije na tržištu dionica, što špekulacije u većini slučajeva nisu. Važnost razdvajanja ovih pojmova leži u činjenici da manipulacije imaju isključivo negativne posljedice i s pravom podliježu kaznenom progonu, dok špekulacije mogu imati i pozitivne posljedice za tržište (Angel i McCabe 2010). Naime, često špekulatori svojim djelovanjem povećavaju likvidnost tržišta i njihovo djelovanje može dati pozitivan impuls tržištu, naročito kada treba tržište pokrenuti iz faze medvjeda. U većini slučajeva špekulanti ne ostvaruju ekstra profite koji su u percepciji često povezuju s njima. Rezultati njihovih djelovanja su ili dobitak ili gubitak koji je uglavnom ograničen na samog špekulanta. S druge strane manipulacije na tržištu imaju za glavni cilj da se ostvare profiti na štetu ostalih sudionika na tržištu. Takve akcije mogu imati značajne negativne posljedice za samo tržište, ali i za ekonomski sustav u cjelini.

Investitore na burzama možemo podijeliti na dvije osnovne skupine, a to su investitori kojima je ulaganje u dionice dugoročno ulaganje i koji ulažu u dionice za koje smatraju da će, na temelju dobrih temeljnih pokazatelja, u budućnosti donijeti zadovoljavajuće prinose i na investitore koji ulažu u dionice na kratki rok očekujući zaradu u povećanju cijena (Hirota i Sunder 2007). Pri tom kratkoročni investitori ne uzimaju tržišne fundamentale kao glavni kriterij za investiranje, već je njihov interes uglavnom usmjeren na cijenu. Za tržište nije dobro kada na njemu značajno prevlada ili jedna ili druga skupina. Kada

[7] Trenutačne cijene na financijskom tržištu s pretpostavkom korištenja svih dostupnih informacija određivat će se uz uvjet jednakosti optimalne prognoze povrata ulaganja u vrijednosnice i ravnotežnog povrata na ulaganje u vrijednosnice.(Mishkin i Eakins, 2005, p 276)

prevladavaju dugoročni investitori postoji mogućnost da će to tržište postati nelikvidno, što u konačnici smanjuje učinkovitost tržišta. S druge strane prevladavanje kratkoročnih investitora može dovesti do znatnog odmaka cijena dionica od njihove fundamentalne vrijednosti, a koje može za posljedicu imati značajan pad u budućnosti.

Upravo ova navedena situacija gdje cijene dionica odstupaju od svojih temeljnih vrijednosti naziva se u ekonomskoj teoriji špekulativni mjehuri. Osnovne karakteristike ovakvih kretanja na tržištu su značajan rast i nakon toga pad cijena dionica, koji nisu značajno povezani s kretanjima čimbenika koji imaju utjecaj na tržišta kapitala (Rosser 2000 navedeno u Siegel 2003). Često se kao špekulativni balon ocjenjuje period rasta, nakon kojeg slijedi period pada, bez uzimanja u obzir kako temeljnih čimbenika vezanih za samu dionicu tako i ekonomskog okruženja koje u svojoj suštini imaju značajan utjecaj na tržišta kapitala. Kompleksnost odnosa koje tržište kapitala ima i/ili pojedina dionica s čimbenicima koji na njih utječu, razlog su zbog kojeg mnoga istraživanja špekulativnih mjehura ne daju željene rezultate, odnosno ne potvrđuju postojanje špekulativnih mjehura.

HRVATSKO TRŽIŠTE KAPITALA

Kada se govori o tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj uglavnom se to odnosi na Zagrebačku burzu. Zbog toga što je Zagrebačka burza najvažnije tržište kapitala, ovaj rad usredotočit će se na promatranje upravo ovog tržišta s fokusom na segment trgovanja dionicama. Opće karakteristike Zagrebačke burze na dan 3.1.2011 su:

Tablica 1.3.1. Opće karakteristike tržišta

Tržišna kapitalizacija	193,60 mlrd Kn
Broj uvrštenih vrij. papira	338
Broj uvrštenih dionica	257
Broj uvrštenih obveznica	53
Broj uvrštenih kom. zapisa	25

Izvor :http://zse.hr/

Kretanja na Zagrebačkoj burzi prate se s 3 indeksa: CROBEX[8], CROBEX10[9] i CROBIS[10]. Zagrebačka burza često se svrstava u skupinu tržišta koje se u ekonomskoj praksi nazivaju tržišta u nastajanju. Jedna od značajnih karakteristika tog tržišta je ta da su takva tržišta izložena velikim i neočekivanim fluktuacijama, odnosno visokom volatilnošću (Ahmed et al. 2010). Barbić (2010) smatra da su tranzicijska tržišta atribuirana slabim obujmom trgovanja, nedostatkom pravodobnih informacija, visokim transakcijskim troškovima, te su objekt manipulacije velikih igrača na tržištu. Autor u svom radu ispituje slabi oblik hipoteze i pronalazi da se cijene ne ponašaju prema slučajnom hodu, naglašavajući ipak oprez u shvaćanju dobivenih rezultata. Čondić – Jurkić i Dabić (2008) također su došli do sličnih rezultata. Benić i Franić (2008) u svom radu tvrde da hrvatsko tržište kapitala, zajedno s slovenskim, srpskim i bugarskim, ima nižu likvidnost nego njemačko, poljsko i madžarsko tržište. Galetić et al. (2007) pronalaze povezanost između kretanja indeksa CROBEX i prinosa na 5 najvećih dioničkih fondova na tržištu. Dabić i Penavin (2009) pronalaze povezanost između kretanja CROBEX – a i obujma trgovanja. Uspoređujući povezanost kretanja Dow Jones indeksa ustanovili su da je povezanost obujma trgovanja s kretanjima indeksa veća na plitkim tržištima nego na dubokima.

Svi ovi autori uglavnom ukazuju na problematiku koja je vezana za skupinu tržišta u nastajanju. Visok rizik, niska likvidnost, visoka volatilnost i mogućnost utjecaja velikih igrača na tržište percepcije su koje se vežu za takva tržišta, i takva razmišljanja mnogi dijele vezano za hrvatsko tržište kapitala. Kretanja cijena dionica tijekom 2007 (rast CROBEX-a 63 %) i 2008 (pad CROBEX-a 67 %) potaknuli su na stvaranje teze o špekulativnom mjehuru na hrvatskom tržištu kapitala. Teza o špekulativnom mjehuru vrlo je raširena i često je korištena u kolokvijalnim razgovorima. U skladu s ovim pretpostavkama u ovom radu analizira se što predstavlja špekulativne mjehure i uvjete u kojima nastaju, te da li na hrvatskom tržištu kapitala postoje uvjeti prema kojima se može zaključiti da je kretanje tržišta dionica u tom periodu zaista bilo špekulativni mjehur.

HIPOTEZA

Uvažavajući temeljne postavke koje daje literatura vezana za špekulativne mjehure, a to je da špekulativne mjehure predstavlja nagli rast cijena, a nakon toga rasta slijedi razdoblje

8 CROBEX je indeks vagan na osnovi 'free float' tržišne kapitalizacije, pri čemu je težina pojedine dionice ograničena na 15%. Na dan 3.1.2011 indeks CROBEX čine slijedećih 25 dionica: Adris grupa d.d, Atlantic grupa d.d, Atlantska plovidba d.d. Čakovečki mlinovi d.d, Dalekovod d.d, Ericsson Nikola Tesla d.d., HT d.d., Institut IGH d.d, INA - Industrija nafte d.d., INGRA d.d., Istraturist Umag d.d., Jadroplov d.d., Jadranski naftovod d.d., Konzum d.d. Končar elektroindustrija d.d., Dom Holding d.d. Kraš d.d., Ledo d.d., Luka Ploče d.d., Podravka d.d., Petrokemija d.d., Tehnika d.d., Uljanik Plovidba d.d., Viro tvornica šećera d.d., Zagrebačka banka d.d.

9 CROBEX 10 je vagan na osnovi free float tržišne kapitalizacije, pri čemu je težina pojedine dionice ograničena na 20%.Adris grupa d.d, Atlantska plovidba d.d., Dalekovod d.d, Ericsson Nikola Tesla d.d., HT d.d., Institut IGH d.d, INA - Industrija nafte d.d., INGRA d.d.,Podravka d.d., Končar elektroindustrija d.d.,

10 CROBIS je cjenovni indeks vagan na osnovu tržišne kapitalizacije, pri čemu težina pojedine obveznice u indeksu ne može prijeći 35%.

koje ima značajan pad, a da pri tom kretanja cijena dionica nisu potaknuta šokovima koji su uzrokovani temeljnim čimbenicima koja utječu na tržišta, preduvjet za moguće postojanje špekulativnih mjehura može biti odstupanje kretanja cijena dionica od kretanja realnih čimbenika. U ovom slučaju promatranjem kretanja indeksa CROBEX i uspoređivanjem njegovog kretanja s kretanjima drugih čimbenika koji mogu imati utjecaj na ponašanje CROBEX – a nastoji se ispitati da li su postojali takvi uvjeti na tržištu u kojima kretanje CROBEX – a nije povezano s kretanjima promatranih čimbenika. Iz takvog stajališta postavlja se nulta hipoteza koja glasi:
Na kretanje indeksa CROBEX u periodu između 01.01.2007. i 31.12.2009. nije značajno utjecalo kretanje kamatnih stopa, tečaja i kretanja na drugim tržištima kapitala u istom periodu.

PODACI

Promatrane varijable korištene za analizu utjecaja na tržište kapitala su: indeks CROBEX, kamatne stope na trezorske zapise Ministarstva financija RH s rokom dospijeća od 364 dana, tečaj EUR/HRK i indeks DAX. Varijable koje su uzete u model smatra se da su reprezentativni predstavnici promatranih ekonomskih kretanja.
Indeks CROBEX uzet je u analizu iz razloga što je pretpostavljeno da taj indeks, koji je službeni indeks Zagrebačke burze, najbolje opisuje kretanja na hrvatskom tržištu kapitala. Korišteni podaci o kretanju indeksa CROBEX u periodu između 01.siječnja 2007 i 31. prosinca 2009. godine su dnevni i usklađeni su s datumima aukcija trezorskih zapisa Ministarstva financija Republike Hrvatske. Podaci o dnevnom kretanju indeksa CROBEX preuzeti su sa službenih stranica Zagrebačke burze.

Tablica 1.3.2. Kretanje indeksa Crobex (01.01.2007.-31.12.2009.)

DATUM	CROBEX
02.01.2007.	3.214,93
09.01.2007.	3.280,36
23.01.2007.	3.478,34
13.02.2007.	3.752,84
13.03.2007.	3.938,45
20.03.2007.	3.929,69
27.03.2007.	4.114,61
03.04.2007.	4.272,28
10.04.2007.	4.497,23
24.04.2007.	4.572,79
08.05.2007.	4.822,52
05.06.2007.	4.961,37
12.06.2007.	4.808,06
03.07.2007.	4.795,73
17.07.2007.	4.785,11
24.07.2007.	4.994,48
31.07.2007.	5.039,89
07.08.2007.	4.994,01
28.08.2007.	4.706,67
04.09.2007.	4.664,67
11.09.2007.	4.691,75
18.09.2007.	4.582,28
25.09.2007.	4.889,59
02.10.2007.	5.116,55
09.10.2007.	5.216,10
16.10.2007.	5.362,86
23.10.2007.	5.355,44
30.10.2007.	5.150,72
06.11.2007.	5.007,69
13.11.2007.	4.967,40
20.11.2007.	4.622,63
27.11.2007.	4.651,57
11.12.2007.	5.001,52
18.12.2007.	4.989,58

DATUM	CROBEX
02.01.2008.	5.245,58
08.01.2008.	5.109,14
22.01.2008.	4.518,41
05.02.2008.	4.406,58
12.02.2008.	4.180,88
19.02.2008.	4.033,70
04.03.2008.	4.217,84
11.03.2008.	4.093,30
18.03.2008.	3.841,44
25.03.2008.	3.894,56
01.04.2008.	3.792,46
08.04.2008.	3.631,57
15.04.2008.	3.347,26
22.04.2008.	3.603,44
06.05.2008.	3.879,41
13.05.2008.	4.035,52
03.06.2008.	3.969,68
10.06.2008.	3.762,27
01.07.2008.	3.509,08
08.07.2008.	3.500,17
15.07.2008.	3.579,53
22.07.2008.	3.598,83
29.07.2008.	3.635,56
06.08.2008.	3.638,41
26.08.2008.	3.499,87
02.09.2008.	3.490,70
09.09.2008.	3.446,48
16.09.2008.	3.090,17
23.09.2008.	3.090,28
07.10.2008.	2.662,68
14.10.2008.	2.762,62
21.10.2008.	2.551,01
28.10.2008.	2.152,68
04.11.2008.	2.399,31

DATUM	CROBEX
11.11.2008.	2.111,89
18.11.2008.	1.869,35
09.12.2008.	1.664,87
16.12.2008.	1.732,22
30.12.2008.	1.715,60
07.01.2009.	1.779,40
27.01.2009.	1.713,09
10.02.2009.	1.673,54
17.02.2009.	1.484,39
10.03.2009.	1.313,91
17.03.2009.	1.315,48
07.04.2009.	1.516,79
21.04.2009.	1.523,87
05.05.2009.	1.649,17
02.06.2009.	2.247,19
09.06.2009.	1.943,19
16.06.2009.	1.973,42
30.06.2009.	1.896,36

DATUM	CROBEX
07.07.2009.	1.736,40
14.07.2009.	1.808,42
21.07.2009.	1.887,95
28.07.2009.	1.833,04
04.08.2009.	1.904,56
25.08.2009.	2.039,84
01.09.2009.	2.015,45
08.09.2009.	2.076,23
15.09.2009.	2.200,84
22.09.2009.	2.200,72
06.10.2009.	2.205,13
20.10.2009.	2.265,32
03.11.2009.	2.087,58
10.11.2009.	2.070,44
01.12.2009.	2.115,00
08.12.2009.	2.059,07
15.12.2009.	2.022,46
29.12.2009.	1993,83

Izvor: http://zse.hr/

Druga varijabla u modelu je službeni indeks frankfurtske burze DAX. Indeks DAX jedan je od najznačajnijih svjetskih indeksa i u skladu s tim pretpostavljeno je da kretanja ovog indeksa mogu biti reprezentativan uzorak za analizu kretanja ostalih svjetskih dionica. Još je jedan razlog zbog kojeg je u razmatranje uzet indeks DAX, a to je tradicionalna povezanost hrvatskog i njemačkog gospodarstva[11]. Korišteni podaci o kretanju indeksa DAX u periodu između 01.siječnja 2007 i 31. prosinca 2009. godine su dnevni i usklađeni su s datumima aukcija trezorskih zapisa Ministarstva financija Republike Hrvatske. Podaci o dnevnom kretanju indeksa DAX dobiveni su sa službenih stranica frankfurtske burze.

Tablica 1.3.3.Kretanje indeksa DAX (01.01.2007.-31.12.2009.)

DATUM	DAX
02.01.2007.	6.691,32
09.01.2007.	6.614,37
23.01.2007.	6.678,93
13.02.2007.	6.895,34
13.03.2007.	6.447,70
20.03.2007.	6.700,29
27.03.2007.	6.858,34
03.04.2007.	7.045,56
10.04.2007.	7.166,67
24.04.2007.	7.270,32
08.05.2007.	7.442,20
05.06.2007.	7.919,83
12.06.2007.	7.678,26
03.07.2007.	8.050,68
17.07.2007.	8.038,21
24.07.2007.	7.806,79
31.07.2007.	7.584,14
07.08.2007.	7.513,66
28.08.2007.	7.430,24

DATUM	DAX
04.09.2007.	7.721,77
11.09.2007.	7.457,90
18.09.2007.	7.575,21
25.09.2007.	7.769,44
02.10.2007.	7.946,79
09.10.2007.	7.980,44
16.10.2007.	7.962,64
23.10.2007.	7.842,79
30.10.2007.	7.977,94
06.11.2007.	7.799,62
13.11.2007.	7.777,56
20.11.2007.	7.630,31
27.11.2007.	7.531,35
11.12.2007.	8.009,42
18.12.2007.	7.850,74
02.01.2008.	7.949,11
08.01.2008.	7.849,99
22.01.2008.	6.769,47
05.02.2008.	6.765,25

[11] Prema MVPEI (2010) SR Njemačka je Hrvatskoj drugi po veličini partner u vanjskotrgovinskoj razmjeni (iza Italije). U devet mjeseci 2010. ukupna trgovinska razmjena premašila je 2 milijarde eura. U 2009. vrijednost robne razmjene iznosila je 2.886,6 mil. eura; hrvatski izvoz iznosio je 827 mil. eura, a uvoz 2.059,6 mil eura. Njemačka je treći ulagač u Hrvatsku. U razdoblju od 1993. do 2. tr. 2010. godine ukupna ulaganja iz Njemačke su iznosila 2,774 mlrd eura.

DATUM	DAX
12.02.2008.	6.967,84
19.02.2008.	7.002,29
04.03.2008.	6.545,04
11.03.2008.	6.524,57
18.03.2008.	6.393,39
25.03.2008.	6.524,71
01.04.2008.	6.720,33
08.04.2008.	6.771,98
15.04.2008.	6.585,05
22.04.2008.	6.728,30
06.05.2008.	7.017,10
13.05.2008.	7.060,19
03.06.2008.	7.019,13
10.06.2008.	6.771,10
01.07.2008.	6.315,94
08.07.2008.	6.304,41
15.07.2008.	6.081,70
22.07.2008.	6.442,79
29.07.2008.	6.398,80
06.08.2008.	6.561,39
26.08.2008.	6.340,52
02.09.2008.	6.518,47
09.09.2008.	6.233,41
16.09.2008.	5.965,17
23.09.2008.	6.068,53
07.10.2008.	5.326,63
14.10.2008.	5.199,19
21.10.2008.	4.784,41
28.10.2008.	4.823,45
04.11.2008.	5.278,04
11.11.2008.	4.761,58
18.11.2008.	4.579,47
09.12.2008.	4.779,11

DATUM	DAX
16.12.2008.	4.729,91
30.12.2008.	4.810,20
07.01.2009.	4.937,47
27.01.2009.	4.323,42
10.02.2009.	4.505,54
17.02.2009.	4.216,60
10.03.2009.	3.886,98
17.03.2009.	3.987,77
07.04.2009.	4.322,50
21.04.2009.	4.501,63
05.05.2009.	4.853,03
02.06.2009.	5.144,06
09.06.2009.	4.997,86
16.06.2009.	4.890,72
30.06.2009.	4.808,64
07.07.2009.	4.598,19
14.07.2009.	4.781,69
21.07.2009.	5.093,97
28.07.2009.	5.174,74
04.08.2009.	5.417,02
25.08.2009.	5.557,09
01.09.2009.	5.327,29
08.09.2009.	5.481,73
15.09.2009.	5.628,98
22.09.2009.	5.709,38
06.10.2009.	5.657,64
20.10.2009.	5.811,77
03.11.2009.	5.353,35
10.11.2009.	5.613,20
01.12.2009.	5.781,68
08.12.2009.	5.688,58
15.12.2009.	5.811,34
29.12.2009.	6.011,55

Izvor: http://deutsche-boerse.com

Treća varijabla u modelu je tečaj EUR/HRK. Ova varijabla je korištena u modelu pod pretpostavkom da ovaj tečaj ima značajnu ulogu za hrvatsko gospodarstvo. U analizi su korišteni podaci o srednjem tečaju HNB – a u periodu između 01.siječnja 2007 i 31. prosinca 2009. godine usklađeni s datumima aukcija trezorskih zapisa Ministarstva financija Republike Hrvatske. Podaci o srednjem tečaju preuzeti su sa službenih stranica HNB – a.

Tablica 1.3.4.Kretanje srednjeg tečaja HNB Eur/Kn (01.01.2007.-31.12.2009.)

DATUM	EUR/KN
02.01.2007.	7,345081
09.01.2007.	7,367945
23.01.2007.	7,368638
13.02.2007.	7,375581
13.03.2007.	7,352863
20.03.2007.	7,359955
27.03.2007.	7,375699
03.04.2007.	7,395318
10.04.2007.	7,40217

DATUM	EUR/KN
24.04.2007.	7,402292
08.05.2007.	7,342565
05.06.2007.	7,308348
12.06.2007.	7,341246
03.07.2007.	7,301065
17.07.2007.	7,286752
24.07.2007.	7,285012
31.07.2007.	7,29733
07.08.2007.	7,307587

DATUM	EUR/KN
28.08.2007.	7,325089
04.09.2007.	7,32242
11.09.2007.	7,316783
18.09.2007.	7,322934
25.09.2007.	7,302374
02.10.2007.	7,279666
09.10.2007.	7,301336
16.10.2007.	7,319263
23.10.2007.	7,339226
30.10.2007.	7,343271
06.11.2007.	7,346813
13.11.2007.	7,338599
20.11.2007.	7,351995
27.11.2007.	7,331545
11.12.2007.	7,3183
18.12.2007.	7,308193
02.01.2008.	7,32945
08.01.2008.	7,347004
22.01.2008.	7,340294
05.02.2008.	7,228541
12.02.2008.	7,275665
19.02.2008.	7,260952
04.03.2008.	7,278833
11.03.2008.	7,279553
18.03.2008.	7,258355
25.03.2008.	7,256786
01.04.2008.	7,274615
08.04.2008.	7,276098
15.04.2008.	7,262607
22.04.2008.	7,253203
06.05.2008.	7,257992
13.05.2008.	7,258703
03.06.2008.	7,250573
10.06.2008.	7,249219
01.07.2008.	7,244445
08.07.2008.	7,237153
15.07.2008.	7,234504
22.07.2008.	7,221708
29.07.2008.	7,21652
06.08.2008.	7,225223
26.08.2008.	7,166754
02.09.2008.	7,158676
09.09.2008.	7,132387

DATUM	EUR/KN
16.09.2008.	7,116456
23.09.2008.	7,108519
07.10.2008.	7,118695
14.10.2008.	7,138232
21.10.2008.	7,164664
28.10.2008.	7,234815
04.11.2008.	7,173097
11.11.2008.	7,14324
18.11.2008.	7,121492
09.12.2008.	7,178883
16.12.2008.	7,183248
30.12.2008.	7,292938
07.01.2009.	7,363396
27.01.2009.	7,418352
10.02.2009.	7,422734
17.02.2009.	7,436146
10.03.2009.	7,41029
17.03.2009.	7,436066
07.04.2009.	7,446783
21.04.2009.	7,369818
05.05.2009.	7,417844
02.06.2009.	7,334341
09.06.2009.	7,3554
16.06.2009.	7,257876
30.06.2009.	7,292035
07.07.2009.	7,30763
14.07.2009.	7,337546
21.07.2009.	7,335598
28.07.2009.	7,31412
04.08.2009.	7,351292
25.08.2009.	7,319658
01.09.2009.	7,348836
08.09.2009.	7,328875
15.09.2009.	7,330658
22.09.2009.	7,292585
06.10.2009.	7,260915
20.10.2009.	7,241921
03.11.2009.	7,230503
10.11.2009.	7,264892
01.12.2009.	7,317538
08.12.2009.	7,298235
15.12.2009.	7,28436
29.12.2009.	7,30579

Izvor www.hnb.hr

Posljednja varijabla uzeta u model je kamatna stopa. Za mjerenje kamatne stope uzete su kamatne stope na trezorske zapise Ministarstva financija RH s rokom dospijeća od 364 dana. Ova kamatna stopa uzeta je o obzir jer je pretpostavljeno da dobro prezentira gospodarska kretanja u Republici Hrvatskoj. Podaci o ovoj kamatnoj stopi su vezani za datume aukcija Ministarstva financija. Podaci o ovoj kamatnoj stopi preuzeti su sa službenih stranica Ministarstva financija Republike Hrvatske.

Tablica 1.3.5. Kretanje kamatne stope na trezorske zapise Ministarstva financija RH s rokom dospijeća od 364 dana (01.01.2007.-31.12.2009.)

DATUM	KAMATNA STOPA
02.01.2007.	3,90%
09.01.2007.	3,90%
23.01.2007.	3,85%
13.02.2007.	3,65%
13.03.2007.	3,50%
20.03.2007.	3,50%
27.03.2007.	3,50%
03.04.2007.	3,50%
10.04.2007.	3,50%
24.04.2007.	3,50%
08.05.2007.	3,50%
05.06.2007.	3,50%
12.06.2007.	3,60%
03.07.2007.	3,75%
17.07.2007.	4,25%
24.07.2007.	4,70%
31.07.2007.	4,60%
07.08.2007.	4,50%
28.08.2007.	4,35%
04.09.2007.	4,20%
11.09.2007.	4,15%
18.09.2007.	4,05%
25.09.2007.	4,15%
02.10.2007.	4,50%
09.10.2007.	4,50%
16.10.2007.	4,50%
23.10.2007.	4,50%
30.10.2007.	4,50%
06.11.2007.	4,75%
13.11.2007.	4,70%
20.11.2007.	4,90%
27.11.2007.	4,90%
11.12.2007.	5,00%
18.12.2007.	5,10%
02.01.2008.	5,10%
08.01.2008.	5,10%
22.01.2008.	5,05%
05.02.2008.	5,00%
12.02.2008.	5,50%
19.02.2008.	5,50%
04.03.2008.	5,60%
11.03.2008.	5,60%
18.03.2008.	5,60%
25.03.2008.	5,60%
01.04.2008.	5,60%
08.04.2008.	5,60%

DATUM	KAMATNA STOPA
15.04.2008.	5,60%
22.04.2008.	5,60%
06.05.2008.	5,60%
13.05.2008.	5,60%
03.06.2008.	5,60%
10.06.2008.	5,60%
01.07.2008.	5,60%
08.07.2008.	5,63%
15.07.2008.	5,60%
22.07.2008.	5,60%
29.07.2008.	5,60%
06.08.2008.	5,60%
26.08.2008.	5,75%
02.09.2008.	5,80%
09.09.2008.	5,80%
16.09.2008.	5,80%
23.09.2008.	6,00%
07.10.2008.	6,00%
14.10.2008.	6,00%
21.10.2008.	7,00%
28.10.2008.	7,00%
04.11.2008.	7,00%
11.11.2008.	7,00%
18.11.2008.	7,00%
09.12.2008.	7,95%
16.12.2008.	7,94%
30.12.2008.	7,95%
07.01.2009.	7,95%
27.01.2009.	7,95%
10.02.2009.	7,80%
17.02.2009.	7,80%
10.03.2009.	7,80%
17.03.2009.	6,20%
07.04.2009.	7,80%
21.04.2009.	7,60%
05.05.2009.	7,60%
02.06.2009.	7,60%
09.06.2009.	7,60%
16.06.2009.	7,80%
30.06.2009.	7,80%
07.07.2009.	7,80%
14.07.2009.	7,80%
21.07.2009.	7,80%
28.07.2009.	7,30%
04.08.2009.	7,80%
25.08.2009.	7,80%

DATUM	KAMATNA STOPA
01.09.2009.	7,80%
08.09.2009.	7,80%
15.09.2009.	7,80%
22.09.2009.	7,70%
06.10.2009.	7,70%
20.10.2009.	7,60%

DATUM	KAMATNA STOPA
03.11.2009.	7,00%
10.11.2009.	6,20%
01.12.2009.	5,60%
08.12.2009.	6,20%
15.12.2009.	6,20%
29.12.2009.	5,99%

Izvor: www.mfin.hr

U modelu korelacijske analize korištene varijable su: indeksi CROBEX, frankfurtske burze DAX, njujorške burze Dow Jones, londonske burze FTSE 100, budimpeštanske burze BUX, te indeks STOXX Balkan. Korišteni podaci u ovoj analizi su dnevni, a period u kojem se promatraju je periodu između 01.01.2005 i 30.12.2010. uz već navedene izvore podataka za indekse DAX i CROBEX, podaci o preostalim indeksima preuzeti su sa stranica Yahoo finance (Dow Jones i FTSE 100), službenim stranicama budimpeštanske burze (BUX) te, skupni indeks STOXX Balkan TMI koji izrađuje tvrtka STOXX Limited za koji su podaci preuzeti sa službene stranice ove tvrtke.

METODE

Povezanost kretanja indeksa CROBEX, kamatne stope na trezorske zapise Ministarstva financija RH s rokom dospijeća od 364 dana, tečaj EUR/HRK i indeks DAX ispitivana je regresijskom analizom. Povezivanje makroekonomskih varijabli regresijskim modelom s tržištem dionica koristili su u svom radu Jain i Rosett (2006). U tom radu regresijska analiza korištena je za ispitivanje povezanosti između kretanja omjera zarada i cijena dionica s makroekonomskim varijablama. Za analizu povezanosti između makroekonomskih kretanja i cijena dionica Benaković i Posedel (2010) također su koristili regresijsku analizu, na način da je promatran utjecaj promjene stopa inflacije, razine proizvodnje, kamatne stope i cijena nafte na cijene pojedinih dionica. Za razliku od ovih modela, u ovom radu nije cilj pronaći trajnu povezanost između makroekonomskih varijabli i kretanja cijena dionica, već se uspoređuju trendovi kretanja promatranih varijabli, te ih usporediti s kretanjem indeksa CROBEX kako bi se utvrdilo da li je kretanje ovih varijabli utjecalo na kretanje CROBEX - a. Analiziranje povezanosti navedenih pojava ispitivano je regresijskim modelom u kojem je zavisna varijabla kretanje indeksa CROBEX, dok su nezavisne varijable svaka kamatne stope na trezorske zapise Ministarstva financija RH s rokom dospijeća od 364 dana, tečaj EUR/HRK i indeks DAX. Analiza je napravljena za period između 01.01.2007 i 31.12.2009. godine. Regresijski model u ovoj analizi prikazan je na slijedeći način:

$$CROBEX = \alpha + \beta t(DAX) + \beta t(KS) + \beta t(EUR/HRK) + \varepsilon i,t\ ,$$

$$\text{gdje je } t = 1,2,3\ldots\ldots\ldots..,104$$

- CROBEX- predstavlja kretanje indeksa CROBEX
- α - predstavlja konstantni član
- βt(DAX) – predstavlja osjetljivost CROBEX – a na promjene indeksa DAX
- βt(KS) – predstavlja osjetljivost CROBEX – a na promjene kamatne stope
- βt(EUR/HRK) predstavlja osjetljivost CROBEX – a na promjene tečaja EUR/HRK

Reprezentativnost ovog modela ispitana je izračunom koeficijenta korelacije r, koeficijenta determinacije R^2 i korigiranim koeficijentom determinacije $\overline{R^2}$. Nadalje provedena je analiza varijance tablicom ANOVA, te je provedeno testiranje hipoteza o značajnosti regresijskih varijabli u modelu t – testom, gdje nultu hipotezu predstavlja tvrdnja da nezavisna varijabla značajno ne utječe na zavisnu.

H0... $\beta_1 = 0$
H1... $\beta_1 \neq 0$

Nadalje da bi se opisali uvjeti koji su postojali u promatranom vremenu analizirana je povezanost kretanja između indeksa u svijetu i u regiji. Povezanost između kretanja dioničkih indeksa CROBEX, DAX, Dow Jones, londonske burze FTSE 100, BUX, te indeks STOXX Balkan TMI ispitana je izračunom koeficijenta korelacije između svakog indeksa zasebno, a rezultati su prikazani korelacijskom matricom.

REZULTATI I DISKUSIJA

Rezultati dobiveni ispitivanjem povezanosti između kretanja kamatne stope i indeksa Regresijskom analizom dobiven je koeficijent korelacije r = 0,97 što ukazuju na snažnu povezanost zavisne varijable CROBEX s nezavisnim varijablama kamatne stope, tečaj i indeks DAX. Koeficijent determinacije R^2 = 0,94 i korigirani koeficijent determinacije $\overline{R^2}$=0,93 ukazuju na to da je promatranim modelom opisano 94 % odstupanja nezavisne varijable što čini ovaj model reprezentativnim. Ovim rezultatima

Tablica 1.3.6.Regresijska statistika

Regression Statistics	
Multiple R	0,967160077
R Square	0,935398615
Adjusted R Square	0,933460574
Standard Error	325,464095
Observations	104

Izračun autora

se ukazuje na visoku linearnost u kretanju ovih indeksa.
Nadalje, provedenim testom značajnosti ukazuje se na značajnost utjecaja nezavisnih varijabli na zavisnu. Testiranjem nulte hipoteze o značajnosti dobiveni su statistički značajni iznosi koji ukazuju na značajan utjecaj nezavisnih varijabli pri razini signifikantnosti od α = 5% jer je empirijska p – vrijednost manja od teorijske razine signifikantnosti što rezultira odbacivanjem nulte hipoteze kojom se pretpostavlja da niti jedna od nezavisnih varijabli (kamatne stope na trezorske zapise Ministarstva financija RH s rokom dospijeća od 364 dana, tečaj EUR/HRK i indeks DAX) značajno ne utječe na varijacije CROBEX – a. Rezultati ove analize upućuju na to da su na kretanje indeksa CROBEX znatno utjecali vanjski faktori, odnosno da kretanje ovog indeksa nije bilo uzrokovano čisto unutarnjim faktorima, prvenstveno kretanjem cijena koje nije imalo svoje uporište u događajima u okruženju. Rezultati ove analize ukazuju na potrebu ispitivanja teze o postojanju špekulativnog mjehura na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj iz razloga što je utvrđeno da su kretanja vanjskih faktora značajno utjecala na kretanje indeksa CROBEX.

Tablica 1.3.7. Analiza varijance

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	3	153377291,8	51125763,95	482,6514794	2,52964E-59
Residual	100	10592687,71	105926,8771		
Total	103	163969979,6			

Izračun autora

Testiranjem značajnosti pojedinih nezavisnih varijabli utvrđeno je da se odbacuje nulta hipoteza pri razini signifikantnosti od α = 5% kojom se pretpostavlja da kamatna stopa ne utječe značajno na varijacije zavisne varijable, isti zaključak vrijedi i za indeks DAX, dok se za tečaj EUR/HRK prihvaća nulta hipoteza. Što znači da je u promatranom razdoblju kretanje CROBEX – a bilo linearno povezano s kretanjima kamatne stope i indeksom DAX, dok kretanje tečaja EUR/HRK nije znatno utjecalo na njegovo kretanje. Pri tom je regresijski koeficijent kamatne stope negativan što ukazuje na negativnu povezanost kretanja kamatne stope i indeksa CROBEX u promatranom razdoblju. Regresijski koeficijent varijable DAX je pozitivan što znači da je u tom periodu kretanje indeksa CROBEX i indeksa DAX bilo pozitivno linearno povezano.

Tablica 1.3.8. Regresijska analiza i testiranje pojedinačnih hipoteza

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value
Intercept	2563,656	3209,927051	0,798665018	0,426377435
Eur/kn	-562,71	424,4276717	-1,32580146	0,187926083
Ks	-13320,378	4262,819268	-3,12478145	0,002328901
dax	0,900	0,052672259	17,09345932	1,94402E-31

Izračun autora

Rezultati dobiveni u ovoj analizi ukazuju na to da je na kretanje indeksa CROBEX značajno utjecalo kretanje kamatne stope i kretanje indeksa DAX. Analiziranjem utjecaja kamatne stope jasno može se vidjeti da je kamatna stopa bila jedan od značajnih čimbenika koji su utjecali na drastičan pad indeksa CROBEX. Naime u trenucima najvećeg pada vrijednosti indeksa CROBEX kamatna stopa na trezorske zapise bila je na najvišim razinama, što je znatno imalo utjecaj na povlačenje likvidnih

sredstava s tržišta dionica, te plasiranje istog na tržište dužničkih vrijednosnih papira, ponajprije prema državi. Tržište dionica u Republici Hrvatskoj vjerojatno nema toliku snagu i značaj da bi šokovi na njemu mogli izazvati takav snažan rast kamatnih stopa, pa se je s toga realno očekivati da je takav rast kamatnih stopa bio posljedica vanjskih utjecaja, te da su se ti utjecaji prelili na cijeli gospodarski sustav i na kraju doveli do toga da tržište dionica i s njim indeks CROBEX imaju značajan pad.

Utjecaj vanjskih čimbenika na gospodarsku situaciju može se promatrati kroz kretanja na drugim tržištima kapitala. Druga varijabla koja u modelu značajno utječe na kretanje CROBEX – a je indeks DAX. Kretanje ove varijable i njezin utjecaj na CROBEX ukazuje na to da kretanje CROBEX – a u promatranom razdoblju nije bila izdvojena pojava, već je kretanje ovog indeksa ipak bilo povezano s kretanjima tržištima kapitala. Pritom je pretpostavljeno da se tim indeksom mogu relativno dobro opisati kretanja u svijetu s jedne strane, dok s druge strane uzeto je u obzir tradicionalna povezanost između hrvatskog i njemačkog gospodarstva. Da bi potkrijepili ovu tvrdnju izrađena je matrica korelacija. Rezultati dobiveni u toj matrici ukazuju na to da su u periodu između 2005. i 2010. godine dugoročni trendovi kretanja svjetskih indeksa bili slični.

Tablica 1.3.9. Korelacijska matrica

	CROBEX	DAX	DOW	FTSE	BUX	STOXX BALKAN
CROBEX	1					
DAX	0,849937	1				
DOW	0,851726	0,882794	1			
FTSE	0,798769	0,864649	0,954248	1		
BUX	0,684668	0,861861	0,918737	0,953587	1	
STOXX BALKAN	0,870592	0,901972	0,939479	0,949398	0,949022	1

Izračun autora

Rezultati dobiveni ovim istraživanjem upućuju na to da je značajan rast koji je tržište kapitala u Republici Hrvatskoj imalo tijekom 2007. godine, te nakon toga značajan pad koje je tržište imalo u 2008. godini okarakterizirano kao špekulativni mjehur, bez nekih ozbiljnijih pokušaja da bi se takva tvrdnja uistinu i dokazala. Iako je u tom periodu postojao značajan rast i nakon toga značajan pad, tvrdnja o postojanju špekulativnog mjehura na hrvatskom tržištu dionica često ne uzima u obzir okolnosti koje su dovele do takvog kretanja. Naime, u ovom radu empirijski je dokazana povezanost između kretanja indeksa CROBEX i kretanja kamatne stope i indeksa DAX. Samim dobivenim rezultatima ne može se u potpunosti odbaciti mogućnost postojanja špekulativnog mjehura, ali ovaj rad ukazuje na to da je potrebna detaljnija analiza vezana za dokazivanje postojanja špekulativnih mjehura i da sam kriterij visokog rasta te nakon toga značajnog pada nije dovoljan. Postojanje veze između promatranih varijabli ukazuju na činjenicu da su na kretanja CROBEX –a utjecali i ostali čimbenici a ne samo cijena. Iako postoji mogućnost da je rast cijena dionica u promatranom periodu bio plod čisto špekulativnog djelovanja, ipak postoje racionalna objašnjenja koja ukazuju na to da takav rast nije bilo čisto špekuliranje. Niz pozitivnih događaja koji su se događali tijekom perioda rasta (spajanje Zagrebačke i Varaždinske burze u jednu, ulazak na tržište nekih od najvrjednijih hrvatskih poduzeća kao što su: HT, INA i Atlantic grupa, ekonomska kretanja u RH 2007 godine) ukazuju na to da su postojali realni razlozi koji su omogućili rast tržišta, odnosno većim djelom se rast cijena dionica uglavnom može opravdati realnim kretanjima. S druge strane drastičan pad također ima svoje racionalno objašnjenje. Naime, svjetska financijska kriza znatno je utjecala na sva značajna svjetska tržišta kapitala, pa bi u skladu s tim bilo nezahvalno očekivati da takva kretanja neće imati utjecaj na tržišta kapitala kao što je hrvatsko. Empirijski podaci u ovom radu ukazuju na značajan utjecaj tih čimbenika, što potkopava temeljne pretpostavke vezane za špekulativne mjehure.

ZAKLJUČAK

U ovom radu ukazuje se na činjenice koje su vezane za špekulativno trgovanje na tržištima dionica, te na pojavu koja su u ekonomskoj literaturi naziva špekulativni mjehur i pritom se ispituje teza o postojanju špekulativnih mjehura na hrvatskom tržištu kapitala. Prvo na što ovaj rad ukazuje to je razdvajanje špekulacija od manipulacije na tržištu. Često se špekulativno trgovanje percipira kao nelegalno i neetičko trgovanje na tržištima dionica, što špekulacije mogu biti, ali u većini slučajeva ipak nisu. Špekulacije su sastavni dio svakog tržišta dionica i karakterizira ih trgovanje usmjereno na kretanje cijena, što svakako nije ili barem u većini slučajeva nije manipulacija.
Druga stvar koja se promatra u ovom radu su pojave koje se u ekonomskoj literaturi nazivaju špekulativni mjehuri. Ovim radom definiraju se osnovne karakteristike špekulativnih mjehura, a to

su postojanje perioda visokog rasta cijena, nakon kojeg slijedi period značajnog pada a koji nije značajno povezan s temeljnim čimbenicima koji utječu na tržište kapitala ili pojedinu dionicu. Često se kod promatranja pojave koja se u literaturi naziva špekulativni mjehur zanemaruje ovaj posljednji uvjet, što može dovesti do krive percepcije vezane za takvu pojavu.

U skladu s tim empirijski rezultati dobiveni u ovom radu ukazuju na to da postoje čimbenici koji su znatno utjecali na kretanje indeksa CROBEX, koji predstavlja relevantan pokazatelj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj u promatranom razdoblju, što potkopava temeljne pretpostavke o postojanju špekulativnih mjehura. Varijable koje su utjecale na kretanja u ovom istraživanju su kamatna stopa i indeks DAX. Povezanost ovih dviju varijabli s kretanjima indeksa CROBEX ukazuju na to da su na kretanja CROBEX – a značajnije utjecali egzogeni čimbenici od samog kretanja cijena. Ipak rezultati dobiveni ovim istraživanjem ne dozvoljavaju da se u potpunosti odbaci mogućnost postojanja špekulativnih mjehura. Ovim radom se ukazuje na postojanje uvjeta koji su djelovali na indeks CROBEX, ali nisu analizirane dionice pojedinačno što može biti jedan od nedostataka ovog rada.

Međutim glavni cilj ovog rada je ostvaren u činjenici da je ovim radom skrenuta pozornosti na problematiku špekulacija i špekulativnih mjehura, naročito vezano za tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, odnosno ovim radom se ukazuje na potrebu dokazivanja tvrdnje o postojanju takve pojave prilikom iznošenja u javnost iz razloga što postoji opravdana bojazan da neosnovane tvrdnje mogu štetiti ugledu tržišta i upravo na taj način pomoći onima koji svojom snagom na tržištu nastoje sebi pribaviti ekstra profite. Ovaj rad može biti smjernica budućim radovima koji se bave pitanjima vezanim za špekulativno trgovanje i špekulativne mjehure na hrvatskom tržištu kapitala.

Autor: Roko Punoš, Zadar, student Odjela za ekonomiju Sveučilišta u Zadru

LITERATURA

Abreu D., Brunnermeier M.,K.,(2003), Bubbles and crushes, Econometrica, 71(1), str. 173.-204.

Ackert L.F., et al., (2009), Probability judgement error and speculation in laboratory asset market bubbles, Journal of financial and quantitative analysis, 44(3), str. 719 – 744.

Ahmed E., et al., (2010), Emergin markets and stock market bubbles: Nonlinear speculation?, Emergin markets and trade, 46(4), str. 23.-40.

Al –Anaswah N., Wilflinng B., (2010), Identification of speculative bubbles using state – space models with Markow – switching, Journal of banking & finance, doi: 10.1016/j.jbankif.2010.09.021.

Andersen J., Sornette D., (2004), Fearless versus fearful spesulative financial bubbles, Physica A: Statistical and teoretical physic, 3378(3-4), str.565.-585.

Angel J.J. Mc Cabe D.M. (2010), The etics of speculation, Journal of business ethics, 12(4), str. 277.-286.

Barber B., M., (2009), Systematic noise, Journal od financial markets, 12(4), str. 547.-569.

Barbić T.,(2010), Testiranje slabog oblika hipoteze efikasnog tržišta na hrvatskom tržištu kapitala, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 8(1), str. 155.-172.

Benić V., Franić I., (2008), Komparativna analiza likvidnosti tržišta kapitala Hrvatske i zemalja regije, Financijska teorija i praksa, 32(4), str. 481.- 502.

Benaković D., Posedel P., (2010), Do macroeconomic factors matter for stock returns? Evidence from estimating a multifactor model on the Croatian market, Working paper series, Faculty of economics and busines, University of Zagreb

Berkman H., Koch P., (2008), Noise trading and the price formation process, Journal of empirical finance, 15(2), str.232.-250.

Berhardt D., Taub B., (2008), Cross – asset speculation in stock markets, The journal of finance, 63(5), str. 2385.-2427.

Berharrdt D., et al., (2009), Speculative dynamics, Economic theory, 44(1), str. 1.-52.

Binswanger M., (2004), How important are fundamentals? Evidence from structural VAR model for the stock markets int he US, Japan and Europe, Journal of international financial markets, institutions and money, str. 185.-201.

Black F.,(1986), Noise, The Journal of finance,41(3), str.529.-543.

Bloomfield R., et al., (2009), How noise trading affects markets: An experimental analysis, Review of finacial studies, 22(6), str 2275.-2302.

Bohl M., (2003), Periodically collapsing bubbles int he US stock market?, International review of economics & finance, 12(3) str. 385.-397.

Branston C., (2004), Investment and share prices: fundamentals versus speculative components, The North American journal of economics and finance, 15(2), str.199.-226.

Chen S., (2009), Predicting the bear stock market: Macroeconomic variables as leading indicators, Journal of banking and finance, 33(2) str.211.-223.

Chaeung Y.W., Friedman D., Speculative attacks: A laboratory study in continous time, Journal of international money and finance, 28(6), str 1064.-1082.

Čondić – Jurkić I., Dadić T., (2008) Investicijski fondovi na hrvatskom tržištu kapitala: Strategije trgovanja i kretanja tržišta, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 6(1), str.61.-71.

Dabić S., Penavin S., (2009), Utjecaj obujma trgovanja na kretanje tržišnog indeksa Crobex, Ekonomski vjesnik, 1, str. 51.-61.

Dorn D., et al., (2008), Correlated trading and returns, The Journal of finance, 63(2), str. 885.-920.

Engsted T., (2006), Explosive bubbles in cointegrated VAR model,

Finance research letters, 3(2), str. 154.-162.
Galetić et al., (2007), Makroekonomska analiza tržišta hrvatskih dioničkih investicijskih fondova, Zbornik radova ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 5(1), str. 431.-437.
Han J., (2009), Informed trading, predictable activities and market manipulation, London business school, dostupno na: http://ssrn.com/abstract=1342583.
Hirota S., Sunder S., (2007), Price bubbless dividend anchors: Evidence from laboratory markets, Journal of economic, dinamycs and control, 31(6), str. 1875.-1909.
Hommes C., et al., (2008), Expectations and bubbles in asset pricing experiments, Journal of economic behaviour & organization, 67(1), str. 116.-133.
Hong H., et al., (2006), Aset float and speculative bubbles, The Journal of finance, 61(3), str. 1073.-1117.
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2008), Novo tržište kapitala, dostupno na : www.hanfa.hr
Jain P.C., Rosett J.G. (2006), Macroeconomic variables and E/P ratio: Is inflation really positiely associated with E/P ratio? Review of qoantitative finance and accounting, 27(1) str. 5.-26.
Kaizoji T.,(2000), Speculative bubbles and crashes in stock markets: an interacting agent model of speculative activity, Physica A: Statistical mehanics and its applications, 287(3-4), str. 493.-506.
Leathers C., Raines J.P., (2008), John Keneth Galbraith `s contibution to the theory and analysis of speculative financial markets, Review of political economy, 20(4), str. 551.-568.
Leko V., Jurković P., (1998), Rječnik bankarstva, Masmedia, Zagreb
Mahani R., Bernhardt d., (2007), Financial speculators under performance: Learning, self – selection and endogenus liquidity, The Journal of Finance, 62(3), str.1313.-1340.
Mc Millan D., (2007), Bubless in the dividend price ratio? Evidence from an asymetric exponential smooth – transition model, Journal of banking & finance, 31(3) str. 787.-804.
Mishkin F.S., Eakins S.G. (2005), Financijska tržišta i institucije, MATE, Zagreb
Narodne Novine (2008), Zakon o tržištu kapitala, dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/340411.html
Narodne Novine (2008), Zakon o kaznenim djelima protiv tržišta kapitala, dostupno na: http//narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008_12_152_4151.html
Scharfstein D.S., Stein J.C., (1990), Herd behaviour and investment, The American economic review, 80(3), str. 465.
Siegel J.J., (2003), What is an asset price bubble? An operational definition, European financial management, 9(1), str. 11.-24.
Wang, F.A., (2010), Informed arbitrage with speculative noise trading, Journal of banking and finance, 34(2), str. 304.-313.
Web stranice s kojih su preuzeti podaci
http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/home?wp=DE0008469008
http://uk.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EFTSE
http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EDJI+Historical+Prices
http://www.bse.hu/
http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=SXB5P
http://zse.hr/
http://www.mfin.hr/hr/statistika-aukcija-trezorskih-zapisa
http://www.hnb.hr/tecajn/htecajn.htm

2. Otvoreni investicijski fondovi

2.1. Kvartalno kretanje otvorenih investicijskih fondova

Na dan 30.06.2011. ukupno je registrirano 131 otvorenih investicijskih fondova (OIF) što u usporedbi sa 31.03.2011. predstavlja smanjenje od 0,76% ili 1 fond manje, dok u odnosu na isto razdoblje prethodne godine broj fondova je povećan za 4 fonda odnosno za 3,15%.

Promatrano po vrstama fondova; kvartalno smanjenje za 1 fond zabilježili su obveznički fondovi („ICF Fixed Income" pod upravljanjem Locusta Invest d.o.o. 07.04.2011. brisan iz registra zbog završetka postupka likvidacije) i mješoviti fondovi („ST Aggressive" pod upravljanjem ST Invest d.o.o 26.05.2011. brisan iz registra zbog pripajanja fondu „ST Balanced"), dok su dionički fondovi povećani za 1 fond („lirika Indija" pod upravljanjem Ilirika Investments d.o.o. 19.05.2011. osnovan fond).

Kod preostale dvije vrste fondova (novčani fondovi i fondovi rizičnog kapitala) nije se mijenjao broj fondova.

Tablica 2.1.1. Broj fondova prema vrsti fonda

Vrsta fonda	Broj fondova na dan 30.06.2010.	Broj fondova na dan 30.09.2010.	Broj fondova na dan 31.12.2010.	Broj fondova na dan 31.03.2011.	Broj fondova na dan 30.06.2011.	% promjena 30.06.2011. /31.03.2011.	Godišnja promjena
Novčani	22	21	22	23	23	0,00%	4,55%
Obveznički	10	10	10	10	9	-10,00%	-10,00%
Mješoviti	31	29	29	29	28	-3,45%	-9,68%
Dionički	62	63	63	63	64	1,59%	3,23%
Fond rizičnog kapitala	2	4	7	7	7	0,00%	250,00%
UKUPNO	**127**	**127**	**131**	**132**	**131**	**-0,76%**	**3,15%**

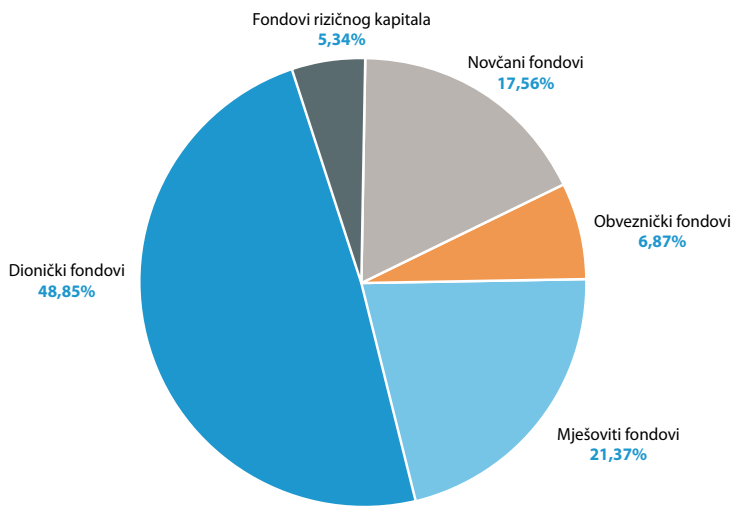
Izvor: HANFA

Otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom na dan 30.06.2011. ukupno je 101 fond (od toga: novčani 20, obveznički 8, mješoviti 19 i dionički 54), a s privatnom ponudom ih je 23 fonda (od toga: novčani 3, obveznički 1, mješoviti 9 i dionički 10).

Strukturu ukupnog broja OIF-a u II. kvartalu 2011. sačinjavaju:

- dionički fondovi sa 48,85%
- mješoviti fondovi sa 21,37%
- novčani fondovi sa 17,56%
- obveznički fondovi sa 6,87% i
- fondovi rizičnog kapitala sa 5,34%.

Grafikon 2.1.1. Struktura broja fondova prema vrsti fonda u II. kvartalu 2011 .godine



Izvor: HANFA

Ukupna neto imovina OIF-a u II. kvartalu iznosi 15,87 milijardi kuna što je za 7,18% više u odnosu na I. kvartal 2011. godine. Kvartalno kretanje neto imovine i vrijednosti udjela, te tromjesečna promjena NAV-a otvorenih investicijskih fondova po društvima i fondovima u prva 2 kvartala 2011. prikazani su u sljedećoj tablici.

Tablica 2.1.2. Društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima u I. i II. kvartalu 2011. godine

Redni broj	DRUŠTVO	FOND	VRSTA	ULAGANJE	31.03.2011.		30.06.2011.		Promjena NAV-a u %
					NAV	UDJEL	NAV	UDJEL	
1.	**ADRIATICA CAPITAL d.o.o.**	AC EXCEL	PP	D	5.033.207	373,4308	4.653.921	345,2903	-7,5 %
		AC Global Balanced Emerging Markets	JP	M	14.643.367	81,6100	13.997.377	78,5594	-4,4 %
		AC Global Dynamic Emerging Markets	JP	D	14.567.452	80,8509	14.109.034	77,4327	-3,1 %
		AC Global Utility	PP	D	16.168.004	419,4677	16.182.494	419,8436	0,1 %
		AC RUSIJA	JP	D	9.913.509	342,1152	8.267.621	306,9884	-16,6 %
		PROSPECTUS Jugoistočna Europa	JP	D	24.488.377	63,6791	23.027.989	58,1910	-6,0 %
		Ukupno			**84.813.916**		**80.238.435**		**-5,4 %**
2.	**AGRAM INVEST d.d.**	AGRAM Cash	JP	N	123.503.875	11,4269	168.199.534	11,5029	36,2 %
		AGRAM EURO CASH	JP	N	26.954.115	79,4230	24.220.278	79,9108	-10,1 %
		AGRAM PRIVATE	PP	D	50.402.055	7088,4132	65.473.356	7796,4322	29,9 %
		AGRAM SKAUT	JP	D	0	0	0	0	0,0 %
		AGRAM TRUST	JP	M	15.224.277	70,7161	16.485.206	71,1577	8,3 %
		Ukupno			**216.084.322**		**274.378.375**		**27,0 %**
3.	**ALLIANZ INVEST d.o.o.**	Allianz Cash	JP	N	184.040.383	109,1996	183.898.265	109,9182	-0,1 %
		Allianz Portfolio	JP	M	8.153.794	117,5160	8.171.614	119,1503	0,2 %
		Ukupno			**192.194.177**		**192.069.878**		**-0,1 %**
4.	**ALTERNATIVE INVEST d.o.o.**	A1	JP	D	10.604.245	89,2757	10.489.895	90,0296	-1,1 %
		AP1	PP	M	7.897.683	95,8152	8.034.885	97,4797	1,7 %
		AP2	PP	D	4.213.154	114,6083	4.268.948	116,1260	1,3 %
		Ukupno			**22.715.082**		**22.793.728**		**0,3 %**
5.	**CEBA INVEST d.o.o.**	C PREMIUM	JP	M	12.078.813	5,6576	12.221.758	5,7256	1,2 %
		C Zenit	JP	D	5.961.219	51,0940	6.102.328	52,3035	2,4 %
		Ukupno			**18.040.032**		**18.324.086**		**1,6 %**
6.	**CERTUS INVEST d.o.o.**	CERTUS ARGENTUM	PP	N					
		Certus Cash	JP	N	4.018.227	100,4473	5.040.962	100,4473	25,5 %
		Ukupno			**4.018.227**		**5.040.962**		**25,5 %**
7.	**ERSTE - INVEST d.o.o.**	Erste Adriatic Equity	JP	D	227.349.025	695,2770	234.239.613	699,6474	3,0 %
		Erste Aggressive	JP	D	0	0	0	0	0,0 %
		Erste Balanced	JP	M	105.242.377	934,6714	112.545.893	954,3706	6,9 %
		Erste Bond	JP	O	491.711.631	979,7513	639.818.668	995,7768	30,1 %
		Erste Elite	PP	M	22.448.902	928,8770	23.424.096	969,2280	4,3 %
		Erste Euro - Money	JP	N	255.686.751	786,3050	197.764.014	791,6120	-22,7 %
		Erste Exclusive	PP	M	18.829.025	917,0900	21.971.500	957,5006	16,7 %
		Erste Moderate	JP	M	0	0	0	0	0,0 %
		Erste Money	JP	N	788.929.768	139,4908	1.077.314.728	140,2643	36,6 %
		Erste TOTAL EAST	JP	D	107.243.841	262,6195	101.679.749	257,4063	-5,2 %
		Ukupno			**2.017.441.320**		**2.408.758.261**		**19,4 %**
8.	**FIMA GLOBAL INVEST d.o.o.**	FIMA Equity	JP	D	18.444.590	76,1949	18.253.901	77,0007	-1,0 %
		Ukupno			**18.444.590**		**18.253.901**		**-1,0 %**

Redni broj	DRUŠTVO	FOND	VRSTA	ULAGANJE	31.03.2011.		30.06.2011.		Promjena NAV-a u %
9.	**HPB-INVEST d.o.o.**	HPB Dionički	JP	D	21.804.610	91,5187	22.697.818	92,3896	4,1%
		HPB Dynamic	JP	D	20.855.327	51,2890	20.216.407	49,7009	-3,1%
		HPB Euronovčani	JP	N	0	0	0	0	0,0%
		HPB Global	JP	M	93.796.083	103,3216	96.529.728	102,4579	2,9%
		HPB Novčani	JP	N	309.135.039	133,1472	363.998.727	133,8516	17,7%
		HPB Obveznički	JP	O	20.226.705	942,5248	28.825.707	952,4199	42,5%
		HPB Titan	JP	D	9.812.728	542,5818	9.191.060	518,4219	-6,3%
		HPB World Absolute Value - DJE	JP	D	15.149.665	712,5428	15.094.821	725,5485	-0,4%
		Ukupno			**490.780.158**		**556.554.269**		**13,4%**
10.	**HYPO-ALPE-ADRIA INVEST d.d.**	Hi-balanced	JP	M	70.990.232	75,0504	76.126.210	74,6570	7,2%
		Hi-cash	JP	N	97.458.238	139,7974	106.653.059	140,9010	9,4%
		Hi-conservative	JP	O	7.970.775	85,3838	8.867.955	86,6984	11,3%
		Hi-growth	JP	D	65.105.112	62,8406	61.616.454	61,5224	-5,4%
		Ukupno			**241.524.356**		**253.263.679**		**4,9%**
11.	**ICAM d.o.o.**	Capital One	JP	O	58.623.432	16503,3224	74.664.617	16696,9957	27,4%
		Capital Two	JP	D	8.311.443	7889,8383	9.173.736	7850,4152	10,4%
		EQUINOX 1	PP	M	13.903.334	1,0063	13.852.433	1,0066	-0,4%
		EQUINOX 2	PP	M	6.062.681	0,7950	6.036.190	0,7909	-0,4%
		EQUINOX 3	PP	M	4.222.218	0,9528	4.206.065	0,9491	-0,4%
		Fond za stabilnost	PP	M	58.156.422	1,1631	58.601.808	1,1720	0,8%
		Hermes	PP	O	90.965.856	8,6473	91.917.062	8,7377	1,0%
		KWSO Capital Flex	PP	M	11.263.989	0,9706	11.399.848	0,9823	1,2%
		Oxygen	PP	N	5.262.795	8,1198	757.907	8,0306	-85,6%
		Ukupno			**256.772.169**		**270.609.665**		**5,4%**
12.	**ILIRIKA INVESTMENTS d.o.o.**	Ilirika Azijski Tigar	JP	D	5.651.636	393,8358	5.144.079	371,0552	-9,0%
		ILIRIKA BRIC	JP	D	31.029.994	811,6769	28.239.669	755,2096	-9,0%
		Ilirika Gold	JP	D	4.840.238	705,9878	4.275.976	650,2476	-11,7%
		Ilirika Indija	JP	D			0	0	0,0%
		Ilirika Jugoistočna Europa	JP	D	94.195.413	1231,6052	85.947.157	1150,8760	-8,8%
		Ilirika Jugoistočna Europa Balanced	JP	M	43.189.503	1115,9539	40.434.330	1065,2884	-6,4%
		Ukupno			**178.906.783**		**164.041.212**		**-8,3%**
13.	**KD INVESTMENTS d.o.o.**	KD Balanced	JP	M	7.074.191	8,3631	6.685.945	8,0905	-5,5%
		KD Energija	JP	D	10.038.312	11,4316	9.103.735	10,4711	-9,3%
		KD Nova Europa	JP	D	22.932.442	7,6230	19.724.356	7,0514	-14,0%
		KD Prvi izbor	JP	D	5.755.039	13,0636	5.357.767	12,5145	-6,9%
		KD Victoria	JP	D	70.250.196	14,6426	69.540.944	14,4829	-1,0%
		Ukupno			**116.050.180**		**110.412.747**		**-4,9%**
14.	**LOCUSTA INVEST d.o.o.**	ICF Balanced	JP	M	16.640.144	120,5722	18.877.808	124,7865	13,4%
		ICF Money Market	JP	N	0	0	5.238.973	100,0788	0,0%
		LocustaWest	JP	D	0	0	0	0	0,0%
		Locusta Cash	PP	N	142.439.950	1183,2181	99.187.327	1193,4916	-30,4%
		Locusta Value I	PP	D	28.236.399	1021,1872	27.340.404	988,7830	-3,2%
		Locusta Value II	PP	D	46.873.917	1084,2638	45.634.502	1055,5943	-2,6%
		Locusta Value III	PP	D	7.452.383	952,6720	6.679.855	853,9162	-10,4%
		Ukupno			**241.642.792**		**202.958.868**		**-16,0%**
15.	**NFD AUREUS INVEST d.d.**	MP-BRIC.HR	JP	D	7.776.721	343,4538	6.147.051	323,5324	-21,0%
		MP-Global.HR	JP	D	5.067.928	319,1961	4.857.583	315,4490	-4,2%
		MP-MENA.HR	JP	D	4.569.516	452,8433	4.318.925	439,4632	-5,5%
		NFD Aureus BRIC	JP	D	8.907.693	204,8565	8.971.047	195,0317	0,7%
		NFD Aureus Emerging Markets Balanced	JP	M	14.014.006	79,9540	13.636.184	79,2845	-2,7%
		NFD Aureus Global Developed	JP	D	56.515.263	96,0263	53.282.953	92,6656	-5,7%
		NFD Aureus New Europe	JP	D	10.392.985	118,1347	9.852.445	109,8427	-5,2%
		NFD Aureus Private Fond	PP	D	53.639.921	74,6654	48.955.703	71,3726	-8,7%
		NFD Aureus US Algorithm	JP	D	30.792.574	148,5117	25.616.589	130,9293	-16,8%
		Ukupno			**191.676.607**		**175.638.480**		**-8,4%**

Redni broj	DRUŠTVO	FOND	VRSTA	ULAGANJE	31.03.2011.		30.06.2011.		Promjena NAV-a u %
16.	**OTP INVEST d.o.o.**	OTP Ekspand	JP	D	0	0	0	0	0,0%
		OTP euro obveznički	JP	O	17.717.152	955,0243	18.340.131	932,3198	3,5%
		OTP Europa Plus	JP	D	10.253.839	860,1191	9.993.468	825,3783	-2,5%
		OTP INDEKSNI FOND	JP	D	137.942.410	45,5628	135.264.696	45,4585	-1,9%
		OTP MERIDIAN 20	JP	D	20.624.725	700,7183	12.406.840	679,2918	-39,8%
		OTP novčani	JP	N	167.116.740	123,5126	217.258.863	124,1955	30,0%
		OTP uravnoteženi	JP	M	39.948.242	115,9907	39.295.499	113,9007	-1,6%
		Ukupno			**393.603.107**		**432.559.496**		**9,9%**
17.	**PBZ INVEST d.o.o.**	PBZ Bond	JP	O	168.672.738	967,5604	206.888.653	971,9521	22,7%
		PBZ Dollar	JP	N	40.263.240	655,7660	40.503.880	642,6018	0,6%
		PBZ Equity	JP	D	362.085.651	89,2600	355.380.567	87,1143	-1,9%
		PBZ Euro novčani	JP	N	479.150.397	934,9174	405.274.063	939,3021	-15,4%
		PBZ Global	JP	M	307.021.751	110,5479	303.788.280	108,7279	-1,1%
		PBZ I-Stock fond	JP	D	242.724.818	71,8666	220.951.443	68,2704	-9,0%
		PBZ Novčani	JP	N	1.104.571.965	133,2038	1.355.082.356	133,9055	22,7%
		Ukupno			**2.704.490.558**		**2.887.869.243**		**6,8%**
18.	**PLATINUM INVEST d.o.o.**	Platinum Blue Chip	JP	D	8.192.374	609,1806	8.545.115	616,0928	4,3%
		PLATINUM CASH	JP	N	7.436.551	102,6335	7.005.653	104,2189	-5,8%
		Platinum Global Opportunity	JP	D	8.889.712	74,4189	7.790.302	68,8852	-12,4%
		Ukupno			**24.518.637**		**23.341.070**		**-4,8%**
19.	**POBA ICO INVEST d.o.o.**	POBA ICO Equity	JP	D	5.986.089	5453,7414	5.738.252	5246,5795	-4,1%
		POBA ICO South-East Europe Equity	PP	D	0	0	0	0	0,0%
		Ukupno			**5.986.089**		**5.738.252**		**-4,1%**
20.	**RAIFFEISEN INVEST d.o.o.**	Raiffeisen Balanced	JP	M	305.516.521	1158,7255	296.521.244	1122,4894	-2,9%
		Raiffeisen Bonds	JP	O	507.456.725	1309,4989	520.780.553	1308,2530	2,6%
		Raiffeisen Cash	JP	N	1.209.258.905	146,2261	1.313.994.290	147,0275	8,7%
		Raiffeisen Central Europe	JP	D	205.576.992	492,5470	191.244.237	463,3312	-7,0%
		Raiffeisen Emerging Markets	JP	D	24.362.349	433,8838	20.096.100	406,3238	-17,5%
		Raiffeisen hrvatske dionice	JP	D	18.087.643	77,5686	18.626.641	77,9310	3,0%
		Raiffeisen Prestige	JP	M	221.487.139	809,5122	154.656.723	794,2540	-30,2%
		Raiffeisen World	JP	D	40.772.613	790,6835	40.665.544	764,2754	-0,3%
		RF Advantage	PP	M	11.272.974	364,5623	11.358.757	367,3364	0,8%
		Ukupno			**2.543.791.862**		**2.567.944.088**		**0,9%**
21.	**ST INVEST d.o.o.**	ST Aggressive	JP	M	2.727.026	66,6502			
		ST Balanced	JP	M	11.217.223	170,6972	16.528.867	165,4105	47,4%
		ST Cash	JP	N	34.644.113	136,2655	37.739.594	137,1186	8,9%
		ST Global Equity	JP	D	12.958.660	44,8659	12.642.592	43,1080	-2,4%
		Ukupno			**61.547.022**		**66.911.053**		**8,7%**
22.	**VB INVEST d.o.o.**	VB CASH	JP	N	204.921.414	118,0541	153.728.671	118,0541	-25,0%
		VB Crobex10	JP	D	7.987.935	112,4111	7.602.253	112,4111	-4,8%
		VB HIGH EQUITY	JP	D	12.391.899	48,6266	11.968.569	48,6266	-3,4%
		VB Smart	JP	M	15.252.825	722,6252	15.216.912	722,6252	-0,2%
		Ukupno			**240.554.073**		**188.516.404**		**-21,6%**
23.	**ZB INVEST d.o.o.**	ZB aktiv	JP	D	496.207.894	106,3124	463.791.319	100,0231	-6,5%
		ZB bond	JP	O	181.770.730	1179,4065	164.643.906	1186,2323	-9,4%
		ZB BRIC+	JP	D	140.062.197	780,9697	158.382.066	730,9417	13,1%
		ZB euroaktiv	JP	D	243.582.411	777,1754	240.714.368	786,5779	-1,2%
		ZB europlus	JP	N	126.857.583	1037,8790	113.851.158	1041,7429	-10,3%
		ZB global	JP	M	713.423.544	1102,1103	662.121.128	1044,2811	-7,2%
		ZB plus	JP	N	2.344.251.903	163,8556	2.873.639.527	164,8462	22,6%
		ZB Private East	PP	D	119.379.064	65,1399	108.137.646	61,3493	-9,4%
		ZB trend	JP	D	174.585.369	978,8925	156.709.563	951,4517	-10,2%
		Ukupno			**4.540.120.695**		**4.941.990.681**		**8,9%**
SVEUKUPNO					**14.805.716.753**		**15.868.206.835**		**7,2%**

Izvor: HANFA

Neto imovina OIF-a s javnom ponudom na dan 30.06.2011. iznosi 15.190.132.129 kuna što je za 7,87% više o odnosu na prethodni kvartal, dok neto imovina OIF-a s privatnom ponudom iznosi 678.074.706 kuna i zabilježila je smanjenje od 6,36% u odnosu prethodni kvartal tekuće godine.

Tablica 2.1.3. Neto imovina fondova prema vrsti fonda

Vrsta fonda	Imovina fondova na dan 30.06.2010.	Imovina fondova na dan 30.09.2010.	Imovina fondova na dan 31.12.2010.	Imovina fondova na dan 31.03.2011.	Imovina fondova na dan 30.06.2011.	% promjena 30.06.2011. /31.03.2011.
Novčani	8.447.039.107	7.576.932.700	6.956.145.096	7.655.901.952	8.750.351.829	14,30%
Obveznički	853.340.682	1.004.996.908	1.270.009.428	1.545.115.743	1.754.747.253	13,57%
Mješoviti	2.101.911.375	2.109.408.450	2.096.298.757	2.171.698.285	2.062.726.288	-5,02%
Dionički	3.172.765.175	3.172.398.076	3.351.911.650	3.433.000.774	3.300.381.466	-3,86%
UKUPNO	**14.575.056.339**	**13.863.736.134**	**13.674.364.931**	**14.805.716.753**	**15.868.206.835**	**7,18%**

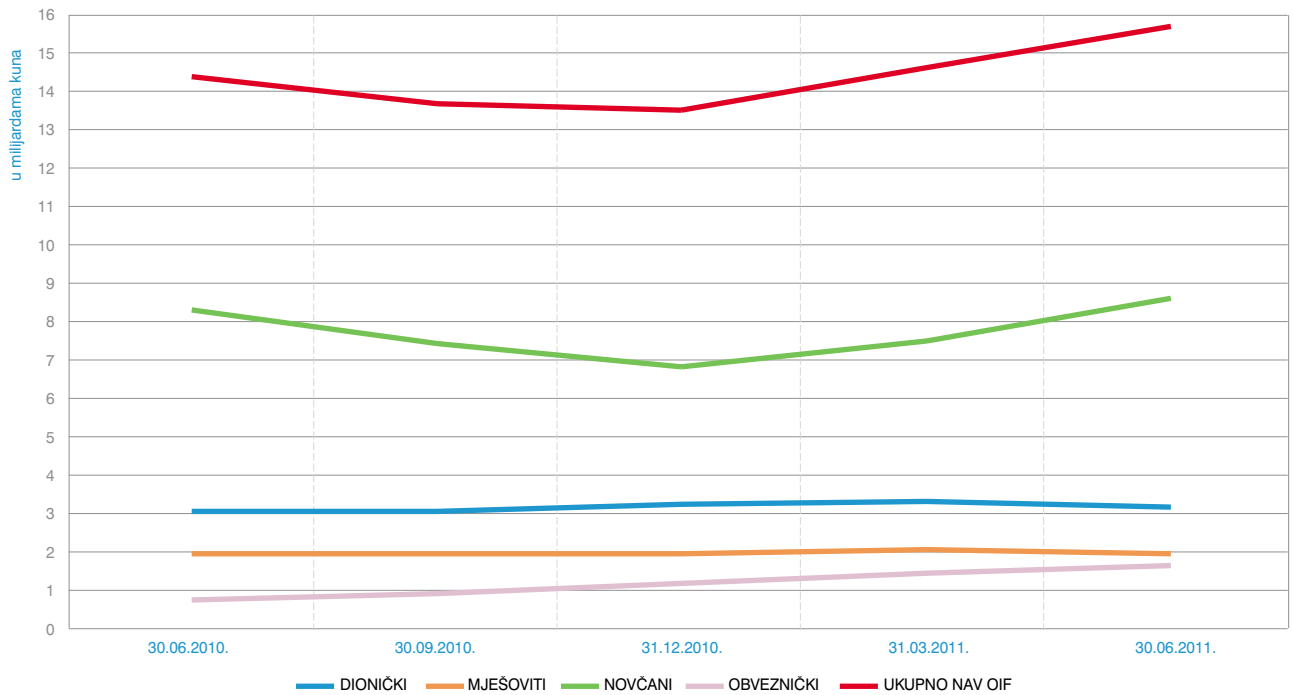
Izvor: HANFA

U II. kvartalu 2011. promatrano po vrsti fonda; neto imovina zabilježila je značajan rast kod dvije vrste (novčani fondovi i obveznički fondovi) dok su preostale dvije vrste fondova zabilježile negativnu stopu rasta (mješoviti fondovi i dionički fondovi). Neto imovina novčanih fondova iznosi 8,75 milijardi kuna što je za 14,30% više u odnosu na I. kvartal 2011. godine. Obveznički fondovi zabilježili su povećanje NAV-a za 13,57% i iznosi 1,75 milijardi kuna. Neto imovina mješovitih fondova na kraju II. kvartala tekuće godine iznosi 2,1 milijardu kuna ili 5,02% manje nego u I. kvartalu. Dionički fondovi iako ih brojčano ima najviše, zabilježili su neto imovinu od 3,3 milijarde kuna ili smanjenje neto imovine od 3,86%.

Jedino neto imovina obvezničkih fondova kontinuirano bilježi trend rasta iz kvartala u kvartal.

Grafikon 2.1.2. prikazuje kvartalno kretanje neto imovine OIF-a prema vrsti fonda u posljednjih godinu dana.

Grafikon 2.1.2. Neto imovina OIF-a po kvartalima prema vrsti fonda



Izvor: HANFA

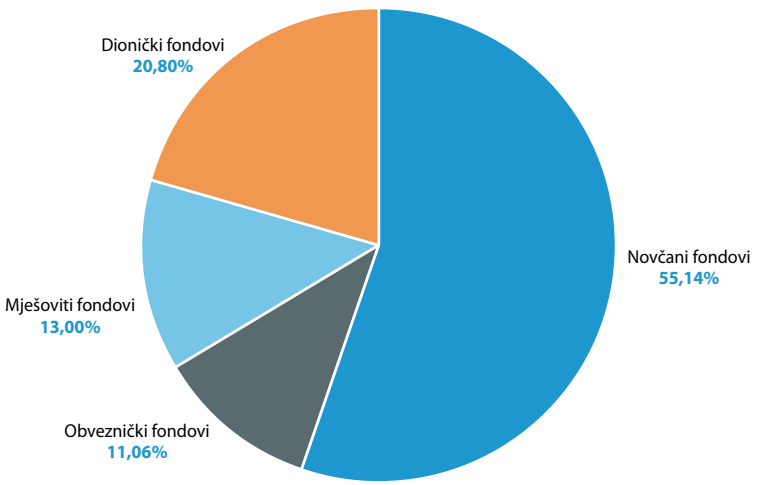
Strukturu ukupne neto imovine otvorenih investicijskih fondova u II. kvartalu 2011. najvećim dijelom čine novčani fondovi (55,14%), zatim dionički (20,80%) i mješoviti (13,00%), dok najmanji udio imaju obveznički fondovi (11,06%). Kvartalno povećanje učešća u strukturi ukupne neto imovine zabilježili su novčani fondovi za 3,43 postotna poena i obveznički fondovi za 0,62 postotna poena, dok su dionički fondovi zabilježili smanjenje učešća za 2,39 postotna poena te mješoviti fondovi za 1,67 postotna poena.

Tablica 2.1.4. Struktura neto imovine OIF-a po kvartalima i vrsti fonda u posljednjih godinu dana

Vrsta fonda	NAV - učešće fondova u % na dan 30.06.2010.	NAV - učešće fondova u % na dan 30.09.2010.	NAV - učešće fondova u % na dan 31.12.2010.	NAV - učešće fondova u % na dan 31.03.2011.	NAV - učešće fondova u % na dan 30.06.2011.
Novčani fondovi	57,96%	54,65%	50,87%	51,71%	55,14%
Obveznički fondovi	5,85%	7,25%	9,29%	10,44%	11,06%
Mješoviti fondovi	14,42%	15,22%	15,33%	14,67%	13,00%
Dionički fondovi	21,77%	22,88%	24,51%	23,19%	20,80%
UKUPNO	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**

Izvor: HANFA

Grafikon 2.1.3. Udio OIF-a u strukturi neto imovine u II. kvartalu 2011. godine



Izvor: HANFA

Tablica 2.1.5. Promjena NAV-a otvorenih investicijskih fondova po društvima u II. kvartalu 2011. i udio u ukupnoj neto imovini po kvartalima

Redni broj	DRUŠTVO	31.03.2011.		30.06.2011.		Promjena NAV-a u %
		NAV	Učešće u %	NAV	Učešće u %	
1	ADRIATICA CAPITAL d.o.o.	84.813.916	0,57%	80.238.435	0,51%	-5,39%
2	AGRAM INVEST d.d.	216.084.322	1,46%	274.378.375	1,73%	26,98%
3	ALLIANZ INVEST d.o.o.	192.194.177	1,30%	192.069.878	1,21%	-0,06%
4	ALTERNATIVE INVEST d.o.o.	22.715.082	0,15%	22.793.728	0,14%	0,35%
5	CEBA INVEST d.o.o.	18.040.032	0,12%	18.324.086	0,12%	1,57%
6	CERTUS INVEST d.o.o.	4.018.227	0,03%	5.040.962	0,03%	25,45%
7	ERSTE - INVEST d.o.o.	2.017.441.320	13,63%	2.408.758.261	15,18%	19,40%
8	FIMA GLOBAL INVEST d.o.o.	18.444.590	0,12%	18.253.901	0,12%	-1,03%
9	HPB-INVEST d.o.o.	490.780.158	3,31%	556.554.269	3,51%	13,40%
10	HYPO-ALPE-ADRIA INVEST d.d.	241.524.356	1,63%	253.263.679	1,60%	4,86%
11	ICAM d.o.o.	256.772.169	1,73%	270.609.665	1,71%	5,39%
12	ILIRIKA INVESTMENTS d.o.o.	178.906.783	1,21%	164.041.212	1,03%	-8,31%
13	KD INVESTMENTS d.o.o.	116.050.180	0,78%	110.412.747	0,70%	-4,86%
14	LOCUSTA INVEST d.o.o.	241.642.792	1,63%	202.958.868	1,28%	-16,01%
15	NFD AUREUS INVEST d.d.	191.676.607	1,29%	175.638.480	1,11%	-8,37%
16	OTP INVEST d.o.o.	393.603.107	2,66%	432.559.496	2,73%	9,90%
17	PBZ INVEST d.o.o.	2.704.490.558	18,27%	2.887.869.243	18,20%	6,78%
18	PLATINUM INVEST d.o.o.	24.518.637	0,17%	23.341.070	0,15%	-4,80%
19	POBA ICO INVEST d.o.o.	5.986.089	0,04%	5.738.252	0,04%	-4,14%
20	RAIFFEISEN INVEST d.o.o.	2.543.791.862	17,18%	2.567.944.088	16,18%	0,95%
21	ST INVEST d.o.o.	61.547.022	0,42%	66.911.053	0,42%	8,72%
22	VB INVEST d.o.o.	240.554.073	1,62%	188.516.404	1,19%	-21,63%
23	ZB INVEST d.o.o.	4.540.120.695	30,66%	4.941.990.681	31,14%	8,85%
UKUPNO		**14.805.716.753**	**100,00%**	**15.868.206.835**	**100,00%**	**7,18%**

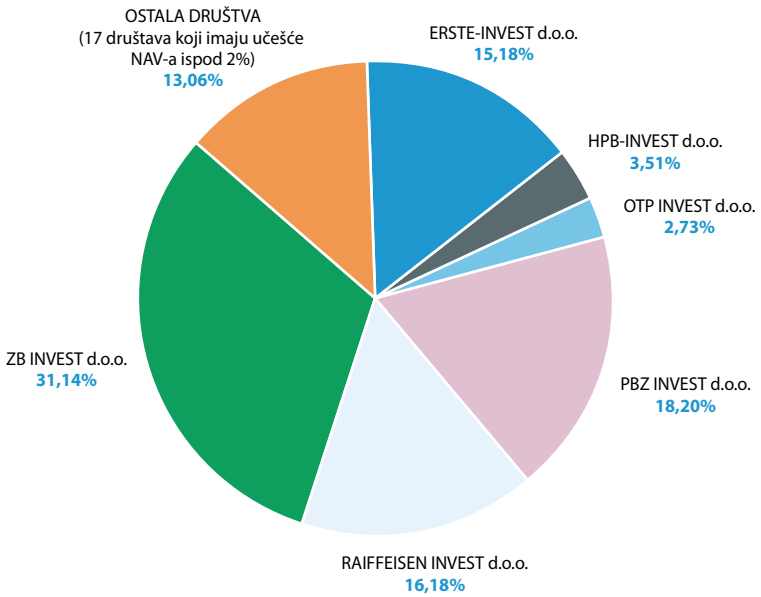
Izvor: HANFA

U II. kvartalu 2011. kod 13 društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima zabilježeno je povećanje neto imovine fondova. Najveće kvartalno povećanje ukupne neto imovine fondova zabilježeno je kod društva AGRAM INVEST d.d. (26,98%), a najveće smanjenje neto imovine ostvareno je kod društva VB INVEST d.o.o. (21,63%).

Promatramo li udio pojedinih društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima u ukupnoj neto imovini OIF-a u II. kvartalu 2011. uočavamo da neto imovina fondova od šest društava sačinjava 86,94% ukupne neto imovine svih fondova. Najveću zastupljenost među njima od 31,14% ukupne neto imovine i dalje ima ZB INVEST d.o.o. Ukupna neto imovina fondova ovih 6 društava iznosi 13,80 milijardi kuna, dok NAV ostalih 17 društva iznosi 2,07 milijardi kuna ili 13,06% ukupne neto imovine. Kod ostalih društava pojedinačno učešće u ukupnoj neto imovini se kreće u rasponu od 0,03% do 1,73%.

Temeljem sudskog rješenja od 18.05.2011. društvo MP Invest d.d. pripojeno je društvu NFD AUREUS INVEST d.d.

Grafikon 2.1.4. Udio u neto imovini OIF-a po društvima u II. kvartalu 2011. godine



Izvor: HANFA

2.2. Analiza distribucije promjene neto imovine i vrijednosti udjela otvorenih investicijskih fondova

Na osnovi usporedbe vrijednosti neto imovine i vrijednosti udjela otvorenih investicijskih fondova u II. kvartalu 2011. u odnosu na I. kvartal 2011., sukladno vrsti fonda, konstruirana su četiri grafikona i to za: novčane, obvezničke, mješovite i dioničke fondove.

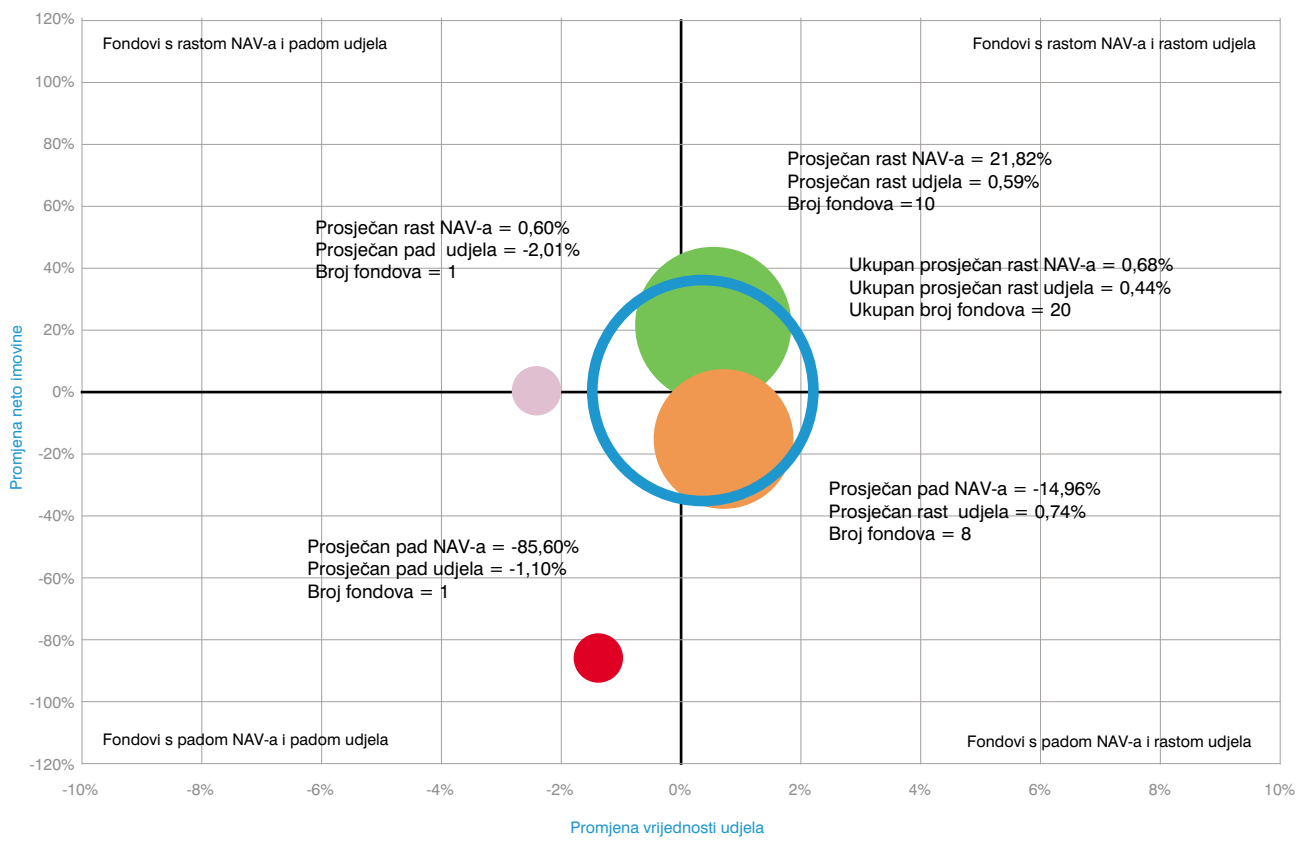
2.2.1. Novčani fondovi

Od 23 novčana fonda 3 fonda nisu obuhvaćena analizom iz slijedećih razloga: jedan fond još nije počeo s radom, jedan je prestao s radom ali još nije brisan iz registra, dok je jedan ponovo počeo s radom tek u šestom mjesecu.

Deset novčanih OIF-a zabilježilo je prosječno povećanje neto imovine od 21,82% i povećanje vrijednosti udjela od 0,59%, jedan fond je ostvario rast neto imovine od 0,60% i pad vrijednosti udjela od 2,01%, osam fondova poslovalo s prosječnim padom neto imovine od 14,96%, ali i s prosječnim rastom vrijednosti udjela od 0,74% , te je jedan fond ostvario pad neto imovine od čak 85,60% i pad vrijednosti udjela od 1,10%.

U prosjeku 20 novčanih fondova zabilježilo je prosječan rast neto imovine od 0,68% i prosječan rast vrijednosti udjela od 0,44%.

Grafikon 2.2.1. Distribucija promjene neto imovine i vrijednosti udjela novčanih OIF-a u II. kvartalu 2011. godine

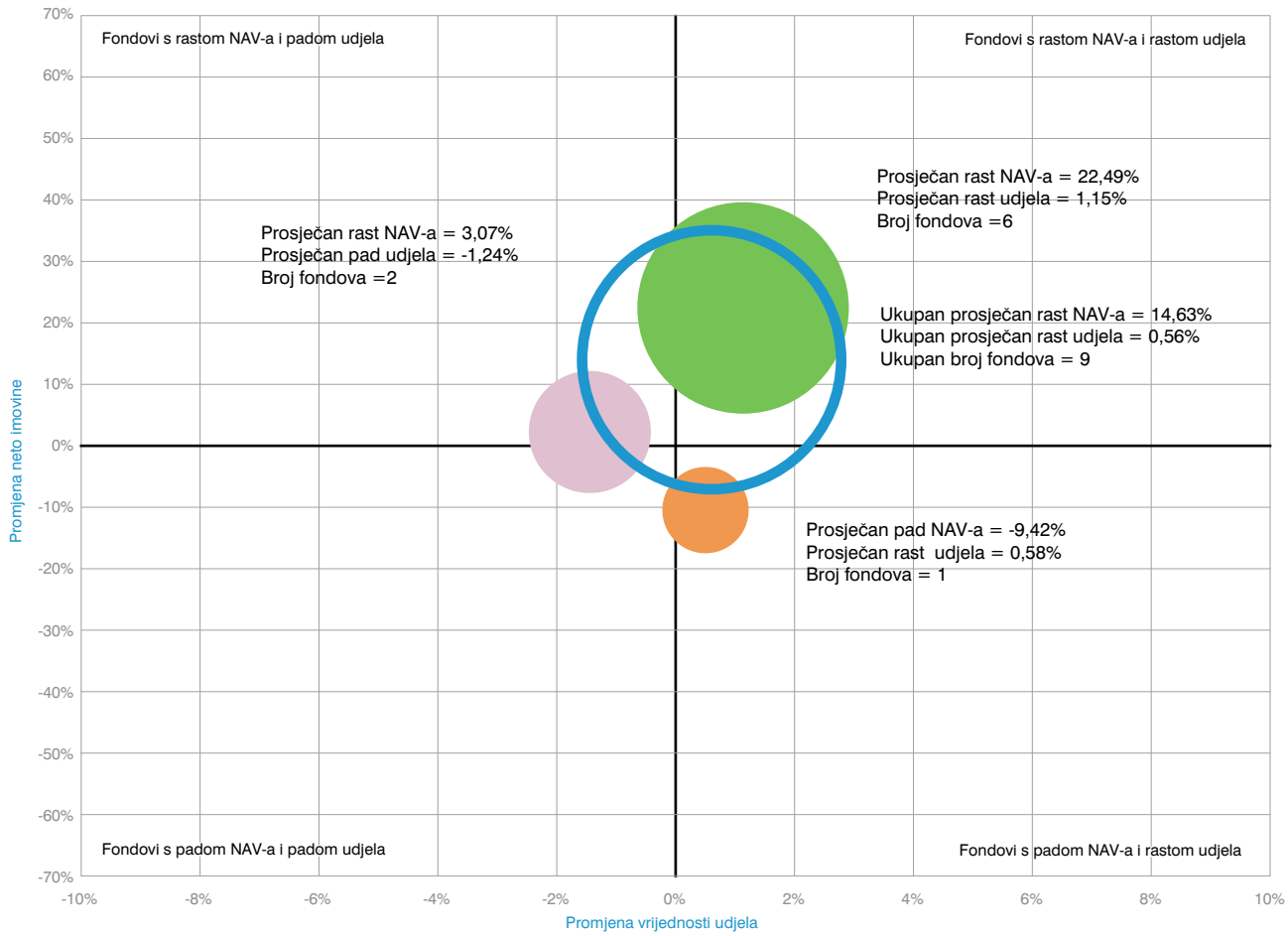


Izvor: HANFA

2.2.2. Obveznički fondovi

Devet obveznickih fondova zajedno je poslovalo s prosječnim rastom neto imovine od 14,63% i prosječnim rastom vrijednosti udjela od 0,56%. Šest fondova poslovalo je s prosječnim rastom neto imovine od 22,49% i prosječnim rastom vrijednosti udjela od 1,15%. Prosječan rast neto imovine od 3,07% i pad vrijednosti udjela od 1,24% ostvarila su dva fonda, dok je jedan obveznički fond zabilježio pad neto imovine od 9,42% i prosječan rast vrijednosti udjela od 0,58%.

Grafikon 2.2.2. Distribucija promjene neto imovine i vrijednosti udjela obveznickih OIF-a u II. kvartalu 2011. godine

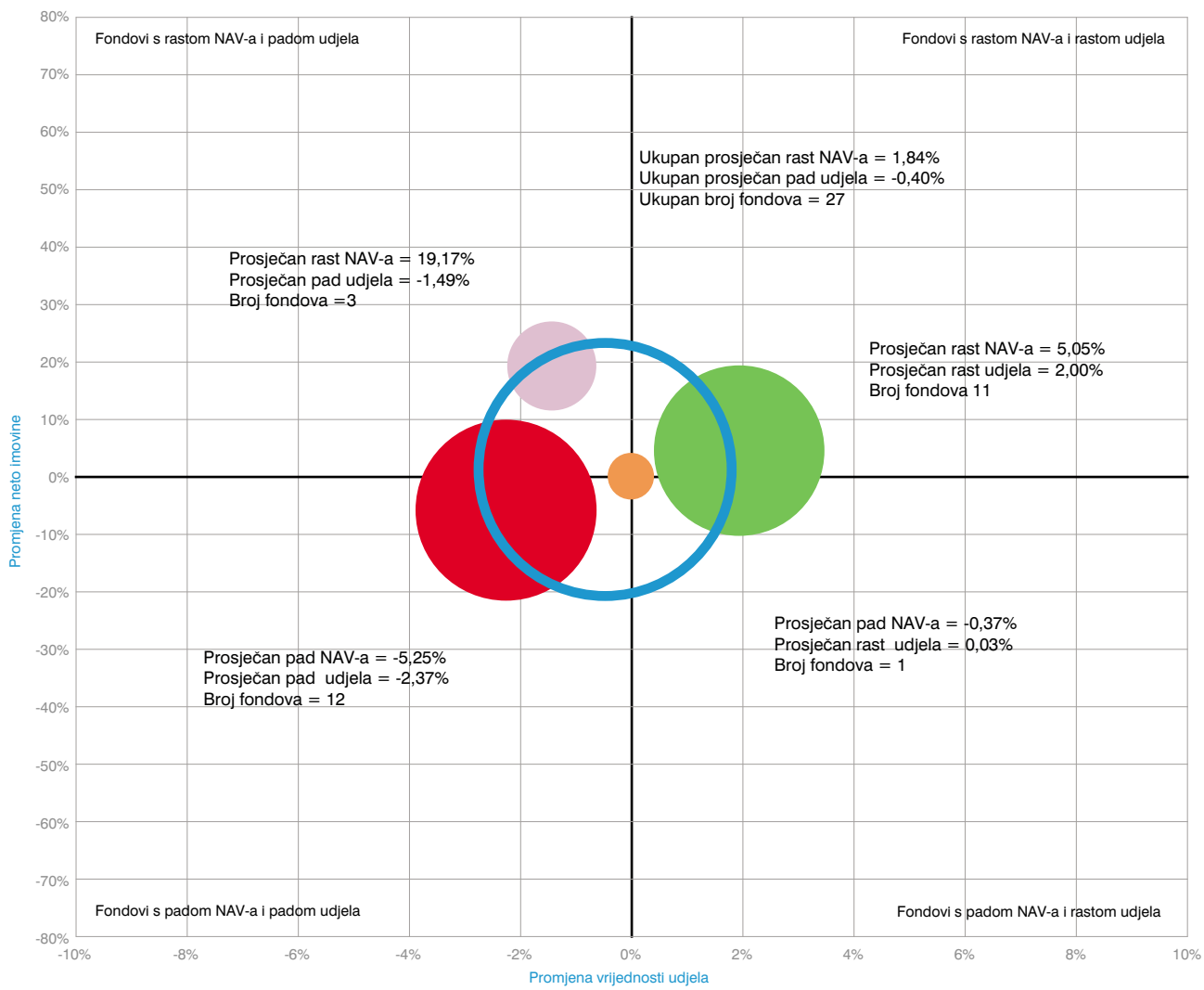


Izvor: HANFA

2.2.3. Mješoviti fondovi

Od ukupno 28 mješovitih fondova analizirano ih je 27, jer jedan fond još nije počeo s radom. Mješoviti fondovi ukupno su zabilježili prosječan rast neto imovine od 1,84% ali i prosječno smanjenje vrijednosti udjela od 0,40% u odnosu na protekli kvartal. Jedanaest mješovitih fondova zabilježilo je prosječan rast neto imovine od 5,05% i prosječan rast vrijednosti udjela od 2,00%. Dvanaest fondova ostvarili su prosječan pad neto imovine od 5,25% i pad vrijednosti udjela od 2,37%. Jedan fond ostvario je prosječan pad neto imovine od 0,37% i prosječan rast vrijednosti udjela od 0,03%. Prosječan rast neto imovine od 19,17% i prosječan pad vrijednosti udjela od 1,49% ostvarila su tri mješovita fonda.

Grafikon 2.2.3. Distribucija promjene neto imovine i vrijednosti udjela mješovitih OIF-a u II. kvartalu 2011. godine

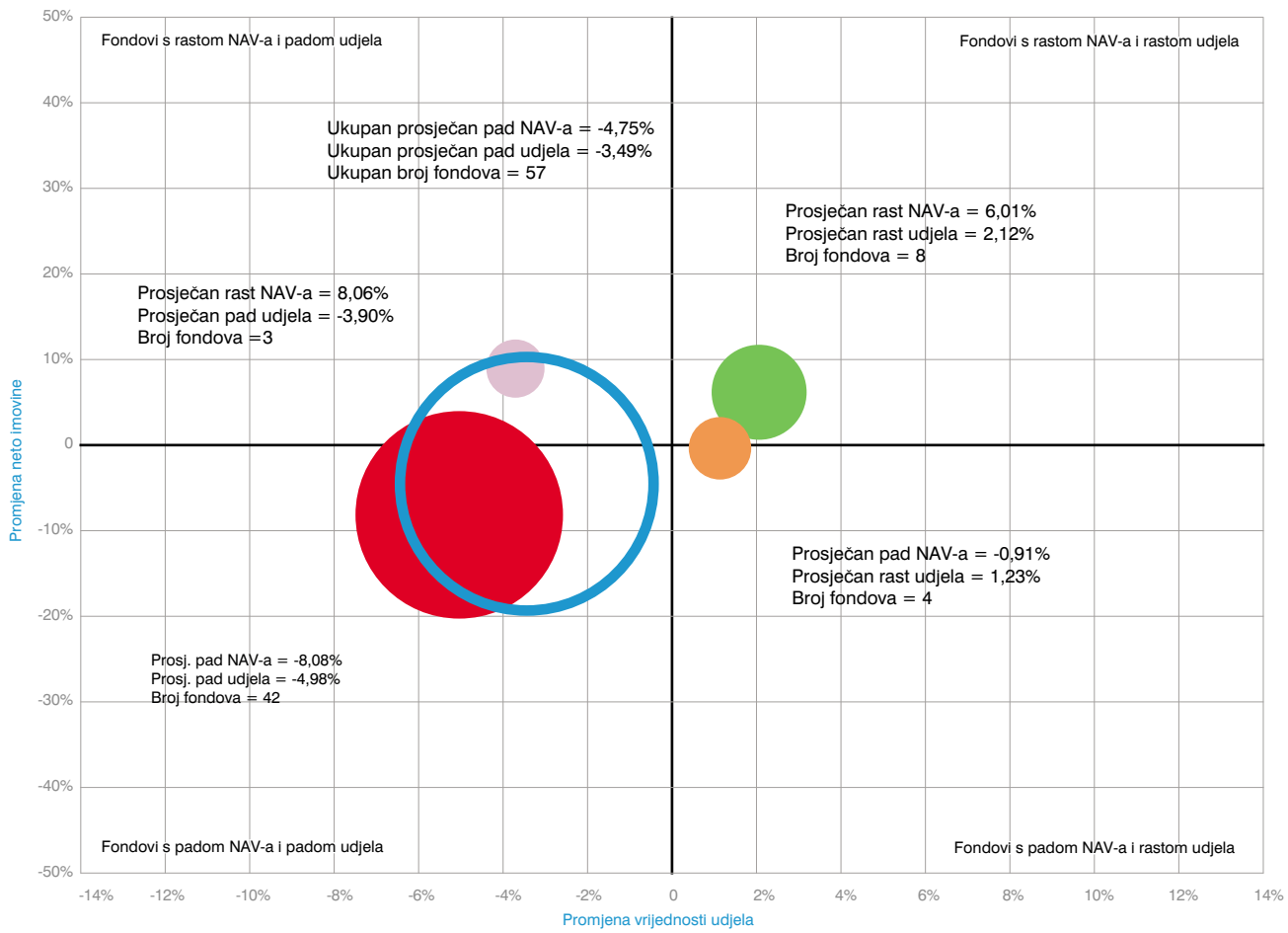


Izvor: HANFA

2.2.4. Dionički fondovi

Od ukupno 64 dionička fonda analizirano je 57 fondova, jer šest fondova još nije počelo s radom a jedan fond je novoosnovan. Ukupno 57 dioničkih fondova zabilježili su prosječan pad neto imovine od 4,75% i prosječan pad vrijednosti udjela od 3,49%. Osam dioničkih fondova ostvarili su prosječan rast neto imovine od 6,01% i prosječan rast vrijednosti udjela od 2,12% u odnosu na I. kvartal 2011. godine. Prosječni pad neto imovine od 8,08% i prosječni pad vrijednosti udjela od 4,98% ostvarila su 42 fonda. Četiri fonda su poslovala s prosječnim padom neto imovine od 0,91%, i prosječnim rastom vrijednosti udjela od 1,23%, dok su tri fonda zabilježila rast neto imovine od 8,06% i prosječan pad vrijednosti udjela od 3,90%.

Grafikon 2.2.4. Distribucija promjene neto imovine i vrijednosti udjela dioničkih OIF-a u II. kvartalu 2011. godine

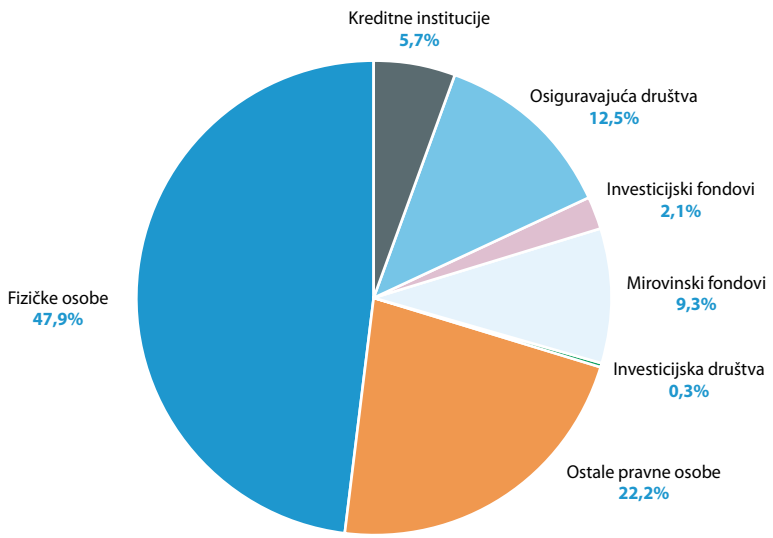


Izvor: HANFA

2.3. Struktura udjelničara otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom

Imovina investicijskih fondova s javnom ponudom 30.lipnja 2011. iznosila je 15,2 milijardi kuna, od čega 7,3 milijardi kuna ili 47,9% navedene imovine čini imovina fizičkih osoba, a 7,9 milijardi kuna ili 52,1% imovina pravnih osoba. Među pravnim osobama najveća je imovina ostalih pravnih osoba s udjelom u imovini investicijskih fondova s javnom ponudom od 22,2%, a za njome slijede osiguravajuća društva s udjelom od 12,5% udjela.

Grafikon 2.3.1. Udjeli imovine pojedine kategorije udjelničara



Izvor: HANFA

Raspodjela imovine pojedine kategorije udjelničara prema vrstama fondova prikazana je u tablici 2.3.1.

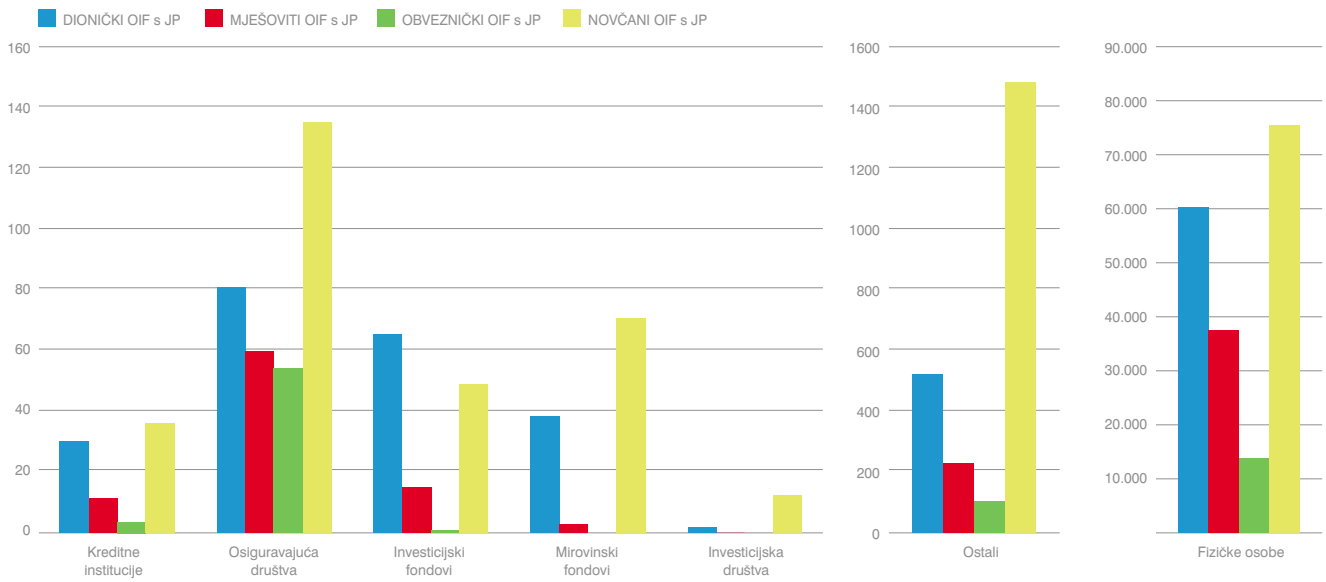
Tablica 2.3.1. Neto imovina prema kategorijama udjelničara i vrsti fonda (u mil.kn)

Vrsta fonda	Neto imovina 30.06.2011	Raspodjela imovine prema kategoriji udjelničara						
		Kreditne institucije	Osiguravajuća društva	Investicijski fondovi	Mirovinski fondovi	Investicijska društva	Ostali	Fizičke osobe
DIONIČKI OIF s JP	2.973	154	361	77	290	3	248	1.840
MJEŠOVITI OIF s JP	1.904	100	184	23	33	0	172	1.392
OBVEZNIČKI OIF s JP	1.663	30	304	2	0	0	554	773
NOVČANI OIF s JP	8.650	587	1.055	222	1.082	43	2.395	3.265
UKUPNO OIF s JP	**15.190**	**872**	**1.905**	**324**	**1.405**	**46**	**3.369**	**7.269**

Izvor: HANFA

Od 190,3 tisuća udjelničara 187,3 tisuća je fizičkih, a 3,0 tisuća pravnih osoba[12]. Njihova distribucija prema vrstama fondova u koje su uložili prikazana je na grafikonu 2.3.2.

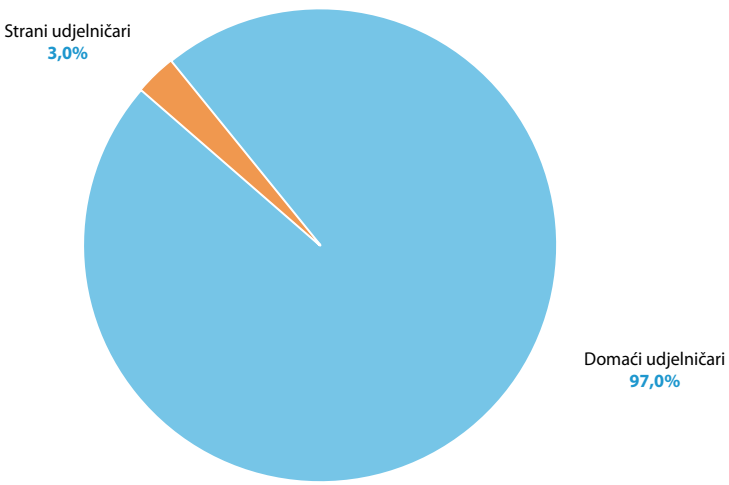
Grafikon 2.3.2.Broj udjelničara u pojedinoj vrsti fonda prema kategorijama udjelničara



Izvor: HANFA

Domaći udjelničari prevladavaju te njihov udio u imovini iznosi 97,0%. Ako uspoređujemo domaće i strane udjelničare po broju, 98,7% ukupnog broja udjelničara su domaće, a samo 1,3% strane pravne i fizičke osobe.

Grafikon 2.3.3. Odnos imovine domaćih i stranih udjelničara



Izvor: HANFA

[12] Udjelničari koji imaju sredstva uložena u više fondova brojani su više puta, jer ih je među fondovima nemoguće identificirati.

3. Mirovinski fondovi

3.1. Obvezni mirovinski fondovi (OMF)

Obvezni mirovinski fondovi (OMF) su u II. kvartalu 2011. imali ukupno 1.578.866 **članova.** U odnosu na prethodni kvartal to je porast od 0,43% ili 6.704 nova člana. Povećanje broja članova u odnosu na II. kvartal 2010. Iznosi 2,38 % (36.673 člana).

Ukupna neto imovina obveznih mirovinskih fondova u II. kvartalu 2011. iznosila je 40 mlrd. kn, što je porast od 3,95% (1,5 mlrd. kn) u odnosu na prethodni kvartal, dok povećanje u odnosu na II. kvartal prethodne godine iznosi 25,44% (8,1 mlrd. kn).

Tablica 3.1.1. Neto imovina OMF-ova (u mil. kn)

Fond	30.06.2011.	31.03.2011.	30.06.2010.	Promjena 30.06.2011.- 31.03.2011.		Promjena 30.06.2011. - 30.06.2010.	
				Apsolutna	Postotna	Apsolutna	Postotna
AZ OMF	15.996	15.297	12.608	699	4,57%	3.388	26,87%
Erste Plavi OMF	5.323	5.118	4.200	206	4,02%	1.124	26,76%
PBZ/CO OMF	6.747	6.490	5.322	257	3,95%	1.425	26,76%
Raiffeisen OMF	11.923	11.564	9.749	359	3,11%	2.175	22,31%
Ukupno	**39.990**	**38.469**	**31.879**	**1.520**	**3,95%**	**8.111**	**25,44%**

Izvor: HANFA

Kod **strukture ulaganja** na području **domaće** imovine najveći dio čini ulaganje u državne obveznice, koje iznosi 24,3 mlrd. kn ili 59,39% ukupne imovine, dok ulaganje u dionice iznosi 6,2 mlrd. kn, što čini 15,24% imovine. Najveći nominalni kvartalni rast, od 124,27%, bilježe ulaganja u otvorene investicijske fondove, dok najveći nominalni kvartalni pad imaju ulaganja u kratkoročne vrijednosne papire (-12,92%) i korporativne obveznice (-5,57%). U odnosu na II. kvartal 2010. najveći nominalni rast bilježe ulaganja u dionice (59,09%), i državne obveznice (33,56%), dok je najveći nominalni godišnji pad zabilježen kod ulaganja u kratkoročne vrijednosne papire (-94,09%).

Na području **inozemne** imovine najviše se ulagalo u dionice (2,9 mlrd. kn ili 7,09% imovine) i u otvorene investicijske fondove (2,5 mlrd. kn ili 6,10% imovine). Najveći nominalni kvartalni rast bilježe ulaganja u dionice (8,98%) , a najveći nominalni kvartalni pad imaju ulaganja u otvorene investicijske fondove (-2,23%). U odnosu na II. kvartal 2010. najveći nominalni rast imaju ulaganja u otvorene investicijske fondove (93,17%), a najveći nominalni pad bilježe ulaganja u korporativne obveznice (-91,31%).

Kvartalni prinosi svih OMF-ova na kraju II. kvartala bili su u rasponu od 0,15% do 1,68%.

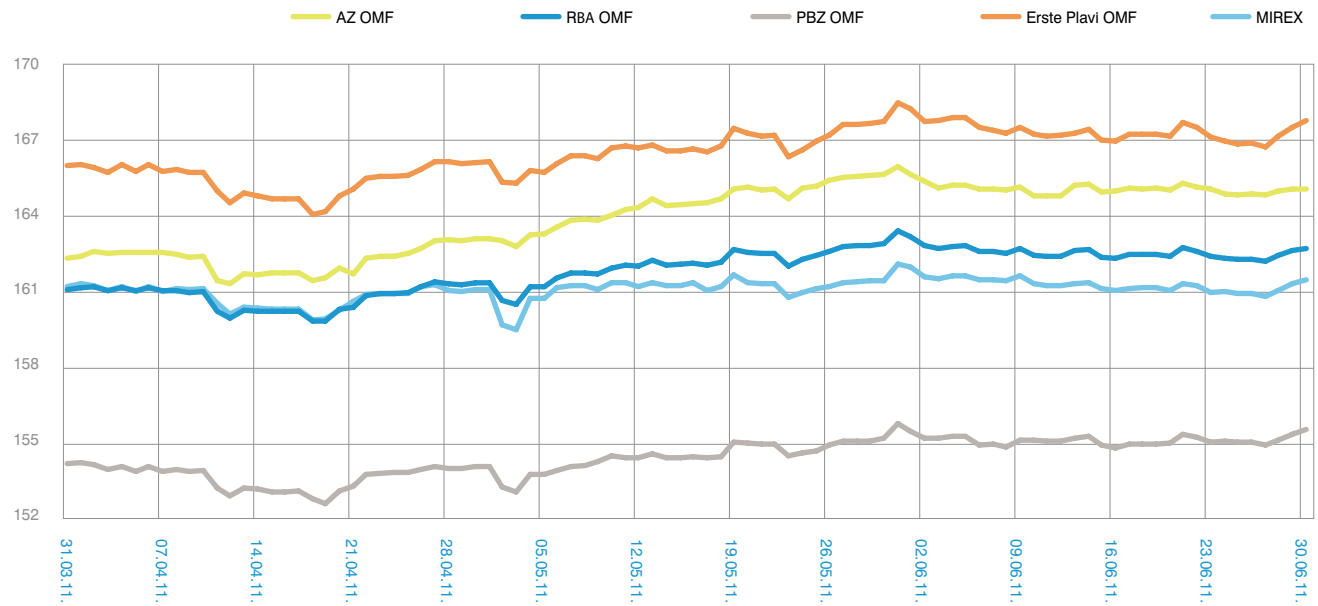
Kvartalni prinos Mirex-a iznosio je 1,01%.

Raspon **prinosa svakog dana u odnosu na početak kvartala** svih OMF-ova tijekom II. kvartala iznosio je od minimalnih -1,15% do maksimalnih 2,23%.

Prosječni prinosi svakog dana u odnosu na početak kvartala svih OMF-ova u II. kvartalu kretali su se u rasponu od -0,08% do 0,99%.

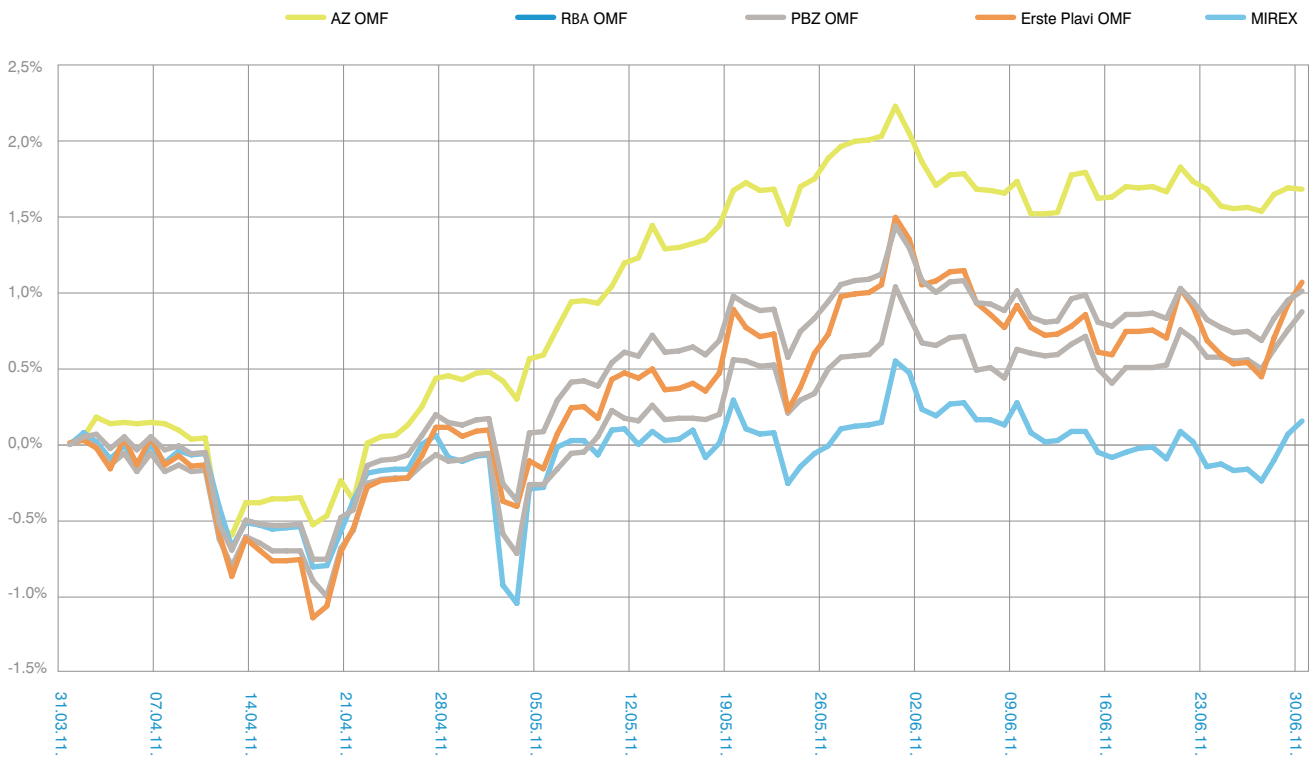
Prinosi Mirex-a svakog dana u odnosu na početak kvartala kretali su se u rasponu od -0,76% do 1,44%, a **prosječni prinos Mirex-a svakog dana u odnosu na početak kvartala** u II. kvartalu 2011. iznosio je 0,44%.

Grafikon 3.1.1. Vrijednosti obračunskih jedinica OMF-ova i Mirex-a u II. kvartalu 2011.



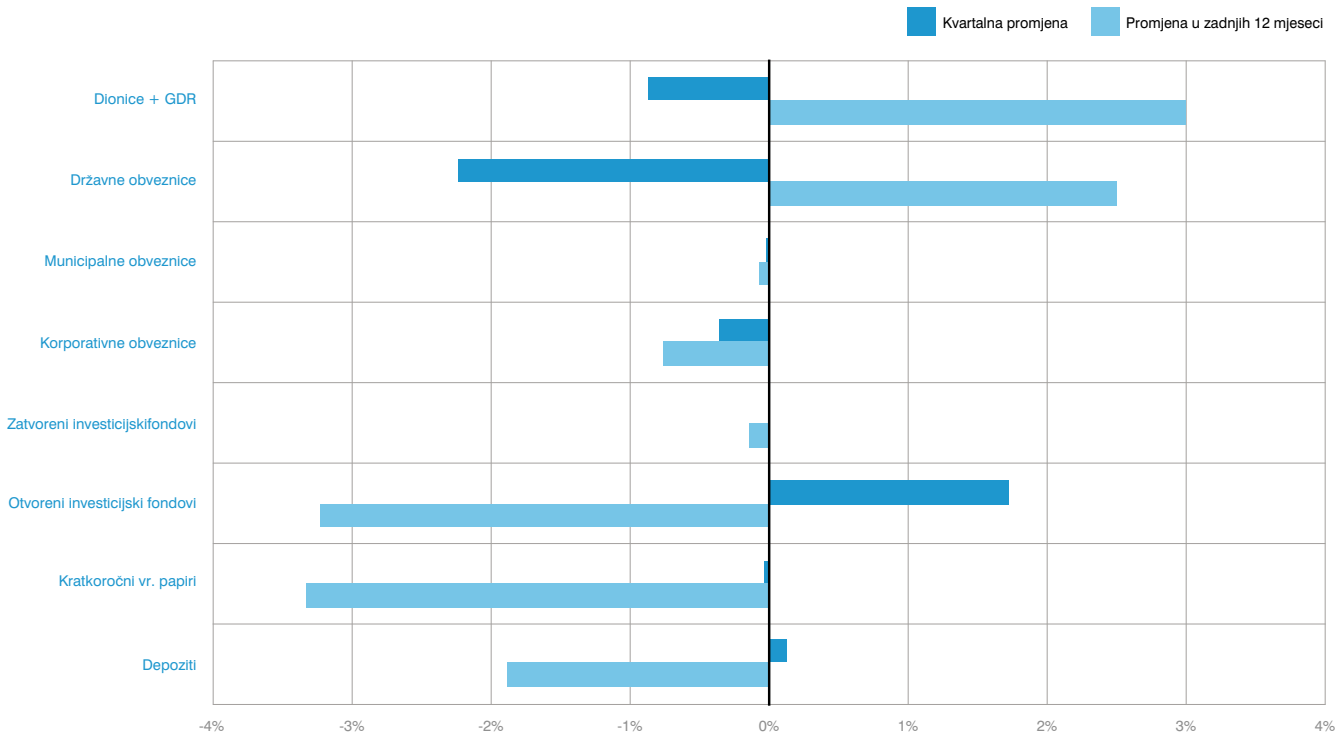
Izvor: HANFA

Grafikon 3.1.2. Prinosi OMF-ova i Mirex-a u II. kvartalu 2011.



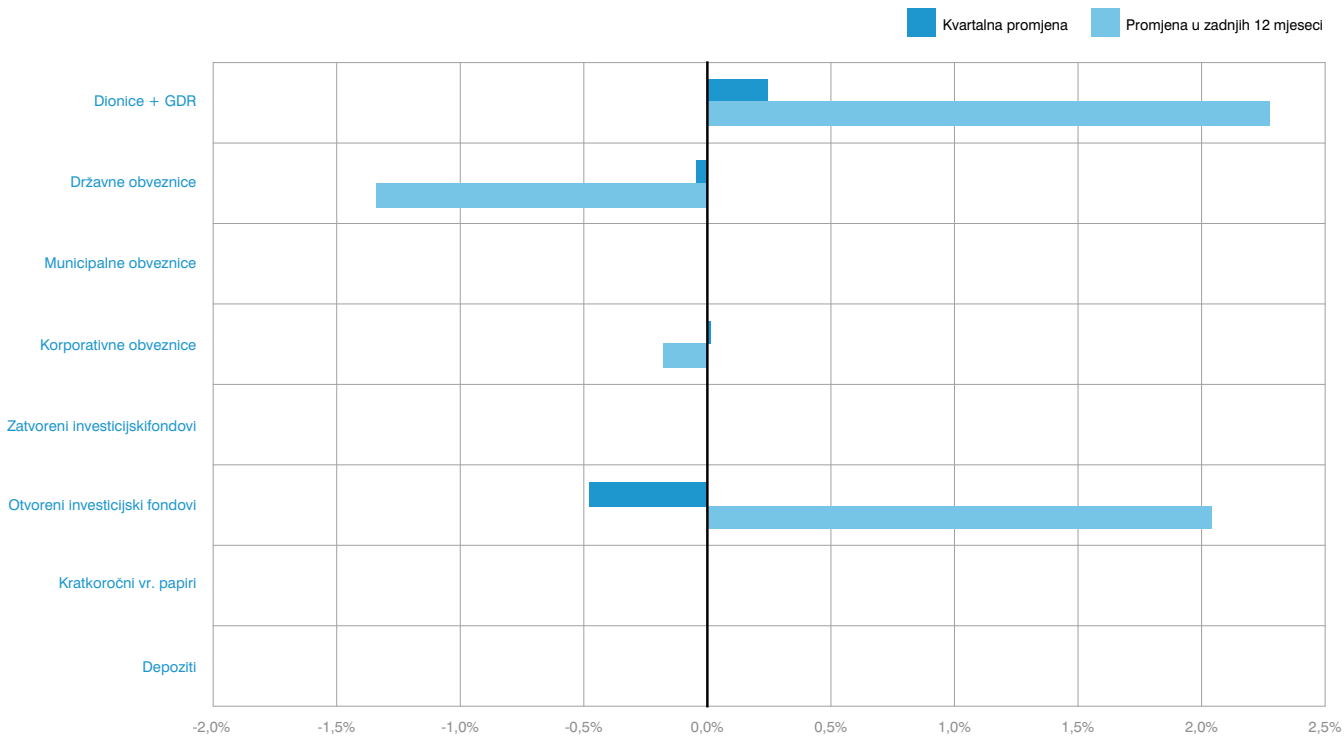
Izvor: HANFA

Grafikon 3.1.3. Promjene udjela domaće imovine u ukupnoj imovini OMF-ova



Izvor: HANFA

Grafikon 3.1.4. Promjene udjela inozemne imovine u ukupnoj imovini OMF-ova



Izvor: HANFA

3.2. Otvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi (ODMF)

Na kraju II. kvartala 2011. otvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi (ODMF) imali su ukupno 178.100 članova, što je u odnosu na prethodni kvartal porast od 2,09 %, odnosno 3.650 novih članova. U odnosu na II. kvartal 2010. to je povećanje od 13,32 % (20.931 novi član).

Ukupna neto imovina ODMF-ova u II. kvartalu 2011. iznosila je 1,6 mlrd. kn, što predstavlja kvartalni rast od 45 mil. kn, odnosno 2,87%. U odnosu na II. kvartal 2010. porast ukupne neto imovine iznosi 344 mil. kn ili 26,83%.

Tablica 3.2.1. Neto imovina ODMF-ova (u mil. kn)

Ukupna neto imovina ODMF-ova	30.06.2011.	31.03.2011.	30.06.2010.	Promjena 30.06.2011. - 31.03.2011.		Promjena 30.06.2011. - 30.06.2010.	
				Apsolutna	Postotna	Apsolutna	Postotna
	1.627	1.581	1.283	45	2,87%	344	26,83%

Izvor: HANFA

U **strukturi ulaganja** ODMF-ova na području **domaće** imovine najveću stavku i dalje čine ulaganja u državne obveznice, 860,9 mil. kn (50,98% imovine). Slijede ulaganja u dionice sa 234,8 mil. kn (13,91% imovine), korporativne obveznice sa 139,2 mil. kn (8,25% imovine) i otvorene investicijske fondove sa 87,5 mil. kn (5,18% imovine).

Najveći nominalni kvartalni rast bilježe ulaganja u depozite (110,80%) te ulaganja u otvorene investicijske fondove (62,48%), dok najveći nominalni kvartalni pad bilježe ulaganja u kratkoročne vrijednosne papire (-31,37%) i municipalne obveznice (-21,07%).

U odnosu na II. kvartal 2010. najviše su se nominalno povećala ulaganja u državne obveznice (89,26%) i dionice (47,30%), dok je najveći nominalni pad zabilježen kod ulaganja u kratkoročne vrijednosne papire (-87,81%) i zatvorene investicijske fondove (-44,39%).

Na području **inozemne** imovine najznačajnija su ulaganja u dionice, 143,7 mil. kn (8,51% imovine) i u otvorene investicijske fondove, 57,7 mil. kn (3,42% imovine). Najveći nominalni kvartalni rast bilježe ulaganja u dionice (2,11%), dok najveći nominalni kvartalni pad imaju ulaganja u otvorene investicijske fondove (-39,65%). U zadnjih 12 mjeseci najveći nominalni rast od 44,36% bilježe ulaganja u dionice.

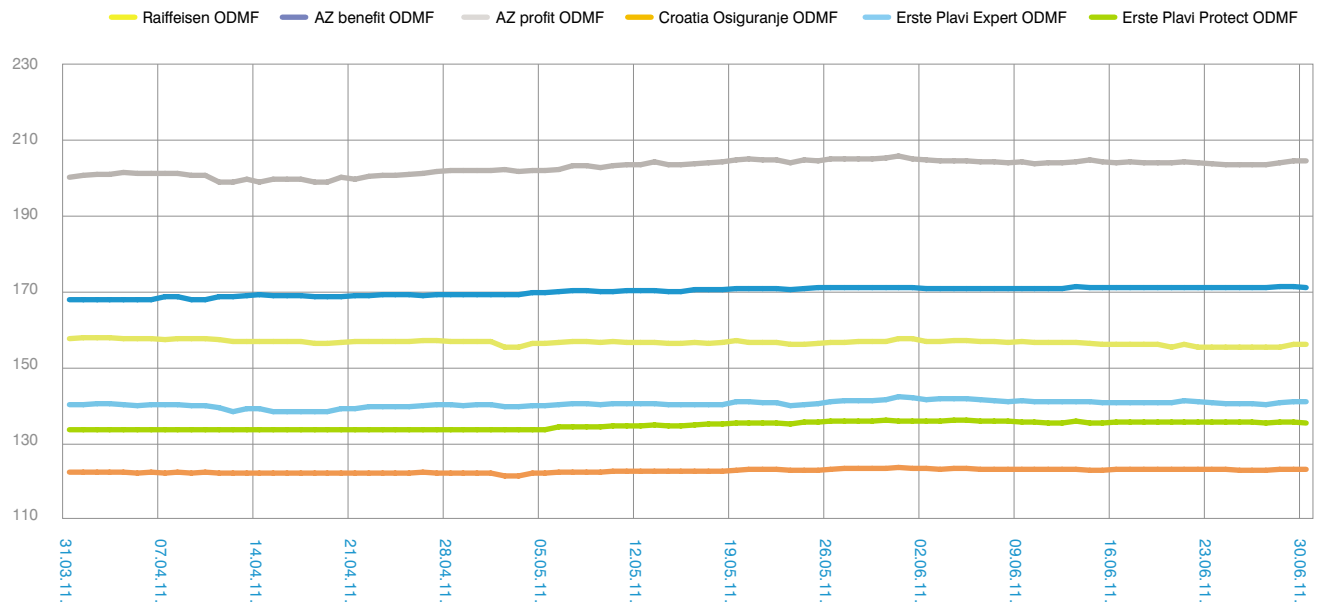
Raspon **kvartalnih prinosa** svih ODMF-ova u II. kvartalu 2011. bio je od -1% do 2,20%.

Prosječni kvartalni prinos svih ODMF-ova iznosio je 0,93%.

Raspon **prinosa svakog dana u odnosu na početak kvartala** svih ODMF-ova u II. kvartalu 2011. bio je od minimalnih -1,39% do maksimalnih 2,86%.

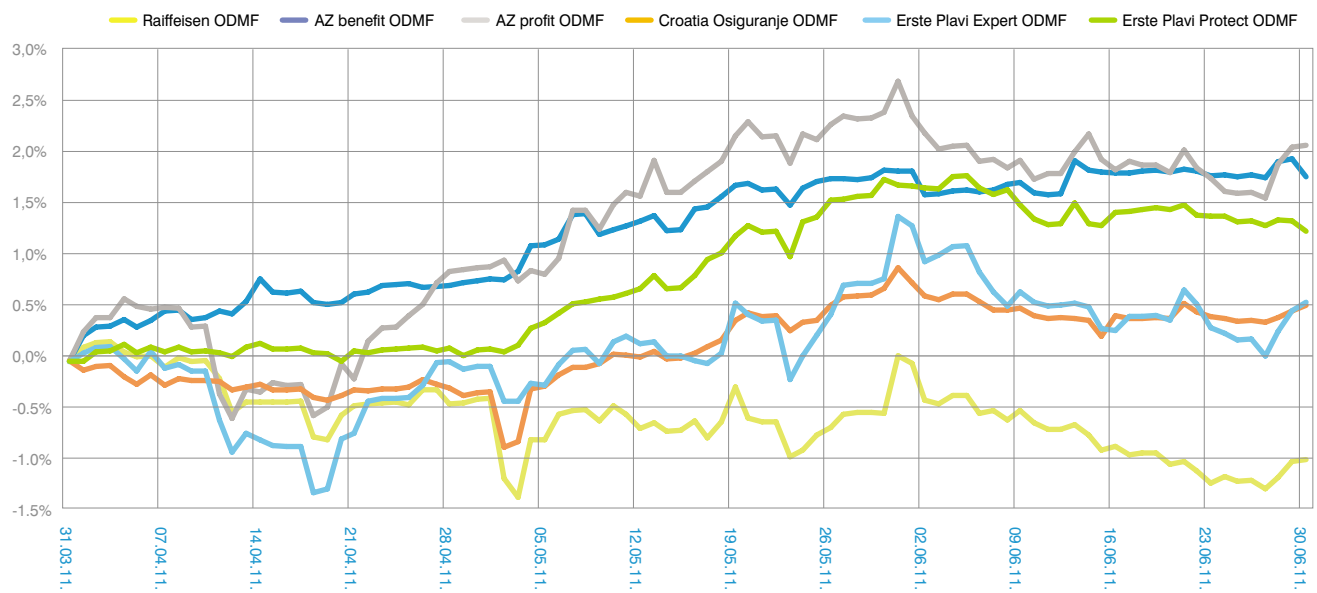
Prosječni prinosi svakog dana u odnosu na početak kvartala ODMF-ova kretali su se u rasponu od -0,58% do 1,38%.

Grafikon 3.2.1. Vrijednosti obračunskih jedinica ODMF-ova u II. kvartalu 2011.



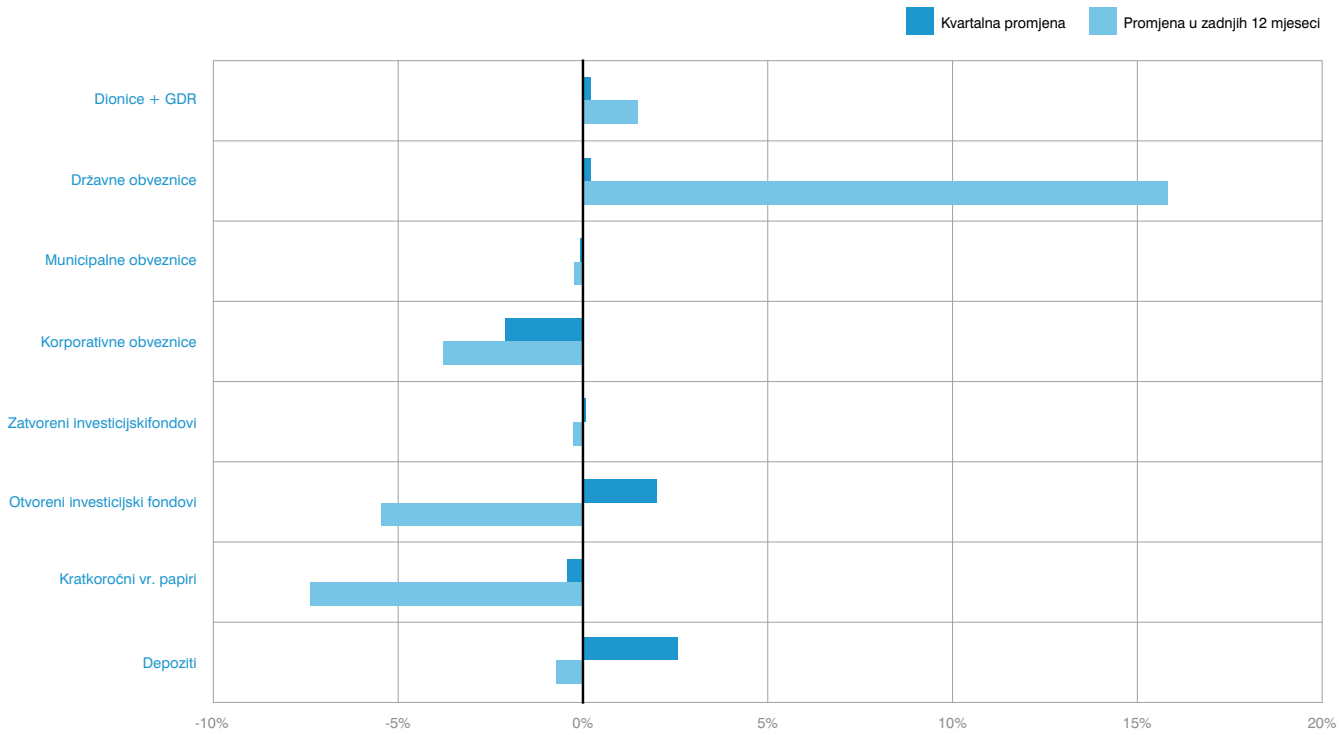
Izvor: HANFA

Grafikon 3.2.2. Prinosi ODMF-ova u II. kvartalu 2011.



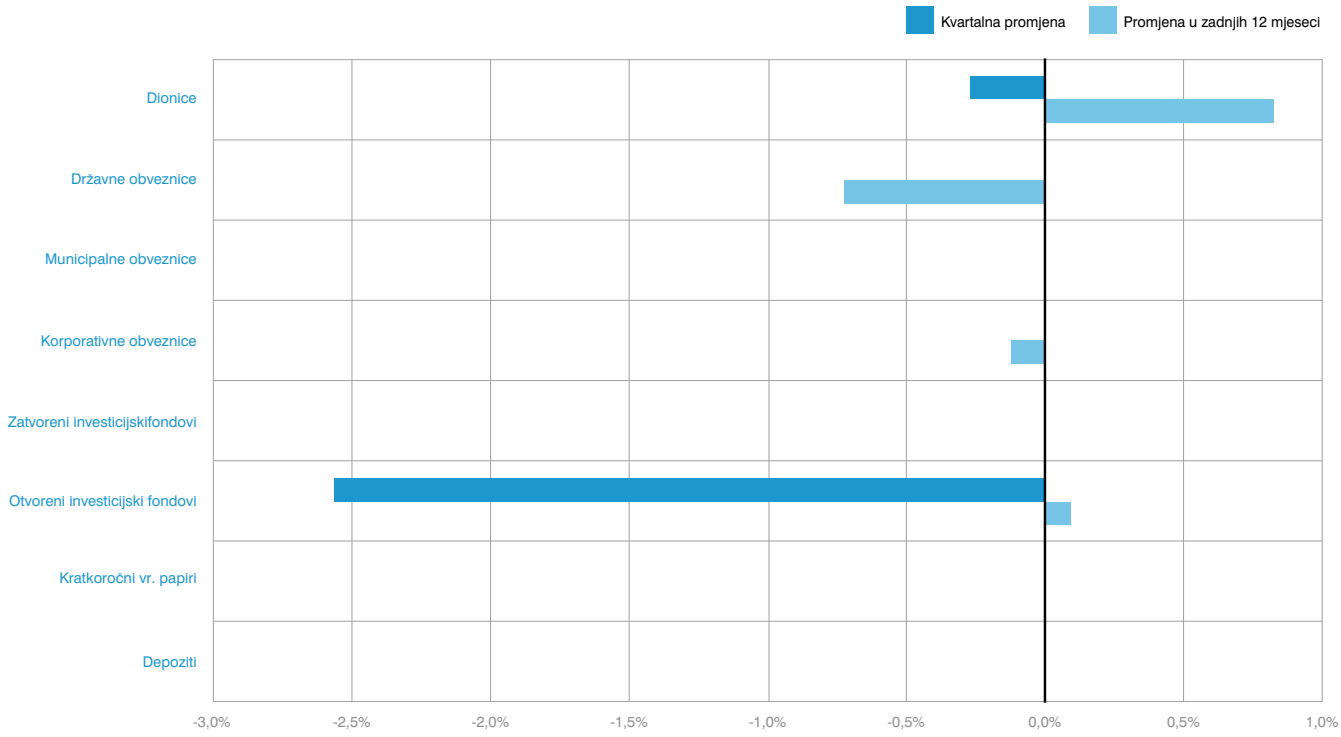
Izvor: HANFA

Grafikon 3.2.3. Promjene udjela domaće imovine u ukupnoj imovini ODMF-ova



Izvor: HANFA

Grafikon 3.2.4. Promjene udjela inozemne imovine u ukupnoj imovini ODMF-ova



Izvor: HANFA

3.3. Zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi (ZDMF)

Na kraju II. kvartala 2011. zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi (ZDMF) imali su ukupno 17.782 **člana**, što je kvartalni rast od 0,66% (116 članova). U odnosu na II. kvartal 2010. to je povećanje od 0,34 % (61 član).

Ukupna neto imovina zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova na kraju II. kvartala 2011. iznosila je 318 mil. kn. To je povećanje od 8 mil. kn ili 2,61% u odnosu na prethodni kvartal, dok u odnosu na II. kvartal 2010. to predstavlja porast od 27,11% (68 mil. kn).

Tablica 3.3.1. Neto imovina ZDMF-ova (u mil. kn)

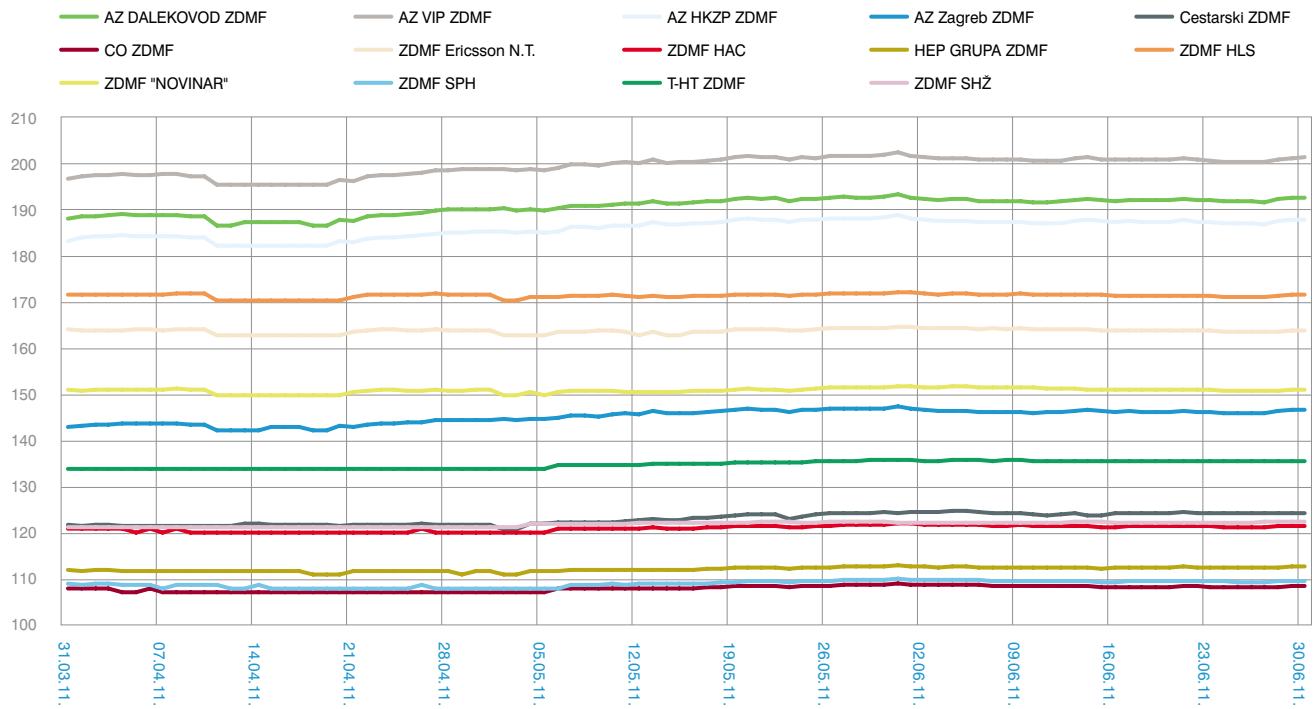
Ukupna neto imovina ZDMF-ova	30.06.2011.	31.03.2011.	30.06.2010.	Promjena 30.06.2011. - 31.03.2011.		Promjena 30.06.2011. - 30.06.2010.	
				Apsolutna	Postotna	Apsolutna	Postotna
	318	310	250	8	2,61%	68	27,11%

Izvor: HANFA

Kod **strukture ulaganja** ZDMF-ova u II. kvartalu 2011. na području **domaće** imovine i dalje se najviše ulagalo u državne obveznice (163,9 mil. kn ili 50,47% imovine), zatim u dionice (37,9 mil. kn ili 11,68% imovine) i u otvorene investicijske fondove (29,6 mil. kn ili 9,12% imovine).
Najveći nominalni kvartalni rast bilježe ulaganja u depozite (27,19%) i dionice (19,50%), dok najveći nominalni kvartalni pad bilježe ulaganja u otvorene investicijske fondove (-22,40%).
U odnosu na II. kvartal 2010. najveći nominalni rast bilježe ulaganja u državne obveznice (103,10%) i dionice (96,02%), dok ulaganja u kratkoročne vrijednosne papire bilježe nominalni pad (-83,15%).
Ulaganja u municipalne obveznice smanjila su se za 100% i u donosu na prethodni kvartal i u odnosu na II kvartal 2010. godine. Na području **inozemne** imovine najviše se ulagalo u dionice (22,7 mil. kn ili 7% imovine). Najveći nominalni kvartalni rast bilježe ulaganja u otvorene investicijske fondove (146,76%), dok najveći nominalni kvartalni pad imaju ulaganja u dionice (-5,80%). U odnosu na II. kvartal 2010. najveći nominalni rast bilježe ulaganja u otvorene investicijske fondove (255,66%) te ulaganja u dionice (33,91%).

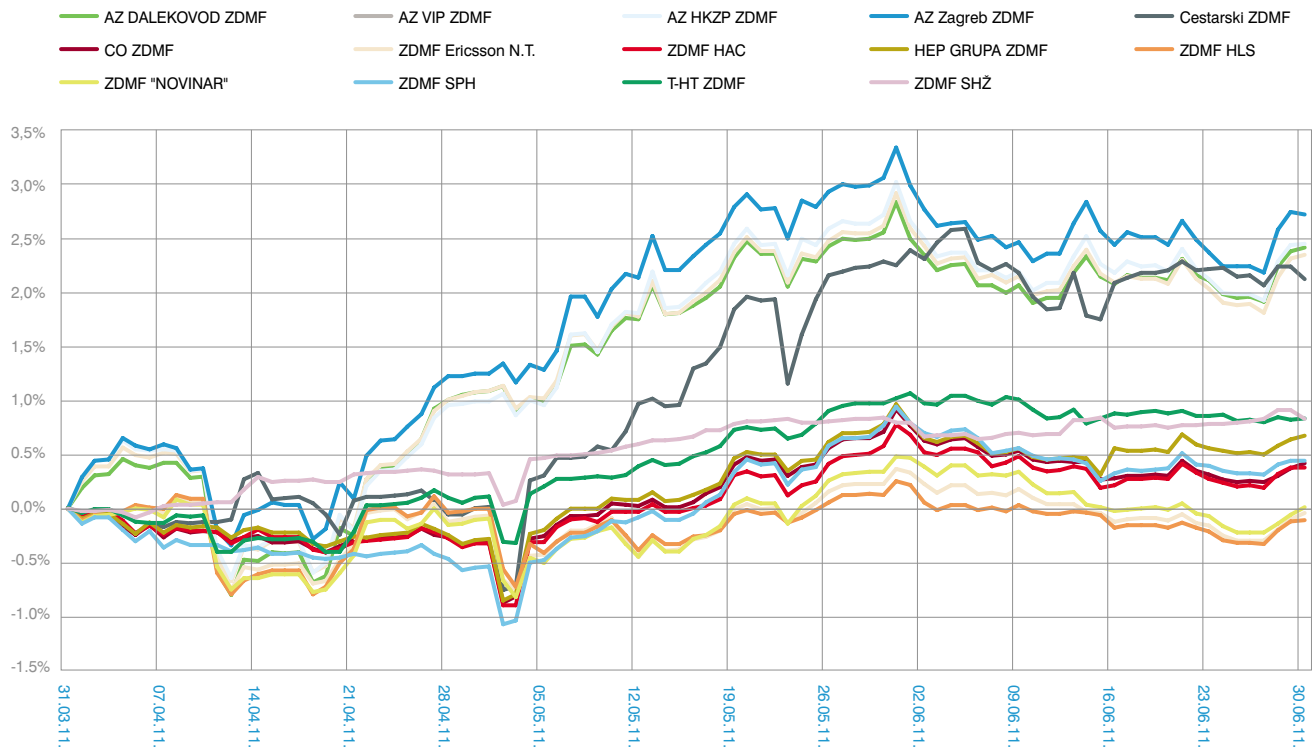
Raspon **kvartalnih prinosa** svih ZDMF-ova na kraju II. kvartala 2011. bio je od -0,11% do 2,73%, a **prosječni kvartalni prinos** svih ZDMF-ova iznosio je 1,11%.
Prinosi svakog dana u odnosu na početak kvartala svih ZDMF-ova kretali su se tijekom II. kvartala2011. u rasponu od -1,08 % do 3,35%.
Raspon **prosječnih prinosa svakog dana u odnosu na početak kvartala** svih ZDMF-ova iznosio je od -0,16% do 1,76%.

Grafikon 3.3.1. Vrijednosti obračunskih jedinica ZDMF-ova u II. kvartalu 2011.



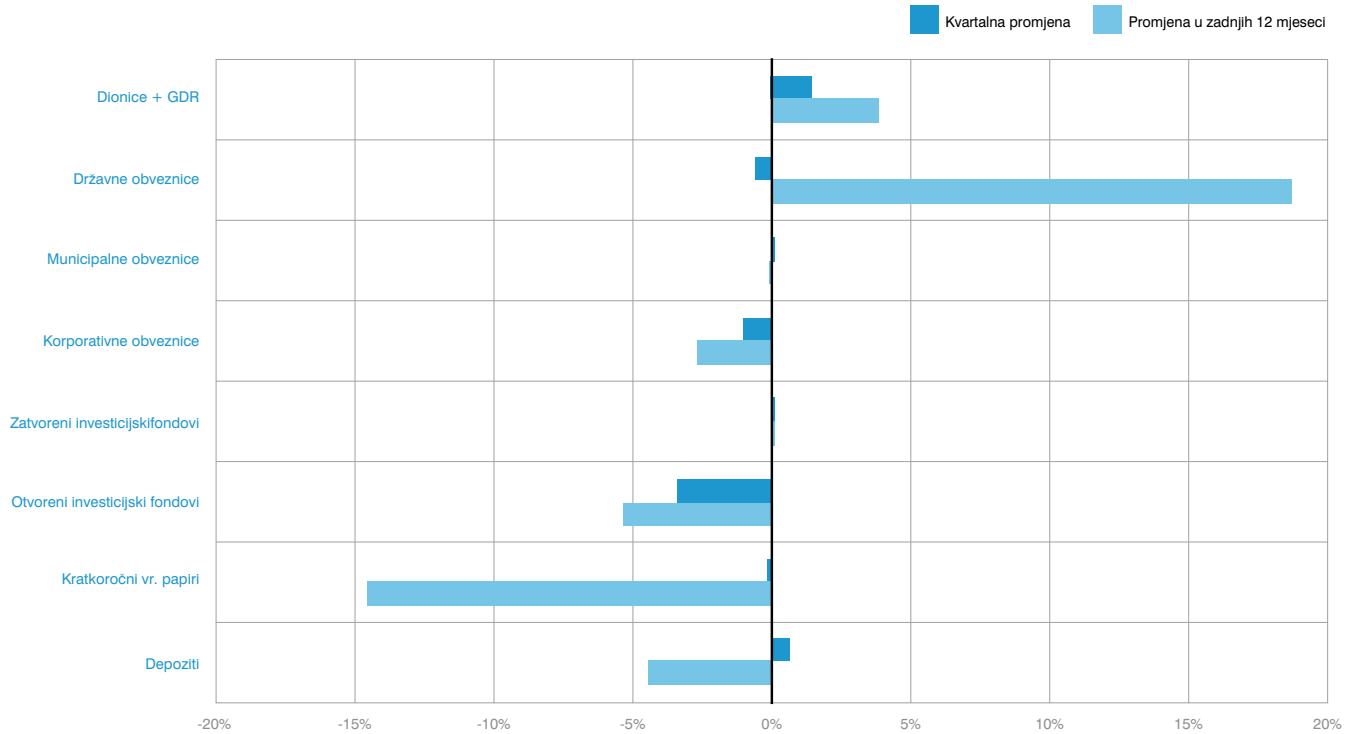
Izvor: HANFA

Grafikon 3.3.2. Prinosi ZDMF-ova u II. kvartalu 2011.



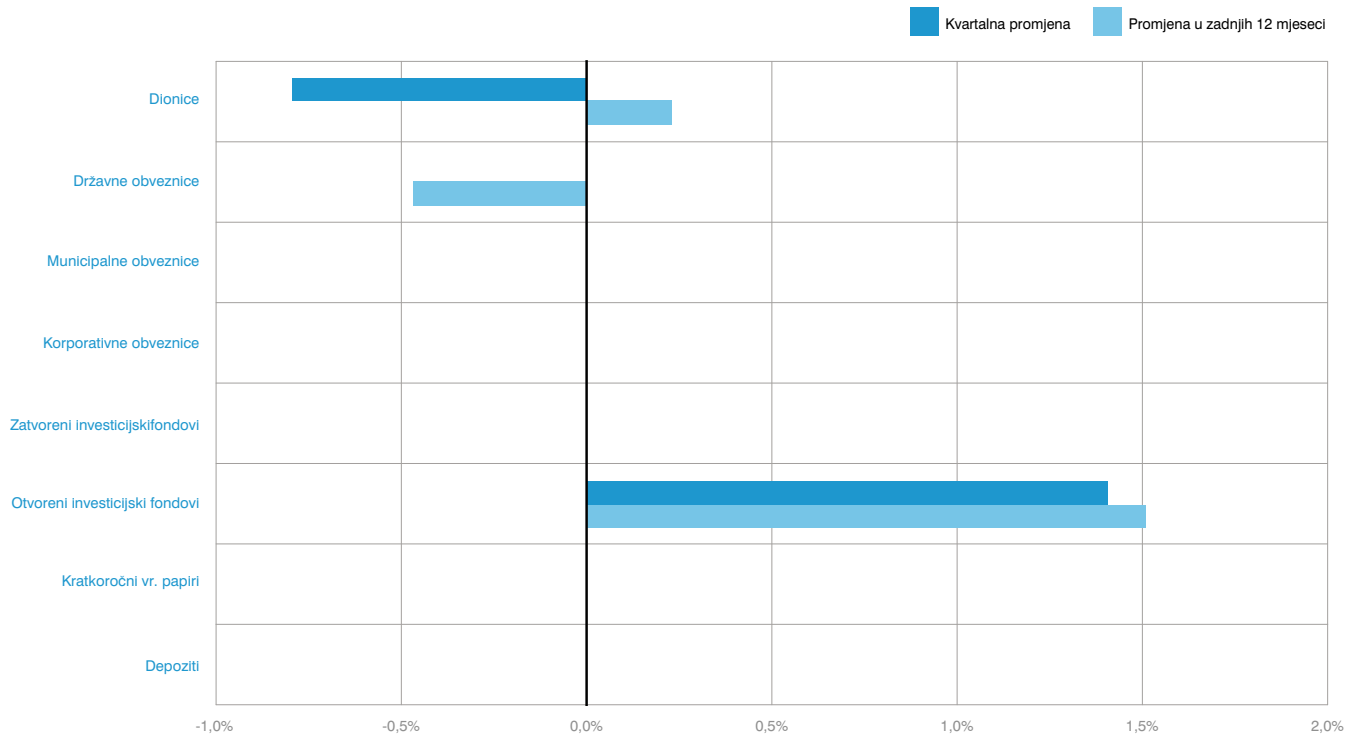
Izvor: HANFA

Grafikon 3.3.3. Promjene udjela domaće imovine u ukupnoj imovini ZDMF-ova



Izvor: HANFA

Grafikon 3.3.4. Promjene udjela inozemne imovine u ukupnoj imovini ZDMF-ova



Izvor: HANFA

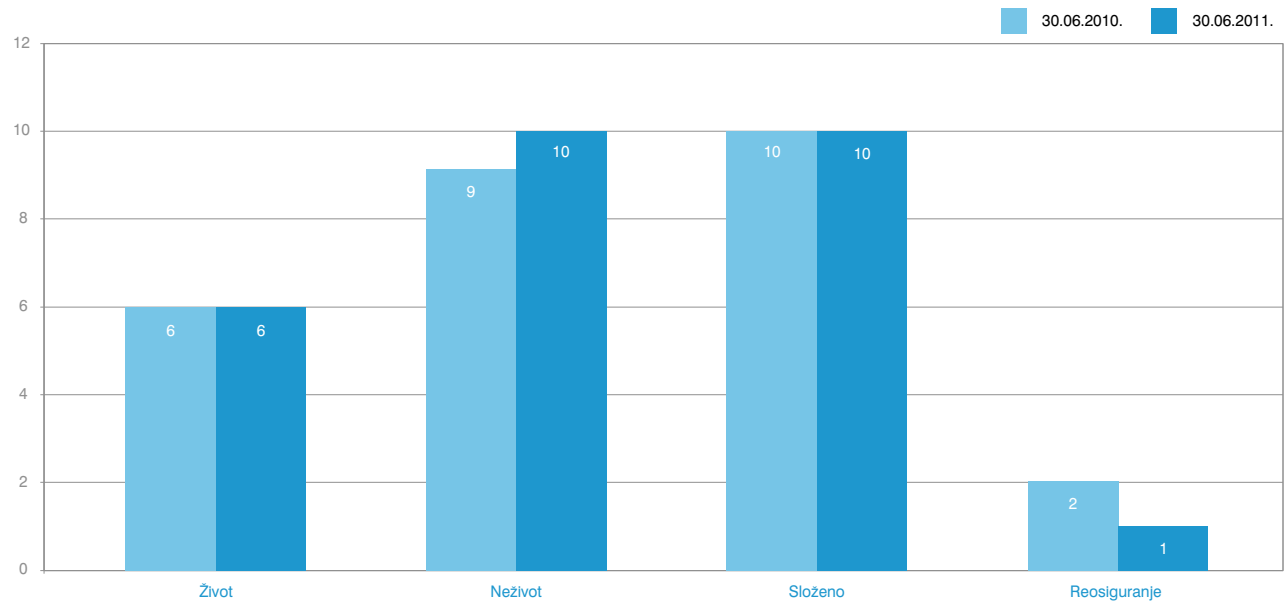
4. Tržište osiguranja

Na razini djelatnosti osiguranja u RH kao ukupni rezultat poslovanja[13] društava za osiguranje i društava za reosiguranje u II. kvartalu 2011. ostvarena je dobit u iznosu od 335,3 mil. kn, što u odnosu na dobit iz II. kvartala 2010., koja je iznosila 242,3 mil. kn, predstavlja povećanje dobiti od 93,0 mil. kn.

Od ukupno 26 društava za osiguranje i 1 društva za reosiguranje u II. kvartalu 2011. godine 17 društava za osiguranje i 1 društvo za reosiguranje ostvarila su neto dobit od 363,8 mil. kn, dok je neto gubitak u visini od 28,5 mil. kn rezultat poslovanja 9 društava za osiguranje.

Promatrano po skupinama osiguranja, u segmentu životnih osiguranja u II. kvartalu 2011. ostvarena je dobit od 87,0 mil. kn, te je od dobiti ostvarene u istom razdoblju prethodne godine veća za 4,1%. U segmentu neživotnih osiguranja društva za osiguranje ostvarila su dobit od 216,6 mil. kn, što u odnosu na II. kvartal 2010. predstavlja povećanje dobiti od 76,7%, dok je društvo za reosiguranje ostvarilo dobit od 31,7 mil. kuna, što je za 12,4% manje od ostvarene dobiti 2 društva za reosiguranje koja su poslovala u II. kvartalu 2010. godine.

Grafikon 4.1. Usporedni prikaz broja društava za osiguranje i društava za reosiguranje na dan 30.06.2010. i 30.06.2011. godine



Izvor: HANFA

4.1. Zaračunata bruto premija društava za osiguranje i društava za reosiguranje

Ukupna zaračunata bruto premija društava za osiguranje i društava za reosiguranje za obračunsko razdoblje siječanj – lipanj 2011. iznosi 5,3 mlrd. kn, što je za 2,1% manje u odnosu na ostvarenu premiju u istom razdoblju 2010. godine.

Premija životnih osiguranja iznosi 1,1 mlrd. kn i manja je u odnosu na isto razdoblje prethodne godine za 1,7%. Od ukupno 16 društava za osiguranje koja su u II. kvartalu 2011. obavljala poslove životnih osiguranja 10 društava zabilježilo je pad premije u odnosu na isto razdoblje prethodne poslovne godine.

Na **premiju neživotnih osiguranja**, uključujući iznos premije koji su ostvarila i društva za reosiguranje, odnosi se 4,1 mlrd. kn, što je u odnosu na isto razdoblje prethodne poslovne godine manje za 2,2%. Od ukupno 18 društava za osiguranje i 1 društva za reosiguranje koja su poslove neživotnih osiguranja obavljala u istom razdoblju prethodne godine, pad premije zabilježilo je 7 društava za osiguranje i 1 društvo za reosiguranje.

[13] Podaci za kvartalni bilten temelje se na preliminarnim, nerevidiranim podacima za razdoblje 01.01. - 30.06.2011. i to za ukupno 26 aktivnih društava za osiguranje i 1 društvo za reosiguranje, koja su u tom razdoblju obavljala poslove osiguranja odnosno reosiguranja.

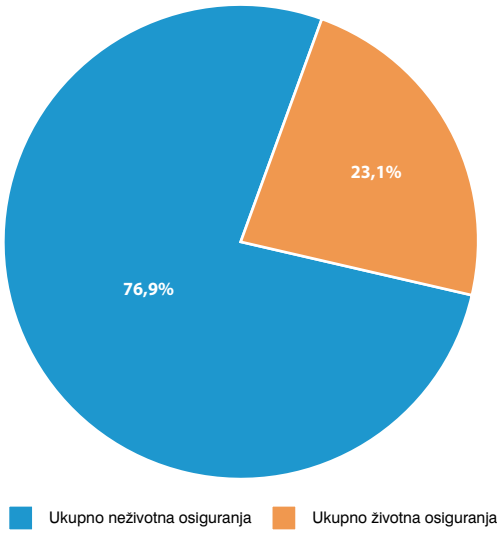
Tablica 4.1.1. Zaračunata bruto premija društava za osiguranje i društava za reosiguranje (u kn), uključuje premiju suosiguranja

DRUŠTVA ZA OSIGURANJE I DRUŠTVA ZA REOSIGURANJE	ŽIVOTNA OSIGURANJA			udjel u premiji svih društava u %		NEŽIVOTNA OSIGURANJA			udjel u premiji svih društava u %		UKUPNO			udjel u premiji svih društava u %	
	01.01.2010.-30.06.2010.	01.01.2011.-30.06.2011.	Indeks 2011/2010	01.01.2010.-30.06.2010.	01.01.2011.-30.06.2011.	01.01.2010.-30.06.2010.	01.01.2011.-30.06.2011.	Indeks 2011/2010	01.01.2010.-30.06.2010.	01.01.2011.-30.06.2011.	01.01.2010.-30.06.2010.	01.01.2011.-30.06.2011.	Indeks 2011/2010	01.01.2010.-30.06.2010.	01.01.2011.-30.06.2011.
Agram životno osiguranje d.d.	99.406.894	90.680.117	91,2	8,5	7,9						99.406.894	90.680.117	91,2	2,0	1,8
Allianz Zagreb d.d.	168.716.666	172.324.382	102,1	14,5	15,0	362.416.373	363.912.871	100,4	9,3	9,6	531.133.040	536.237.253	101,0	10,5	10,8
Basler osiguranje Zagreb d.d.	97.190.929	89.715.527	92,3	8,3	7,8	112.544.109	118.107.760	104,9	2,9	3,1	209.735.038	207.823.286	99,1	4,1	4,2
Cardif osiguranje d.d.						30.224.665	36.167.281	119,7	0,8	1,0	30.224.665	36.167.281	119,7	0,6	0,7
Croatia osiguranje d.d.	162.657.138	165.855.437	102,0	13,9	14,5	1.658.249.256	1.565.638.710	94,4	42,6	41,1	1.820.906.394	1.731.494.147	95,1	36,0	35,0
Croatia zdravstveno osiguranje d.d.						67.316.754	64.015.605	95,1	1,7	1,7	67.316.754	64.015.605	95,1	1,3	1,3
Erste osiguranje VIG d.d.	50.477.817	49.315.843	97,7	4,3	4,3						50.477.817	49.315.843	97,7	1,0	1,0
Euroherc osiguranje d.d.						490.848.993	488.015.068	99,4	12,6	12,8	490.848.993	488.015.068	99,4	9,7	9,9
Generali osiguranje d.d.	47.959.700	64.138.582	133,7	4,1	5,6	106.146.592	110.753.866	104,3	2,7	2,9	154.106.292	174.892.448	113,5	3,0	3,5
Grawe Hrvatska d.d.	116.235.803	115.063.222	99,0	10,0	10,0	77.936.967	74.907.622	96,1	2,0	2,0	194.172.770	189.970.844	97,8	3,8	3,8
Helios VIG d.d.*	64.317.481	59.389.395	92,3	5,5	5,2	23.331.160	24.331.334	104,3	0,6	0,6	87.648.641	83.720.729	95,5	1,7	1,7
HOK osiguranje d.d.						87.167.865	94.132.861	108,0	2,2	2,5	87.167.865	94.132.861	108,0	1,7	1,9
Hrvatsko kreditno osiguranje d.d.							3.225.646			0,1		3.225.646			0,1
Izvor osiguranje d.d.							6.811.787			0,2		6.811.787			0,1
Jadransko osiguranje d.d.						321.861.287	320.791.054	99,7	8,3	8,4	321.861.287	320.791.054	99,7	6,4	6,5
KD životno osiguranje d.d.	3.529.167	4.890.656	138,6	0,3	0,4						3.529.167	4.890.656	138,6	0,1	0,1
Kvarner VIG d.d.	103.205.084	92.806.749	89,9	8,8	8,1	165.576.353	137.692.577	83,2	4,3	3,6	268.781.437	230.499.326	85,8	5,3	4,7
Merkur osiguranje d.d.	123.166.866	121.555.535	98,7	10,6	10,6	15.336.624	16.052.446	104,7	0,4	0,4	138.503.489	137.607.982	99,4	2,7	2,8
Societe Generale osiguranje d.d.	14.724.510	16.306.594	110,7	1,3	1,4						14.724.510	16.306.594	110,7	0,3	0,3
Sunce osiguranje d.d.						94.076.277	83.927.192	89,2	2,4	2,2	94.076.277	83.927.192	89,2	1,9	1,7
Triglav osiguranje d.d.	37.550.868	35.654.501	94,9	3,2	3,1	184.796.809	193.483.425	104,7	4,8	5,1	222.347.677	229.137.926	103,1	4,4	4,6
Uniqa osiguranje d.d.	57.301.634	48.381.776	84,4	4,9	4,2	57.368.733	67.505.873	117,7	1,5	1,8	114.670.366	115.887.648	101,1	2,3	2,3
Velebit osiguranje d.d.						32.654.732	35.136.220	107,6	0,8	0,9	32.654.732	35.136.220	107,6	0,6	0,7
Velebit životno osiguranje d.d.	6.690.317	3.292.005	49,2	0,6	0,3						6.690.317	3.292.005	49,2	0,1	0,1
Victoria osiguranje d.d.						238.302	670.106	281,2	0,0,	0,0	238.302	670.106	281,2		
Victoria životno osiguranje d.d.	13.271.154	16.651.470	125,5	1,1	1,5						13.271.154	16.651.470	125,5	0,3	0,3
Allianz reosiguranje d.d.						569.113			0,2		569.113			0,2	
Croatia Lloyd d.d.						307.469.645	299.520.632	97,4	99,8	100,0	307.469.645	299.520.632	97,4	99,8	100,0
UKUPNO društva za osiguranje	1.166.402.027	1.146.021.792	98,3	100,0	100,0	3.888.091.851	3.805.279.302	97,9	100,0	100,0	5.054.493.878	4.951.301.094	98,0	100,0	100,0
UKUPNO društva za reosiguranje						308.038.758	299.520.632	97,2	100,0	100,0	308.038.758	299.520.632	97,2	100,0	100,0
UKUPNO	**1.166.402.027**	**1.146.021.792**	**98,3**	**100,0**	**100,0**	**4.196.130.609**	**4.104.799.934**	**97,8**	**100,0**	**100,0**	**5.362.532.636**	**5.250.821.725**	**97,9**	**100,0**	**100,0**

* razlika u visini zaračunate bruto premije životnih osiguranja u razdoblju 01.01.-30.06.2010. iskazanih u statističkom izvješću u odnosu na podatke iz financijskih izvješća u iznosu od 38.741.664 kuna odnosi se na računovodstvene efekte pripajanja društva Cosmopolitan Life VIG d.d. društvu Helios VIG d.d.

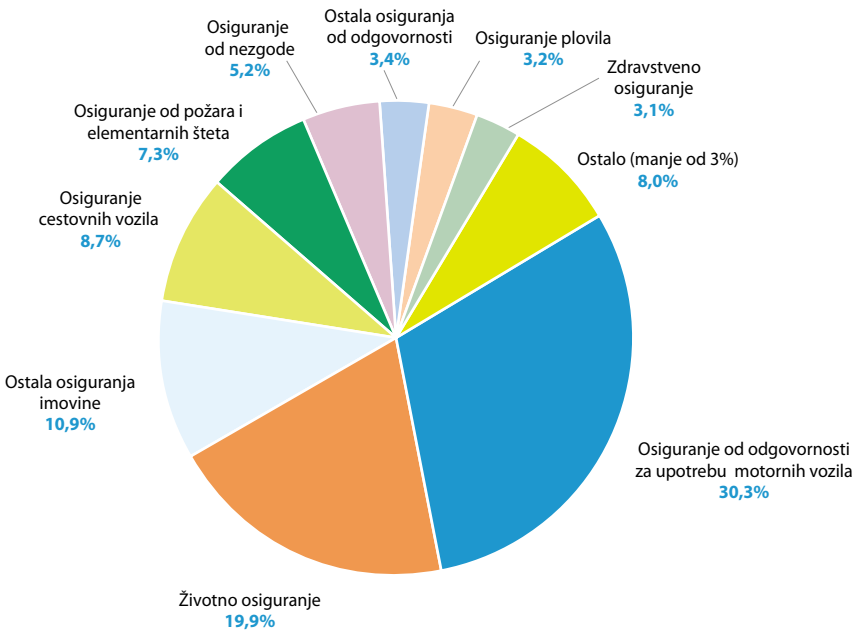
Izvor: HANFA

Grafikon 4.1.1. Udjel skupina osiguranja u ukupnoj zaračunatoj bruto premiji društava za osiguranje za razdoblje siječanj – lipanj 2011. godine (u %)



Izvor: HANFA

Grafikon 4.1.2. Struktura zaračunate bruto premije društava za osiguranje po vrstama osiguranja za razdoblje siječanj – lipanj 2011. godine (u %)



Izvor: HANFA

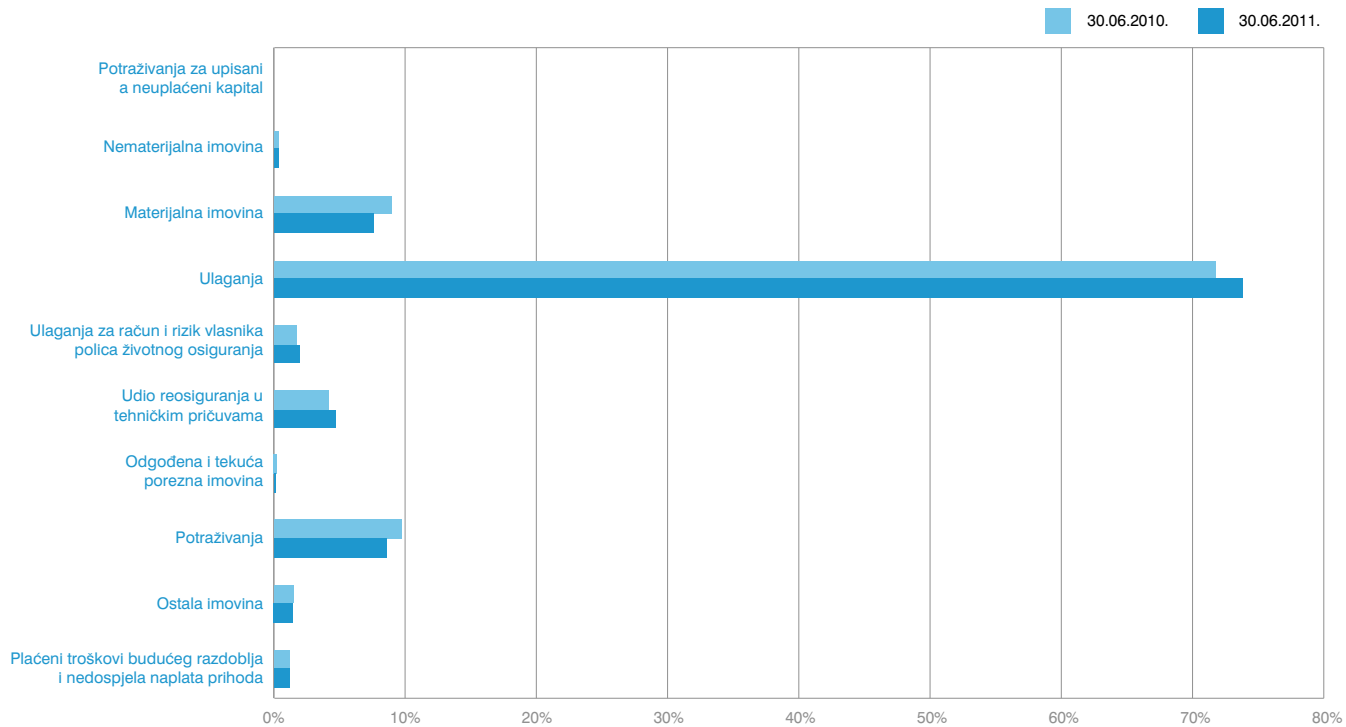
4.2. Struktura bilance društava za osiguranje i društava za reosiguranje

Tablica 4.2.1. Struktura aktive društava za osiguranje i društava za reosiguranje na dan 30.06.2010. i 30.06.2011. godine (u kn)

	život	neživot	ukupno	ukupno udjel (%)	život	neživot	ukupno	ukupno udjel (%)	Indeks 2011/2010
	30.06.2010.				30.06.2011.				
Potraživanja za upisani a neuplaćeni kapital									
Nematerijalna imovina	8.129.422	112.726.618	120.856.040	0,4	10.278.943	110.400.051	120.678.994	0,4	99,9
Materijalna imovina	129.408.666	2.609.377.384	2.738.786.050	9,0	138.469.256	2.341.494.289	2.479.963.546	7,6	90,5
Ulaganja	12.172.509.213	9.573.579.560	21.746.088.772	71,8	13.789.817.028	10.407.501.312	24.197.318.340	73,9	111,3
Ulaganja za račun i rizik vlasnika polica životnog osiguranja	545.339.788		545.339.788	1,8	660.260.192		660.260.192	2,0	121,1
Udio reosiguranja u tehničkim pričuvama	291.977.650	961.420.175	1.253.397.825	4,1	332.517.424	1.213.748.932	1.546.266.356	4,7	123,4
Odgođena i tekuća porezna imovina	33.371.740	45.935.980	79.307.720	0,3	20.235.680	30.729.878	50.965.557	0,2	64,3
Potraživanja	216.420.160	2.747.582.824	2.964.002.985	9,8	175.416.027	2.648.285.101	2.823.701.128	8,6	95,3
Ostala imovina	154.104.003	316.369.743	470.473.747	1,6	119.476.825	375.587.924	495.064.749	1,5	105,2
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i nedospjela naplata prihoda	146.076.645	223.069.161	369.145.806	1,2	144.448.183	238.858.101	383.306.285	1,2	103,8
UKUPNO AKTIVA	**13.697.337.287**	**16.590.061.445**	**30.287.398.732**	**100,0**	**15.390.919.558**	**17.366.605.587**	**32.757.525.146**	**100,0**	**108,2**

Izvor: HANFA

Grafikon 4.2.1. Usporedni prikaz strukture aktive društava za osiguranje i društava za reosiguranje na dan 30.06.2010. i 30.06.2011. godine (u %)



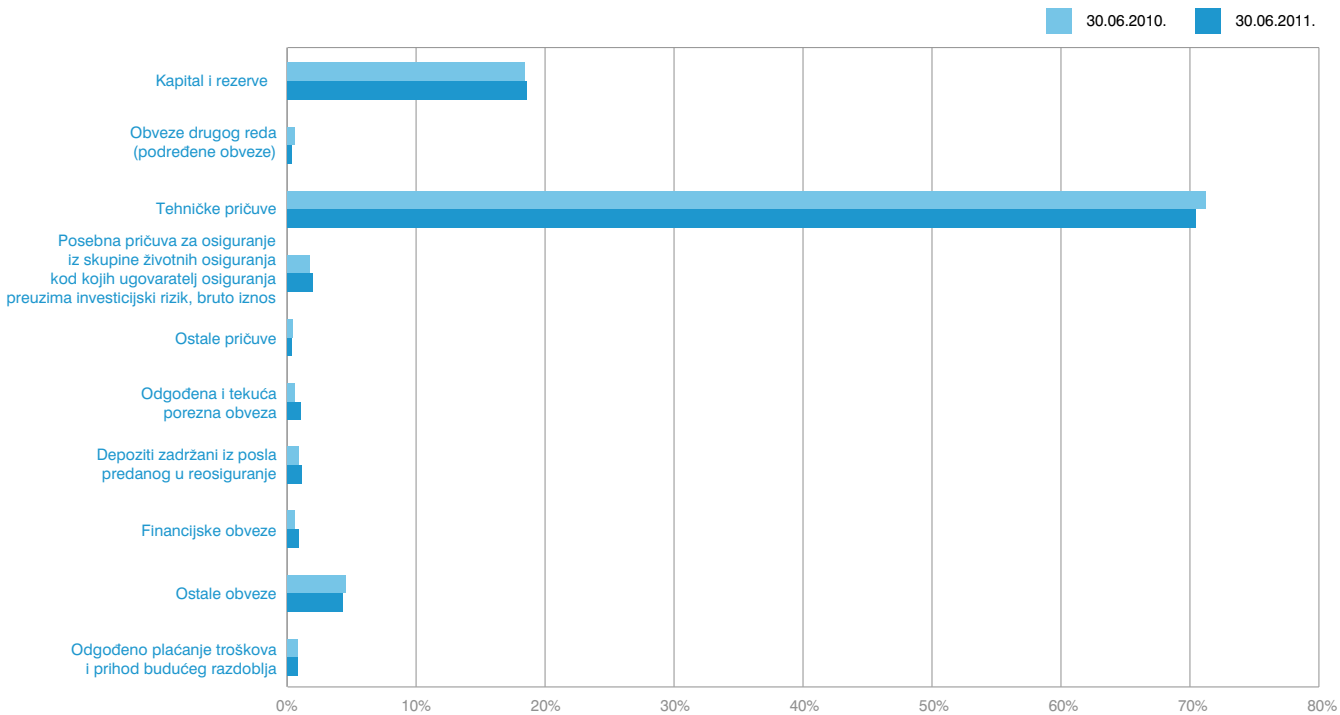
Izvor: HANFA

Tablica 4.2.2. Struktura pasive društava za osiguranje i društava za reosiguranje na dan 30.06.2010. i 30.06.2011. godine (u kn)

	život	neživot	ukupno	ukupno udjel (%)	život	neživot	ukupno	ukupno udjel (%)	Indeks 2011/2010
		30.06.2010.				30.06.2011.			
Kapital i rezerve	1.359.703.559	4.207.015.570	5.566.719.129	18,4	1.585.172.157	4.465.319.838	6.050.491.995	18,5	108,7
Obveze drugog reda (podređene obveze)	74.561.096	107.937.296	182.498.392	0,6	76.447.235	65.196.796	141.644.031	0,4	77,6
Tehničke pričuve	11.080.061.764	10.422.696.142	21.502.757.906	71,0	12.258.491.263	10.716.104.842	22.974.596.105	70,1	106,8
Posebna pričuva za osiguranje iz skupine živ. osig. kod kojih ugovaratelj osiguranja preuzima invest. rizik, bruto iznos	545.490.047		545.490.047	1,8	658.217.422		658.217.422	2,0	120,7
Ostale pričuve	10.010.036	148.293.074	158.303.110	0,5	8.805.572	120.705.832	129.511.405	0,4	81,8
Odgođena i tekuća porezna obveza	15.208.018	183.298.860	198.506.879	0,7	23.866.638	353.340.038	377.206.676	1,2	190,0
Depoziti zadržani iz posla predanog u reosiguranje	270.438.471	36.953.609	307.392.080	1,0	315.227.024	69.860.747	385.087.771	1,2	125,3
Financijske obveze	24.031.461	154.160.495	178.191.956	0,6	147.093.334	184.472.786	331.566.120	1,0	186,1
Ostale obveze	225.247.299	1.161.597.989	1.386.845.288	4,6	229.941.357	1.186.990.060	1.416.931.417	4,3	102,2
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	92.585.537	168.108.409	260.693.946	0,9	87.657.557	204.614.648	292.272.205	0,9	112,1
UKUPNA PASIVA	**13.697.337.287**	**16.590.061.444**	**30.287.398.731**	**100,0**	**15.390.919.558**	**17.366.605.587**	**32.757.525.146**	**100,0**	**108,2**

Izvor: HANFA

Grafikon 4.2.2. Usporedni prikaz strukture pasive društava za osiguranje i društava za reosiguranje na dan 30.06.2010. i 30.06.2011. godine (u %)



Izvor: HANFA

5. Leasing

U razdoblju od 01.01.-30.06.2011. na razini djelatnosti leasinga u RH kao rezultat poslovanja[14] ostvarena je dobit nakon oporezivanja u iznosu od 103,1 mil. kn. Nepovoljna kretanja u gospodarstvu negativno su se odrazila i na djelatnost leasinga, koja je tijekom prvog polugodišta 2011. obilježena daljnjim usporavanjem opsega poslovanja uvjetovanim smanjivanjem investicijske i osobne potrošnje. U prvom polugodištu 2011. primjetan je daljnji pad vrijednosti aktive te broja i vrijednosti aktivnih ugovora[15] u odnosu na isto razdoblje 2010. dok je porastao broj novozaključenih ugovora, a vrijednost novozaključenih ugovora[16] ostala je na istoj razini.

Osnovni podaci o stanju u djelatnosti leasinga prikazani su u sljedećoj tablici.

Tablica 5.1. Pregled stanja u djelatnosti leasinga na dan 30.06.2010.[17] i 30.06.2011. godine

Datum/ razdoblje od 01.01. do	Broj leasing društava	Ukupna aktiva (mlrd. kn)	Dobit/gubitak nakon oporezivanja (mil. kn)	Broj novozaključenih ugovora	Vrijednost novozaključenih ugovora (mlrd. kn)	Broj aktivnih ugovora	Vrijednost aktivnih ugovora (mlrd. kn)	Broj zaposlenih
30.06.2010.	26	31,4	-38,1	14.962	2,9	161.428	23,7	1.000
30.06.2011.	26	26,7	103,1	17.513	2,9	148.864	20,5	959

Izvor: HANFA

Dana 16.06.2011. Agencija je donijela Rješenje kojim se društvu Immoconsult d.o.o. (prije: Immoconsult Leasing d.o.o.) oduzima odobrenje za obavljanje poslova leasinga (financijskog i operativnog).

U II kvartalu 2011. društvo Jadran Jahte d.o.o. izvršilo je upis promjene tvrtke društva u Hypo Alpe-Adria-Leasing d.o.o. u Sudskom registru trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj.

14 Podaci za kvartalni bilten temelje se na preliminarnim, nerevidiranim podacima za razdoblje 01.01.-30.06.2011. za 26 leasing društava koja su u tom razdoblju obavljala poslove leasinga. Temeljem Pravilnika o strukturi i sadržaju te načinu i rokovima dostave financijskih i dodatnih izvještaja leasing društava („Narodne novine", br. 124/10), leasing društva su obvezna izvještavati Agenciju i druge korisnike o financijskom položaju i financijskoj uspješnosti kao i informacije o poslovima bitnim za obavljanje nadzora. Tromjesečne financijske i dodatne izvještaje (dalje u tekstu: TFI-LD i TDI-LD) na novim obrascima, sukladno navedenom Pravilniku, leasing društva prvi put su dostavila u Agenciju sa stanjem na dan 31.03.2011. godine.

15 Kod aktivnih ugovora nedospjela ugovorena vrijednost u strukturi portfelja operativnog leasinga odnosi se na iznos nedospjelih najamnina (bez PDV-a) po ugovorima o operativnom leasingu; nedospjela potraživanja odnose se na nedospjeli iznos financiranja (nedospjela glavnica) po ugovorima o financijskom leasingu te zajmovima umanjen za ispravak vrijednosti potraživanja. Podaci o vrijednosti aktivnih ugovora iskazani u prethodnim biltenima Agencije odnosili su se na inicijalno zaključene vrijednosti tih ugovora, te se zbog promjene metodologije razlikuju od podataka prikazanih u ovom biltenu.

16 Kod novozaključenih ugovora ugovorena vrijednost u strukturi portfelja operativnog leasinga odnosi se na ukupno ugovoreni iznos koji je jednak ukupnom zbroju najamnina (bez PDV-a) po ugovorima o operativnom leasingu; financirana vrijednost ugovora kod strukture portfelja financijskog leasinga odnosi se na iznos financiranja kojim se financira primatelj leasinga (glavnica) po ugovorima o financijskom leasingu sklopljenim u izvještajnom razdoblju.

17 Podaci na dan 30.06.2010. dostavljeni u Agenciju na izvještajima sa stanjem na dan 30.06.2011. godine; korišteni su u Biltenu kako bi bili međusobno usporedivi sa podacima na dan 30.06.2011. iz razloga što je primjenom novog Pravilnika o strukturi i sadržaju te načinu i rokovima dostave financijskih i dodatnih izvještaja leasing društava promijenjena metodologija izvještavanja Agencije.

5.1. Imovina, kapital i obveze

Ukupna aktiva leasing društava na dan 30.06.2011. iznosi 31,4 mlrd. kn i manja je za 4,7 mlrd. kn ili 15,0% u odnosu na ukupnu aktivu iskazanu na dan 30.06.2010. godine. U strukturi aktive najznačajniji dio čine potraživanja po osnovi financijskog leasinga u iznosu od 14,0 mlrd. kn ili 52,3% aktive, što je smanjenje za 887,5 mil. kn ili 6,0% u odnosu na prethodnu godinu.

Osim navedenog, smanjenje aktive uvjetovano je značajnim smanjenjem vrijednosti materijalne imovine dane u operativni leasing te potraživanjima po operativnom leasingu u iznosu od 1,4 mlrd. kn ili 14,5%, smanjivanjem danih zajmova za 785,8 mil. kn te smanjivanjem danih depozita za 1,5 mlrd. kn u odnosu na prethodnu godinu.

Tablica 5.1.1. Usporedni prikaz aktive leasing društava (u kn)

Opis	30.06.2010.	30.06.2011.	Indeks 30.06.2011./ 30.06.2010.	Apsolutna promjena 30.06.2011.- 30.06.2010.
DUGOTRAJNA IMOVINA	**22.280.803.988**	**19.097.929.186**	**85,7**	**-3.182.874.802**
Nematerijalna imovina	25.885.725	29.023.050	112,1	3.137.326
Materijalna imovina	9.718.522.997	8.384.302.158	86,3	-1.334.220.839
Dugotrajna financijska imovina	1.955.701.163	1.252.608.408	64,0	-703.092.755
Dugotrajna potraživanja	10.542.765.352	9.354.913.494	88,7	-1.187.851.858
Odgođena porezna imovina	37.928.751	77.082.076	203,2	39.153.325
KRATKOTRAJNA IMOVINA	**8.855.410.136**	**7.413.471.424**	**83,7**	**-1.441.938.712**
Zalihe	400.894.085	440.985.531	110,0	40.091.446
Kratkotrajna potraživanja	5.027.547.515	5.197.084.028	103,4	169.536.513
Kratkotrajna financijska imovina	3.055.199.082	1.454.193.931	47,6	-1.601.005.151
Novac na računu i blagajni	371.769.455	321.207.935	86,4	-50.561.520
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i nedospjela naplata prihoda	**261.203.734**	**183.501.249**	**70,3**	**-77.702.485**
UKUPNA AKTIVA	**31.397.417.858**	**26.694.901.859**	**85,0**	**-4.702.515.999**

Izvor: HANFA

U strukturi pasive leasing društava na dan 30.06.2011. najznačajnija su stavka obveze za kredite inozemnih banaka i financijskih institucija koje iznose 22,0 mlrd. kn ili 82,5% pasive te bilježe smanjenje od 4,7 mlrd. kn u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Obveze za kredite domaćih banaka i financijskih institucija iznose 1,2 mlrd. kn ili 4,5% pasive, dok istodobno obveze za depozite i jamstva iznose 1,5 mlrd. kn ili 5,5% pasive.

Ukupno iskazani temeljni (upisani) kapital leasing društava na dan 30.06.2011. iznosi 712,8 mil. kn, od čega je udio kapitala nerezidenata 78,0% ili 555,8 mil. kn.

Tablica 5.1.2. Usporedni prikaz pasive leasing društava (u kn)

Opis	30.06.2010.	30.06.2011.	Indeks 30.06.2011./ 30.06.2010.	Apsolutna promjena 30.06.2011.- 30.06.2010.
KAPITAL I REZERVE	**986.756.512**	**1.107.597.601**	**112,2**	**120.841.089**
Upisani (temeljni) kapital	617.519.500	712.768.500	115,4	95.249.000
REZERVIRANJA	**46.988.777**	**75.808.273**	**161,3**	**28.819.496**
DUGOROČNE OBVEZE	**21.919.209.802**	**16.400.802.153**	**74,8**	**-5.518.407.649**
KRATKOROČNE OBVEZE	**7.886.755.712**	**8.636.988.474**	**109,5**	**750.232.762**
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	**557.707.055**	**473.705.357**	**84,9**	**-84.001.698**
UKUPNA PASIVA	**31.397.417.858**	**26.694.901.859**	**85,0**	**-4.702.515.999**

Izvor: HANFA

5.2. Financijski rezultat poslovanja

Na razini djelatnosti leasinga u prvom polugodištu 2011. iskazana je dobit nakon oporezivanja u iznosu od 103,1 mil. kn, od čega je dobit nakon oporezivanja u iznosu od 148,7 mil. kn ostvarilo 16 društava, dok je gubitak nakon oporezivanja u iznosu od 45,6 mil. kn ostvarilo 10 društava. Na iskazani rezultat poslovanja u značajnoj je mjeri utjecala iskazana dobit od kamata u iznosu 173,8 mil. kn. Iako su ostali prihodi po leasing poslovima smanjeni zbog smanjenja volumena poslovanja, obzirom na veće smanjenje ostalih poslovnih rashoda, s osnove ostalih prihoda i rashoda iskazana je dobit u iznosu 104,3 mil. kn. Nadalje, troškovi ispravaka vrijednosti za gubitke od umanjenja iznose 171,1 mil. kn te bilježe smanjenje od 45,5% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

Tablica 5.2.1. Usporedni prikaz izvještaja o sveobuhvatnoj dobiti računa dobiti i gubitka leasing društava (u kn)

Opis	01.01.-30.06.2010.	01.01.-30.06.2011.	Indeks 2011./2010.	Apsolutna promjena 2011.-2010.
Prihodi od kamata	613.324.532	525.822.572	85,7	-87.501.960
Rashodi po osnovi kamata	326.732.162	352.052.038	107,7	25.319.875
Dobit/gubitak od kamata	**286.592.369**	**173.770.534**	**60,6**	**-112.821.835**
Prihodi od provizija i naknada	46.346.766	46.983.250	101,4	636.484
Rashodi za provizije i naknade	15.521.239	17.166.794	110,6	1.645.554
Dobit/gubitak od provizija i naknada	**30.825.527**	**29.816.457**	**96,7**	**-1.009.070**
Ostali poslovni prihodi	1.784.122.138	1.537.710.286	86,2	-246.411.853
Ostali poslovni rashodi	1.799.122.518	1.433.395.803	79,7	-365.726.715
Dobit/gubitak iz ostalih prihoda i rashoda	**-15.000.379**	**104.314.483**		**119.314.862**
Dobit/gubitak prije troškova ispravka vrijednosti za gubitke od umanjenja	302.417.516	307.901.474	101,8	5.483.957
Troškovi ispravka vrijednosti za gubitke od umanjenja (troškovi vrijednosnog usklađenja)	314.200.791	171.098.312	54,5	-143.102.480
Dobit/gubitak prije poreza na dobit	-11.783.275	136.803.162		148.586.437
Porez na dobit	26.344.387	33.732.342	128,0	7.387.955
Dobit/gubitak nakon poreza na dobit	**-38.127.662**	**103.070.820**		**141.198.482**

Izvor: HANFA

5.3. Struktura portfelja leasing društava

Udio financijskog leasinga u strukturi broja novozaključenih ugovora u prvom polugodištu 2011. iznosi 47,3%, dok udio operativnog leasinga iznosi 52,7%. Navedena struktura razlikuje se u odnosu na isto razdoblje 2010., kada se na financijski leasing odnosilo 54,5%, a na operativni leasing 45,5% ukupnog broja novozaključenih ugovora.

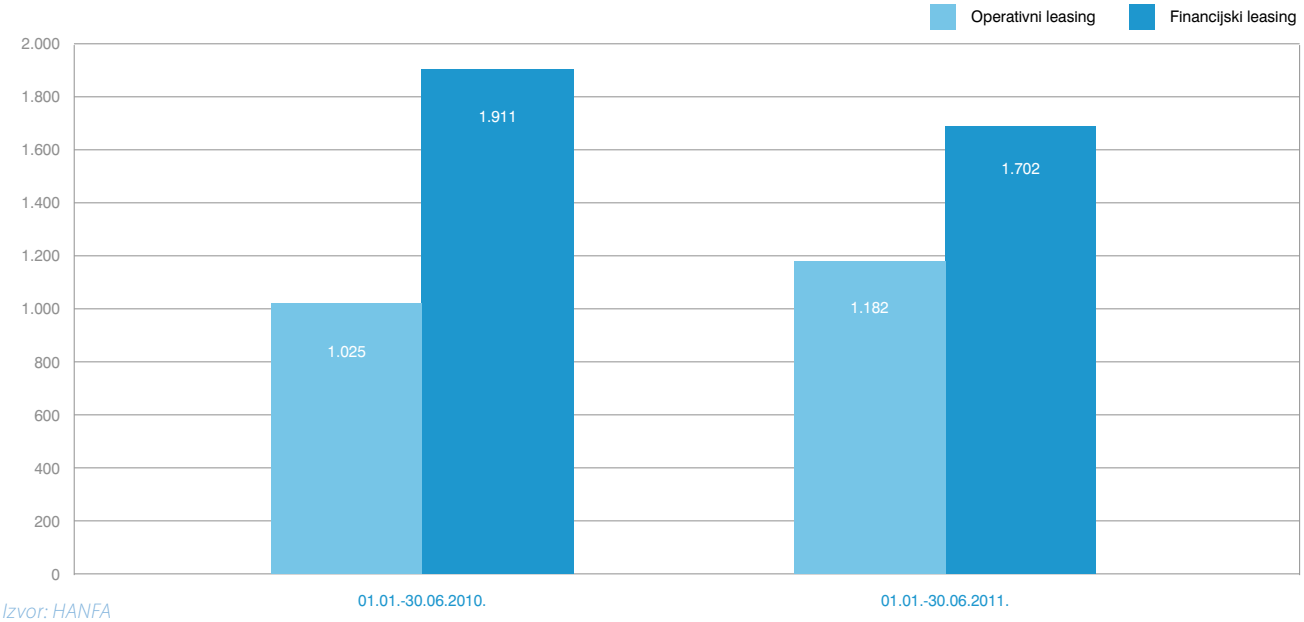
Došlo je i do promjene u strukturi vrijednosti novozaključenih ugovora. Udio financijskog leasinga u ukupnoj vrijednosti novozaključenih ugovora pao je sa 65,1% u prvom polugodištu 2010. na 59,0% u istom razdoblju 2011., dok je istodobno udio operativnog leasinga porastao sa 34,9% na 41,0%. Prosječna vrijednost novozaključenih ugovora u financijskom leasingu smanjena je sa 234.390 kn u prvom polugodištu 2010. na 205.575 kn u istom razdoblju 2011. godine. Istodobno se i prosječna vrijednost novozaključenih ugovora u operativnom leasingu smanjila, sa 150.523 kn u prvom polugodištu 2010. na 128.020 kn u istom razdoblju 2011. godine.

Tablica 5.3.1. Broj i vrijednost novozaključenih ugovora u razdoblju 01.01.-30.06.2010. i 01.01.-30.06.2011. godine (u kn)

Leasing društvo	Broj novozaključenih ugovora u razdoblju od 01.01. do		Vrijednost novozaključenih ugovora u razdoblju od 01.01. do	
	30.06.2010.	30.06.2011.	30.06.2010.	30.06.2011.
ALD Automotive d.o.o.	244	397	50.106.326	62.426.905
ALFA Leasing d.o.o.	37	82	3.900.286	8.215.495
Austrofin Leasing d.o.o.	555	437	34.876.165	40.279.574
BKS - Leasing Croatia d.o.o.	189	128	35.155.594	27.656.580
Croatia Leasing d.o.o.	3	0	208.216	0
Erste & Steiermärkische S-Leasing d.o.o.	1.673	1.279	400.380.673	292.116.623
Erste Group Immorent Leasing d.o.o.	3	0	65.823.990	0
Euroleasing d.o.o.	815	807	77.727.190	73.409.685
Hypo - Leasing Steiermark d.o.o.	172	233	58.601.769	51.447.331
Hypo Alpe-Adria-Leasing d.o.o. (prije: Jadran jahte d.o.o.)	22	342	8.433.918	41.526.205
Hypo-Leasing Kroatien d.o.o.	1.228	60	140.713.878	6.867.195
i4next Leasing Croatia d.o.o.	6	8	6.452.399	6.326.603
Immoconsult d.o.o. (prije: Immoconsult Leasing d.o.o.)	0	0	0	0
Impuls-Leasing d.o.o.	898	1.018	130.110.183	131.627.014
KMB Leasing Hrvatska d.o.o.	151	161	33.914.032	29.591.727
Mercedes-Benz Leasing Hrvatska d.o.o.	785	1.019	176.510.377	258.194.587
Optima Leasing d.o.o.	67	130	22.900.573	13.368.989
OTP Leasing d.d.	931	942	131.806.397	108.834.626
PBZ-Leasing d.o.o.	726	839	162.655.465	128.799.943
Porsche Leasing d.o.o.	1.339	2.896	160.408.596	314.283.497
PROleasing d.o.o.	9	18	3.159.460	26.390.084
Raiffeisen Leasing d.o.o.	1.326	1.509	234.122.144	259.713.981
Scania Credit Hrvatska d.o.o.	53	56	11.026.171	20.594.529
SG Leasing d.o.o.	274	995	86.055.450	196.005.500
UniCredit Leasing Croatia d.o.o.	1.968	2.744	678.579.649	480.154.826
VB Leasing d.o.o.	1.488	1.413	222.350.047	306.419.544
UKUPNO	**14.962**	**17.513**	**2.935.978.949**	**2.884.251.042**

Izvor: HANFA

Grafikon 5.3.1. Struktura portfelja leasing društava - usporedba vrijednosti novozaključenih ugovora u razdoblju (u mil. kn)



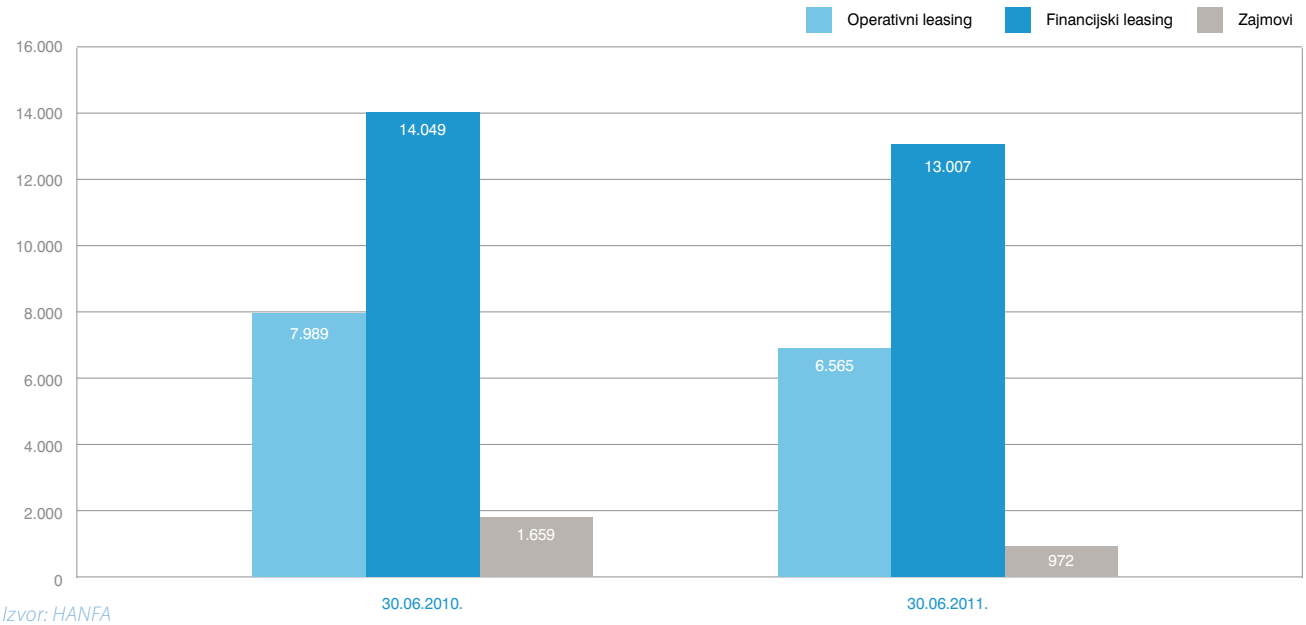
Izvor: HANFA

Broj aktivnih ugovora na dan 30.06.2011. iznosi 148.864 te u odnosu na isti dan prethodne godine bilježi smanjenje od 12.564 ugovora ili 7,8%. Istodobno vrijednost aktivnih ugovora iznosi 20,5 mlrd. kn, što predstavlja smanjenje od 3,2 mlrd. kn ili 13,3%.

U strukturi broja aktivnih ugovora udio financijskog leasinga povećan je sa 45,2% na dan 30.06.2010. na 47,7%, koliko iznosi na dan 30.06.2011. godine. Istodobno udio operativnog leasinga u ukupnom broju aktivnih ugovora na dan 30.06.2011. iznosi 48,5%, što je skoro jednako udjelu na dan 30.06.2010. godine (49,0%). Zajmovi bilježe smanjenje udjela u ukupnom broju aktivnih ugovora sa 5,8% na dan 30.06.2010. na 3,9% na dan 30.06.2011. godine.

U strukturi vrijednosti aktivnih ugovora udio financijskog leasinga bilježi povećanje sa 59,3%, koliko je iznosio na dan 30.06.2010., na 63,3% na dan 30.06.2011. godine. Udio operativnog leasinga u ukupnoj vrijednosti aktivnih ugovora iznosi 32,0%, što je neznatno smanjenje u odnosu na 30.06.2010., kada je iznosio 33,7%. Istodobno je smanjen i udio zajmova u ukupnoj vrijednosti aktivnih ugovora sa 7,0% na dan 30.06.2010., na 4,7% na dan 30.06.2011. godine.

Grafikon 5.3.2. Struktura portfelja leasing društava - usporedba vrijednosti aktivnih ugovora na dan (u mil. kn)



Izvor: HANFA

5.3.1. Struktura portfelja leasing društava prema objektima leasinga/zajma

U strukturi portfelja novozaključenih ugovora prema objektima leasinga u prvom polugodištu 2011. došlo je do smanjenja ukupne vrijednosti novozaključenih ugovora uz istovremeno povećanje ukupnog broja novozaključenih ugovora u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Najveće povećanje vrijednosti novozaključenih ugovora bilježe osobna vozila (za 294,5 mil. kn), dok istovremeno najveće smanjenje vrijednosti novozaključenih ugovora bilježe nekretnine (za 430,8 mil. kn)

Tablica 5.3.2. Broj novozaključenih ugovora leasing društava prema objektima leasinga

Objekt leasinga	Broj novozaključenih ugovora u razdoblju					
	01.01.-30.06.2010.	udjel	01.01.-30.06.2011.	udjel	Indeks 2011./2010.	Apsolutna promjena 2011.-2010.
Nekretnine	98	0,7%	70	0,4%	71,4	-28
Osobna vozila	11.073	74,0%	13.753	78,5%	124,2	2.680
Gospodarska vozila	2.193	14,7%	2.118	12,1%	96,6	-75
Plovila	129	0,9%	144	0,8%	111,6	15
Letjelice	0	0,0%	0	0,0%	0,0	0
Postrojenja, strojevi, transportni uređaji i oprema	924	6,2%	1.006	5,7%	108,9	82
Ostalo	545	3,6%	422	2,4%	77,4	-123
UKUPNO	**14.962**	**100,0%**	**17.513**	**100,0%**	**117,0**	**2.551**

Izvor: HANFA

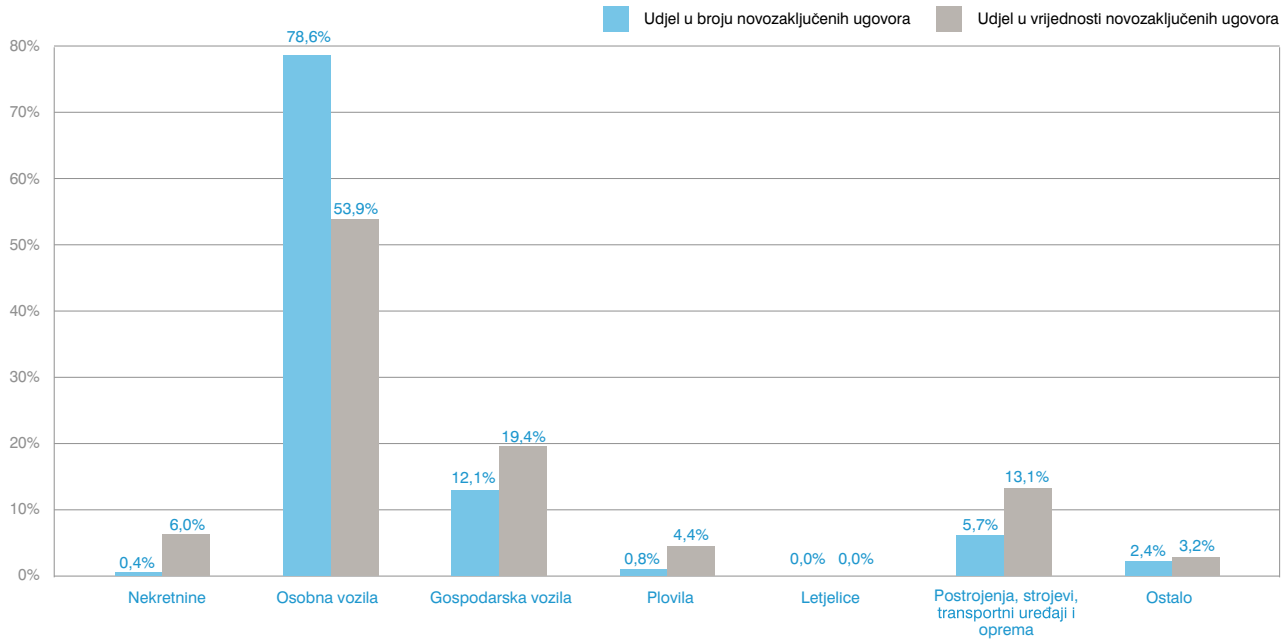
Tablica 5.3.3. Vrijednost novozaključenih ugovora leasing društava prema objektima leasinga (u 000 kn)

Objekt leasinga	Vrijednost novozaključenih ugovora u razdoblju					
	01.01.-30.06.2010.	udjel	01.01.-30.06.2011.	udjel	Indeks 2011./2010.	Apsolutna promjena 2011.-2010.
Nekretnine	602.463	20,5%	171.694	6,0%	28,5	-430.769
Osobna vozila	1.259.607	42,9%	1.554.131	53,9%	123,4	294.524
Gospodarska vozila	464.471	15,8%	560.009	19,4%	120,6	95.538
Plovila	176.747	6,0%	125.898	4,4%	71,2	-50.849
Letjelice	0	0,0%	0	0,0%	0,0	0
Postrojenja, strojevi, transportni uređaji i oprema	388.922	13,2%	378.995	13,1%	97,4	-9.927
Ostalo	43.769	1,5%	93.524	3,2%	213,7	49.755
UKUPNO	**2.935.979**	**100,0%**	**2.884.251**	**100,0%**	**98,2**	**-51.728**

Izvor: HANFA

Struktura broja i vrijednosti novozaključenih ugovora na razini djelatnosti leasinga prema objektima leasinga u prvom polugodištu 2011. prikazana je sljedećim grafikonom.

Grafikon 5.3.3. Usporedba strukture broja i vrijednosti novozaključenih ugovora prema objektima leasinga u razdoblju 01.01.-30.06.2011. godine (u %)



Izvor: HANFA

Najveći broj aktivnih ugovora prema objektima leasinga/zajma na dan 30.06.2011. odnosi se na 106.430 ugovora o leasingu/zajmu za osobna vozila, koji čine 71,5% broja aktivnih ugovora, dok se na gospodarska vozila odnosi 24.143 ugovora, koji čine 16,2% broja aktivnih ugovora.

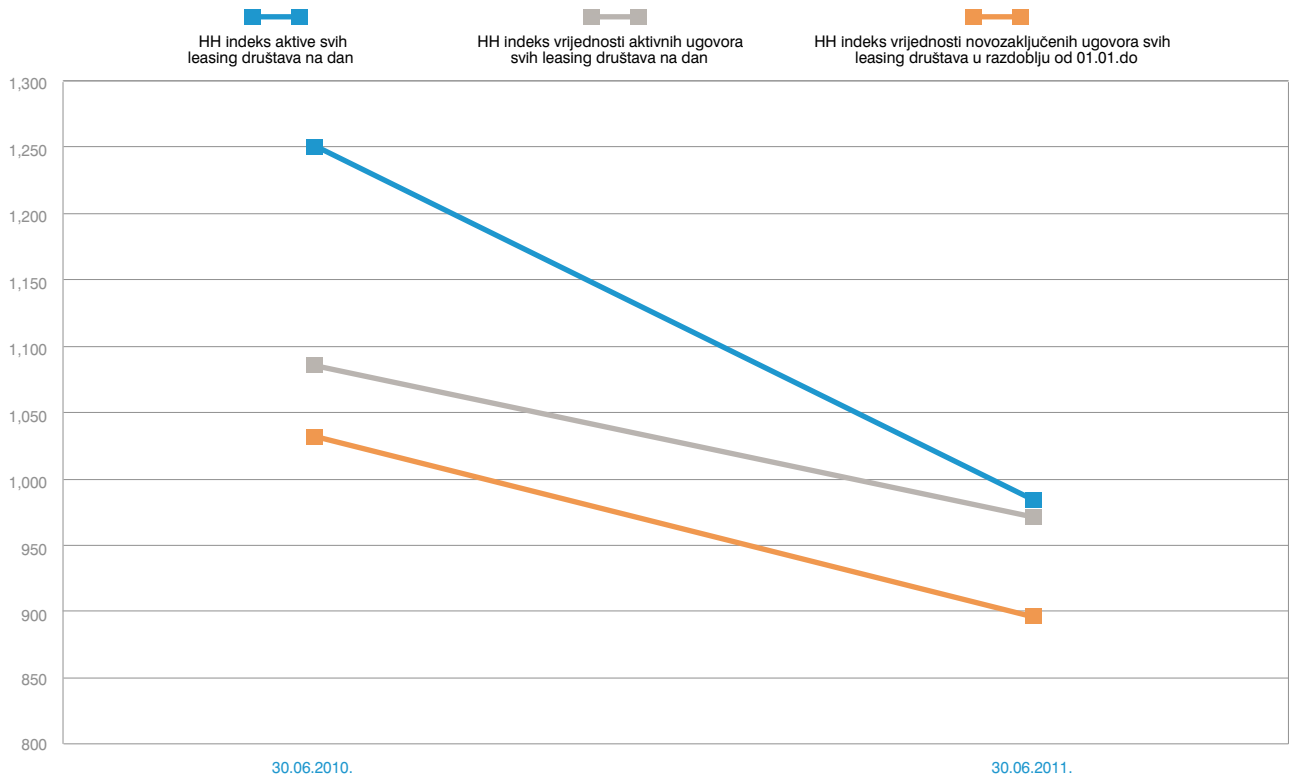
Najveća vrijednost aktivnih ugovora prema objektima leasinga/zajma na dan 30.06.2011. odnosi se na osobne automobile i iznosi 6,2 mlrd. kn ili 29,9% vrijednosti aktivnih ugovora, dok vrijednost aktivnih ugovora za nekretnine iznosi 5,9 mlrd. kn ili 28,8%.

5.4. Indeksi koncentracije u djelatnosti leasinga u RH

Herfindahl-Hirschmanovi indeksi koncentracije (u daljnjem tekstu: HH indeksi) čine osnovu za sustavno praćenje tržišne strukture, odnosno koncentracije djelatnosti leasinga u RH.

Oni su analizirani kao omjer aktive te vrijednosti aktivnih i novozaključenih ugovora po razdobljima.

Grafikon 5.4.1. HH indeksi djelatnosti leasinga po razdobljima



Izvor: HANFA

Koncentriranost tržišta leasinga mjerena HH indeksima pokazuje trend smanjivanja koncentracije aktive te vrijednosti aktivnih i novozaključenih ugovora u prvom polugodištu 2011. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Na navedeno su u najvećoj mjeri utjecale promjene u strukturi tržišnih udjela najvećih leasing društava u vrijednosti novozaključenih i aktivnih ugovora te aktivi djelatnosti leasinga po razdobljima.

6. Factoring

Prema podacima iz Statističkih izvješća društava registriranih za obavljanje poslova factoringa, prikupljenih od društava za koje Agencija ima saznanja da obavljaju poslove factoringa, na dan 30.06.2010. osamnaest društava je obavljalo poslove factoringa dok je na dan 30.06.2011. sedamnaest društava obavljalo poslove factoringa, od čega se u neposrednom većinskom vlasništvu nerezidenata nalaze 3 društva, dok je njih 14 u vlasništvu rezidenata. Šesnaest društava organizirano je kao društvo s ograničenom odgovornošću, dok je jedno društvo organizirano kao dioničko društvo.
U društvima koja obavljaju poslove factoringa na dan 30.06.2011. zaposleno je 196 osoba.

6.1. Struktura aktive

Agregirana aktiva društava koja obavljaju poslove factoringa na dan 30.06.2011. iznosi 5,67 milijardi kuna čime bilježi pad od 12,72% u odnosu na 30.06.2010., kada je ukupna aktiva iznosila 6,49 milijardi kuna.
U ukupnoj aktivi na dan 30.06.2011. najveći pad je razvidan u stavkama Novac na računu i blagajni (za 60,38%) i Dani depoziti (za 59,57%).

Stavke sa najvećim rastom, u ukupnoj aktivi na dan 30.06.2011., su Dugotrajna imovina (za 416,58%) i Factoring potraživanja (za 24,33%).

Tablica 6.1.1. Agregirana aktiva djelatnosti factoringa na dan 30.06.2010. i 30.06.2011. godine (u 000 kn)

AKTIVA	na dan 30.06.2010.	na dan 30.06.2011.	Indeks 2011./2010.
POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	**47**	**0**	**0,00**
DUGOTRAJNA IMOVINA	**11.682**	**60.349**	**516,58**
KRATKOTRAJNA IMOVINA	**6.456.763**	**5.577.723**	**86,39**
Factoring potraživanja	2.353.112	2.925.548	124,33
Domaći factoring	2.281.917	2.818.537	123,52
Izvozni factoring	16.602	32.693	196,92
Uvozni factoring	54.592	74.318	136,13
Eskont mjenica	1.454.368	1.398.612	96,17
Dani zajmovi	66.464	74.037	111,39
Dani depoziti	2.116.020	855.464	40,43
Novac na računu i blagajni	186.477	73.883	39,62
Ostala kratkotrajna imovina	280.322	250.179	89,25
PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I NEDOSPJELA NAPLATA PRIHODA	**22.314**	**27.107**	**121,48**
UKUPNA AKTIVA	**6.490.807**	**5.665.179**	**87,28**

Izvor: HANFA

Tržište factoringa u Republici Hrvatskoj karakterizira visoka koncentracija jer se na najveće društvo po visini aktive (Erste factoring d.o.o.) odnosi 43,85% ukupne aktive društava koja obavljaju poslove factoringa, dok udjel prvih triju društava po visini aktive (Erste factoring d.o.o., Prvi faktor d.o.o. i Raiffeisen factoring d.o.o.) čini 83,71% ukupne aktive.

Kratkotrajna imovina na dan 30.06.2011. iskazana je u iznosu od 5,58 milijardi kuna te čini 98,46% aktive pri čemu se na potraživanja po osnovi factoringa odnosi 2,93 milijardi kuna ili 51,64% ukupne aktive, eskont mjenica iznosi 1,40 milijardi kuna ili 24,69% ukupne aktive dok dani depoziti u iznosu od 855,46 milijuna kuna čine 15,10% ukupne aktive društava koja obavljaju poslove factoringa.

6.2. Struktura pasive

Imovina društava koja obavljaju poslove factoringa najvećim se dijelom financira kreditima inozemnih banaka i financijskih institucija tako da dugoročne i kratkoročne obveze prema inozemnim bankama i financijskim institucijama u iznosu od 4,52 milijarde kuna čine 79,76% ukupne pasive na dan 30.06.2011. godine.

Krediti domaćih banaka i financijskih institucija u iznosu od 634,75 milijuna kuna čine 11,20% ukupne pasive društava koja obavljaju poslove factoringa, dok kapital i rezerve s iznosom od 238,35 milijuna kuna čine 4,21% pasive društava koja obavljaju poslove factoringa na dan 30.06.2011. godine.

Najveći porast u odnosu na 30.06.2010. iskazana je u stavci Ostale dugoročne obveze za 476,01%, a najveće smanjenje je iskazano u stavci Odgođeno plaćanje troškova i prihodi budućeg razdoblja za 48,59%.

Tablica 6.2.1. Agregirana pasiva djelatnosti factoringa na dan 30.06.2010. i 30.06.2011. godine (u 000 kn)

Opis pozicije	30.06.2010.	30.06.2011.	Indeks 2011./2010.
KAPITAL I REZERVE	**229.152**	**238.345**	**104,01**
DUGOROČNE OBVEZE	**237.499**	**301.633**	**127,00**
Obveze za kredite - domaće banke i financijske institucije	2.049	1.977	96,48
Obveze za kredite - inozemne banke i financijske institucije	233.787	290.080	124,08
Ostale dugoročne obveze	1.663	9.576	576,01
KRAKTOROČNE OBVEZE	**5.996.262**	**5.110.860**	**85,23**
Obveze za kredite - domaće banke i financijske institucije	475.319	632.775	133,13
Obveze za kredite - inozemne banke i financijske institucije	5.205.197	4.228.450	81,24
Ostale kratkoročne obveze	315.746	249.636	79,06
ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHODI BUDUĆEG RAZDOBLJA	**27.893**	**14.341**	**51,41**
UKUPNA PASIVA	**6.490.807**	**5.665.179**	**87,28**

Izvor: HANFA

6.3. Financijski rezultat poslovanja

Ukupni prihodi djelatnosti factoringa u razdoblju od 01.01.-30.06.2011. iznose 346,05 milijuna kuna i bilježe pad od 10,20% u odnosu na isto razdoblje prošle godine, dok ukupni rashodi iznose 286,97 milijuna kuna i bilježe pad od 8,18% u odnosu na isto razdoblje prošle godine. U strukturi ukupnih prihoda u razdoblju od 01.01.-30.06.2011. dvije najznačajnije stavke su prihodi od kamata sa udjelom od 51,22% te ostali poslovni prihodi s udjelom od 37,32%. Najznačajnija stavka u ukupnim rashodima su ostali poslovni rashodi koji čine 58,20% ukupnih rashoda.

Dobit prije poreza na dobit djelatnosti factoringa za razdoblje 01.01.-30.06.2011. iskazana je u iznosu od 59,07 milijuna kuna, te je za 18,85% manja u odnosu na isto razdoblje prošle godine. S obzirom da društva koja obavljaju poslove factoringa nisu obvezna u kvartalnim izvješćima obračunavati porez na dobit, analiza je rađena temeljem kategorije dobit/gubitak prije poreza na dobit.

Tablica 6.3.1. Agregirani račun dobiti i gubitka djelatnosti factoringa za razdoblja 01.01.-30.06.2010. i 01.01.-30.06.2011. godine (u 000 kn)

RAČUN DOBITI I GUBITKA	01.01.-30.06.2010.	01.01.-30.06.2011.	Indeks 2011./2010.
PRIHODI OD KAMATA	**178.445**	**177.259**	**99,34**
Prihod od kamata - factoring	69.520	90.701	130,47
Domaći factoring	67.496	86.838	128,66
Izvozni factoring	1.968	1.624	82,55
Uvozni factoring	57	2.239	3.942,57
Prihod od kamata - eskont mjenica	57.124	57.998	101,53
Prihod od kamata - dani zajmovi	2.104	1.372	65,19
Prihod od kamata - dani depoziti	35.453	15.970	45,05
Ostali prihodi od kamata	14.244	11.218	78,76
RASHODI OD KAMATA	**102.568**	**106.238**	**103,58**
Rashod od kamata - domaće banke i financijske institucije	9.154	18.669	203,94
Rashod od kamata - inozemne banke i financijske institucije	92.001	85.135	92,54
Ostali rashodi od kamata	1.413	2.434	172,31
DOBIT/GUBITAK OD KAMATA	**75.878**	**71.020**	**93,60**
PRIHODI OD NAKNADA I PROVIZIJA	**28.516**	**39.630**	**138,98**
RASHODI OD NAKNADA I PROVIZIJA	**8.471**	**13.716**	**161,92**
DOBIT/GUBITAK OD NAKNADA I PROVIZIJA	**20.044**	**25.914**	**129,28**
OSTALI POSLOVNI PRIHODI	**178.381**	**129.157**	**72,41**
OSTALI POSLOVNI RASHODI	**201.512**	**167.018**	**82,88**
Troškovi usluga	17.334	18.497	106,71
Troškovi osoblja	16.667	18.792	112,75
Troškovi ispravaka vrijednosti za gubitke od umanjenja	36.091	17.068	47,29
Ostali troškovi poslovanja	131.421	112.661	85,73
DOBIT/GUBITAK IZ OSTALIH PRIHODA I RASHODA	**-23.131**	**-37.861**	**163,68**
DOBIT/GUBITAK PRIJE POREZA NA DOBIT	**72.791**	**59.073**	**81,15**

Izvor: HANFA

6.4. Volumen transakcija

Volumen transakcija predstavlja kumulativni iznos otkupljenih faktura kod poslova factoringa, kumulativni iznos eskontiranih mjenica kod poslova eskonta mjenica, te danih zajmova u razdoblju od 01.01. do 30.06.2011. godine.

U ukupnom volumenu transakcija najznačajnije stavke su factoring sa udjelom od 65,03% te eskont mjenica čiji je udjel 34,23%. U strukturi factoringa dominira domaći factoring sa udjelom od 95,97%.

Tablica 6.4.1. Volumen transakcija djelatnosti factoringa za razdoblje 01.01.-30.06.2011. godine (u kn)

Vrsta transakcije	Iznos (u kn)	Udjel
Factoring	**3.482.095.946,91**	**65,03%**
Domaći factoring	3.341.852.095,00	62,41%
Izvozni factoring	59.424.464,78	1,11%
Uvozni factoring	80.819.387,13	1,34%
Eskont mjenica	**1.833.133.449,06**	**34,23%**
Dani zajmovi	**39.652.881,07**	**0,74%**
UKUPNO	**5.354.882.277,04**	**100,00%**

Izvor: HANFA

Impresum

Izdavač:

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
Miramarska 24b
10 000 Zagreb
web: www.hanfa.hr
telefon: +385 1 6173 200
fax: +385 1 4811 406

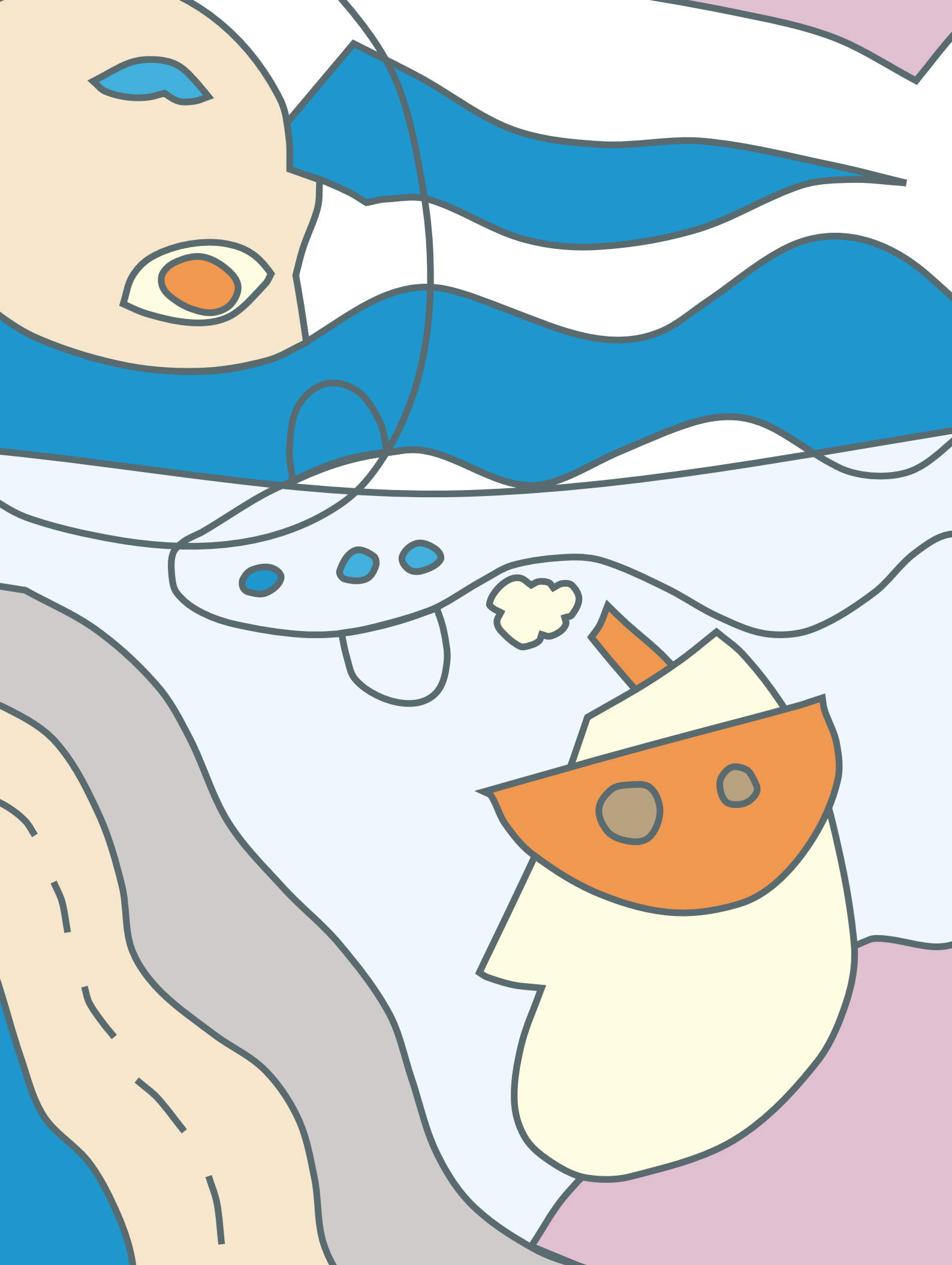
Suradnici:

Ksenija Andelfinger
Luka Balen
Domagoj Barić
Jelena Dostal Pilipić
Jadranka Grubešić
Tatjana Kovač Klemar
Željko Kovačić
Damir Maričić
Ana Peručić
Jasminka Plenković Pastuović
Ivana Sivrić

Dizajn

NEOMEDIA :: kreativne komunikacije
www.neomedia.hr

Prepress

RedPoint
www.redpoint.hr

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor