

Aljoša Šestanović*

UDK 336.764.2(497.5)
JEL Classification G13, G10
Prethodno priopćenje

ISHODIŠTA I PERSPEKTIVE UVOĐENJA TRŽIŠTA BURZOVNIH IZVEDENICA NA HRVATSKOM TRŽIŠTU KAPITALA

Rad istražuje stavove i ocjene domaćih investicijskih društava o odabranim elementima burzovne infrastrukture u funkciji podrške razvoja tržišta burzovnih izvedenica u Republici Hrvatskoj. Cilj istraživanja je identificiranje osnovnih preduvjeta, čimbenika i ograničenja koji determiniraju spremnost investicijskih društava u Republici Hrvatskoj da aktivno participiraju i stimulatивно djeluju na uvođenje burzovnih izvedenica na domaćem tržištu kapitala. U radu se ispituju i stavovi investicijskih društava o stupnju kvalitete ukupne burzovne infrastrukture koja obilježava naše domaće tržište kapitala. S obzirom da na domaćoj burzi vrijednosnih papira još uvijek ne kotiraju izvedenice, istraživani su i stavovi investicijskih društava o preferiranim vrstama izvedenica i o varijablama na kojima bi se morale zasnivati, a u cilju postizanja odgovarajuće likvidnosti i funkcionalnosti tržišta burzovnih izvedenica. U tu svrhu, ispitivane su dvije hipoteze. Prvom hipotezom se tvrdi da hrvatsko tržište kapitala još uvijek nema odgovarajuće preduvjete za uvođenje burzovnih izvedenica u burzovnu ponudu Zagrebačke burze i to zbog nedostatne infrastrukturne razvijenosti investicijskih društava i zbog infrastrukturne nerazvijenosti domaće burze vrijednosnih papira općenito. Drugom se hipotezom tvrdi da je u slučaju uvođenja domaćeg tržišta burzovnih izvedenica, najprikladnije započeti s jednostavnijim in-

* A. Šestanović, dr. sc., predavač i prodekan za nastavu na Visokoj školi za ekonomiju, poduzetništvo i upravljanje Nikola Šubić Zrinski. (E-mail: aljosa.sestanovic@zrinski.org).

Autor zahvaljuje recenzentima na konstruktivnim komentarima u cilju unapređenja budućih istraživanja.

Rad je primljen u uredništvo 24. 2. 2013., a prihvaćen je za objavu 23. 7. 2013.

strumentima i temeljnim varijablama – konkretno ročnicama na dioničke indekse i pojedinačne dionice koji će polučiti veću likvidnost u odnosu na izvedenice temeljene na drugim varijablama (npr. kamatne i valutne izvedenice). Rezultati provedenog istraživanja ukazuju na prihvaćanje obje hipoteze. Hrvatsko tržište kapitala, prema potvrđenoj prvoj hipotezi, još uvijek nema odgovarajuće preduvjete za uvođenje burzovnih izvedenica u burzovnu ponudu Zagrebačke burze i to zbog nedostatne infrastrukturne razvijenosti investicijskih društava te nedostatne infrastrukture domaćeg tržišta kapitala (posebno kada je riječ o manjku likvidnosti u trgovanju na spot tržišnom segmentu burze). Istraživanje ukazuje i na istinitost druge hipoteze kojom se tvrdi da je pri uvođenju domaćeg tržišta burzovnih izvedenica najprikladnije započeti s jednostavnijim instrumentima i temeljnim varijablama kao što su ročnice na dioničke indekse i pojedinačne dionice. Budući da se obilježja naše domaće burze vrijednosnih papira mogu prepoznati i u ostalim burzama jugoistočne Europe, rezultati ovog istraživanja mogu biti osnovica za analizu investicijskih društava i burzi koje djeluju unutar zemalja u regiji. Jedna od većih prednosti ovog rada jest to što pruža kvalitetnu osnovicu i poticaj za buduća istraživanja kojima bi se mogli dopuniti i verificirati rezultati ovog istraživanja, proširenjem istraživanja na ispitivanje stavova tržišnih aktera, i to - profesionalnih ulagatelja i malih ulagatelja.

Ključne riječi: investicijska društva, tržišta izvedenica, burze izvedenica, burzovne izvedenice, financijski rizici, Zagrebačka burza

1. Uvod

U nekoliko posljednjih godina, intenzivniji procesi izgradnje institucionalnog okvira naše burze vrijednosnih papira i domaćeg tržišta kapitala općenito, i pravno-regulatorna reforma cjelokupnog financijskog sektora, podstaknuli su intenzivne rasprave stručnog dijela investicijske zajednice o potrebi uvođenja tržišta burzovnih izvedenica na našem domaćem tržištu kapitala.¹ U radu se istražuju

¹ Izvedenice su financijski ugovori čija je vrijednost determinirana vrijednošću drugih javno-trgovanih vrijednosnih papira, kamatnih stopa, deviznih tečajeva ili tržišnih indeksa (Fitch 2000). Domaći rječnici, osim termina *izvedenice*, koriste sinonime *derivati* ili *derivatni instrumenti* (od engl. *derivatives*; *derivative instruments*), a pod njima podrazumijevaju vrijednosne papire kojima je vrijednost određena drugim vrijednosnim papirom (Leko 1998). Prema definiciji Međunarodnog računovodstvenog standarda 39 - Financijski instrumenti: priznavanje i mjerenje (RRiF-plus 2007), derivativ je financijski instrument ili drugi ugovor koji posjeduje sva tri sljedeća obilježja: a) njegova se vrijednost mijenja prema promjeni utvrđene kamatne stope, cijene financijskog instrumenta, cijene robe, tečaja stranih valuta, indeksa cijena ili stopa, kreditnog rejtinga ili kreditnog indeksa, ili

preduvjeti potrebni za uvođenje burzovnih izvedenica na naše domaće tržište kapitala, a koji su neposredno povezani s infrastrukturom investicijskih društava i općenito infrastrukturom našeg tržišta kapitala.

Polazeći od pretpostavke da uvođenje novih složenijih oblika financijskih instrumenata na burzi vrijednosnih papira može biti u funkciji dinamiziranja trgovanja vrijednosnim papirima, stimuliranja njezina razvoja i rasta, obogaćivanja izvorišta financiranja (vlasničkim, dužničkim i drugim hibridnim vrstama kapitala) te u funkciji razvoja instrumenata upravljanja rizicima, cilj rada je istražiti osnovne preduvjete, čimbenike i ograničenja koji utječu na pripremljenost investicijskih društava u Republici Hrvatskoj da aktivno participiraju i stimulatивно djeluju na uvođenje burzovnih izvedenica na domaćem tržištu kapitala, kao jedne od mogućih budućih osnovica našeg financijskog tržišta. U okviru navedenog cilja istraživanja, ispituju se stavovi investicijskih društava o stupnju kvalitete ukupne burzovne infrastrukture koja obilježava naše domaće tržište kapitala, preferiranim vrstama izvedenica te temeljnim varijablama kako bi se ostvarila likvidnost i funkcionalnost tržišta burzovnih izvedenica. Iz navedenih ciljeva rada proizlaze i dvije hipoteze koje će se istraživanjem testirati.²

Prva hipoteza afirmira stajalište da hrvatsko tržište kapitala još uvijek nema odgovarajuće preduvjete za uvođenje burzovnih izvedenica u burzovnu ponudu Zagrebačke burze i to zbog nedostatne infrastrukturne razvijenosti investicijskih društava te zbog infrastrukturne nerazvijenosti domaće burze vrijednosnih papira općenito. Budući da se trgovanje na domaćoj Zagrebačkoj burzi odvija posredstvom investicijskih društava (koji su i prvi kontakt s potencijalnim ulagačima i korisnicima izvedenica) potrebna su značajna ulaganja u infrastrukturu investicijskih društava i u druga kvalitativna unapređenja domaćeg tržišta kapitala kako bi se mogao podržati uspješan razvoj tržišta burzovnih izvedenica. Elementi infrastrukture investicijskih društava na primjer uključuju korištenje suvremenih informacijskih tehnologija, stupanj obrazovanja ljudskih resursa, sustavi upravljanja operativnim rizicima, tržišnim rizicima, vještine i iskustvo održavanja tržišta i dr. Istom hipotezom se tvrdi da postoji značajan jaz između pokazatelja sadašnjeg stanja razvijenosti domaćeg tržišta kapitala i pokazatelja koji bi bili poželjni prije početka uvođenja tržišta burzovnih izvedenica.³

druge varijable, pod uvjetom, u slučaju nefinancijske imovine, da varijabla nije specifična za jednu od ugovornih strana (ponekad zvana „osnovna varijabla“), b) ne zahtijeva početno neto ulaganje ili je početno neto ulaganje manje od ulaganja koje bi se zahtijevalo za druge vrste ugovora za koje se očekuje da će se slično mijenjati u istim tržišnim uvjetima, i c) podmiruje se na neki budući datum.

² Prema prijašnjim zakonskim uređenjima današnja investicijska društva su prijašnja brokerska društva.

³ Npr. u kvalitativna obilježja spadaju znanje i obrazovanje sudionika na tržištu, razvijeni procesi i procedure upravljanja rizicima, tehnološka unapređenja i IT infrastruktura, razvijeni i mehanizam

Drugom hipotezom se tvrdi da je u slučaju uvođenja domaćeg tržišta burzovnih izvedenica, najprikladnije započeti s jednostavnijim instrumentima i temeljnim varijablama – ročnicama na dioničke indekse i pojedinačne dionice, za koje se očekuje da će polučiti veću likvidnost u odnosu na izvedenice temeljene na drugim varijablama (npr. kamatne i valutne izvedenice).⁴ Ova hipoteza je odabrana jer podaci o trgovanju burzovnim izvedenicama s tržišta u našem okruženju (Varšavska burza, Budimpeštanska burza, Praška burza) pokazuju relativno višu likvidnost (konkretno likvidnost ročnica temeljenih na dioničkim indeksima i dionicama), dok je likvidnost i zastupljenost ostalih instrumenata u trgovanju (npr. opcija) i drugih varijabli (kamatnih stopa i valuta) u pravilu manja ili takvi instrumenti nisu uopće uvedeni u burzovnu ponudu radi očekivane manje likvidnosti.⁵

U istraživanju su korištene kvantitativne i kvalitativne metode istraživanja. U prikupljanju relevantnih podataka koristilo se primarnim i sekundarnim izvorima podataka. Empirijsku osnovicu istraživanja čine primarni podatci prikupljeni anketnim upitnikom. Empirijsko anketno istraživanje je bilo usmjereno prema domaćim investicijskim društvima i kreditnim institucijama (bankama) koje imaju odobrenje za obavljanje investicijskih aktivnosti i pružanje investicijskih usluga, čija je uloga pri uvođenju tržišta burzovnih izvedenica presudna te koja mogu i trebaju biti aktivni sudionici u trgovanju burzovnim financijskim izvedenicama. Dodatna izvorišta istraživanja su spoznaje iz znanstveno-istraživačkih i stručnih radova iz područja izgradnje i funkcioniranja tržišta burzovnih izvedenica te statističke baze podataka globalnih strukovnih udruženja.⁶

U drugom dijelu rada izložen je pregled znanstvene i stručne literature koja istražuje problematiku primjene izvedenica na različitim tržištima kapitala. U trećem dijelu rada prikazani su detaljnije konkretni ciljevi istraživačke ankete, metodologija i konstrukcija uzorka investicijskih društava i kreditnih institucija koji pružaju investicijske usluge i obavljaju investicijske aktivnosti, te osnovni opis strukture prikupljenih podataka. U četvrtom dijelu se detaljno iznose i analiziraju rezultati ankete, dok se u petom dijelu iznose osnovni zaključci istraživanja s najvažnijim nalazima, te zaključci o postavljenim hipotezama.

održavanja tržišta, mehanizmi kratke prodaja i posudbe dionica, razvijeno domaće tržište OTC izvedenica, mehanizmi i procedure poravnanja i namire, pravni i regulatorni režim, likvidnost temeljnih instrumenata, iskustvo brokera i održavatelja tržišta, interna infrastruktura Zagrebačke burze d.d.

⁴ Bez referiranja na partikularne instrumente, ročnice su u pravilu jednostavnije od opcija i lakše im je odrediti tržišnu cijenu budući da u pravilu imaju manje cjenovnih parametara.

⁵ Vidjeti statističke podatke o volumenima trgovanja s obzirom na burzu, instrumente i temeljne varijable koje objavljuju udruženja: WFE (www.world-exchanges.org), FESE (www.fese.eu), FIA (www.futuresindustry.org).

⁶ Svjetska federacija burzi (engl. World Federation of Exchanges, skr. WFE), Federacija europskih burzi (engl. Federation of European Securities Exchanges, skr. FESE), Udruženje futures industrije (engl. Futures Industry Association, skr. FIA).

2. Pregled literature

Tržišta burzovnih financijskih izvedenica i instrumenata *per se* postali su predmetom intenzivnijih istraživanja od početaka 1990.-ih godina. To je očekivano s obzirom da su tržišta burzovnih financijskih izvedenica upravo tada i započeli sa snažnijim širenjem i afirmacijom na tržištima kapitala, naročito u europskim zemljama. Izvedenice kao financijski instrumenti ispunjavaju značajne tržišne funkcije. Istražujući općenite funkcije izvedenica u suvremenim gospodarstvima, Melamed (1997.) ističe tri važne ekonomske funkcije izvedenica: upravljanje rizicima, osiguranje cjenovnih informacija i transakcijska efikasnost. Autor ukazuje na primarnu svrhu upravljanja rizicima – zaštita postojećih profita, a ne stvaranje novih profita. Kada se izvedenice primjenjuju za upravljanje rizicima, tada takvi instrumenti ne stvaraju nove rizike, već se primjenjuju za rizike koji već postoje. U publikaciji Deutsche Börse Group (2008.), istaknuto je da su tržišta izvedenica sigurna i efikasna, te da su temeljne tri pretpostavke za njihovo uspješno funkcioniranje: sigurnost, efikasnost i inovativnost. Orijentirajući se na primjenu izvedenica u tržištima u nastajanju, Ilyna (2004.) zaključuje da je korištenje izvedenica od strane sudionika na tim tržištima podržalo kapitalne priljeve i pomoglo ulagateljima efikasnije cjenovno vrednovati rizik i upravljati rizicima, iako postoje i negativne strane – nepredvidivost dinamike kriza uz ubrzanje kapitalnih odljeva i povećane volatilnosti. Međutim, te negativne strane se pojavljuju uglavnom na nezrelim tržištima sa slabom prudencijalnom regulativom. Mathieson & Roldos (2004.) slično zaključuju da se potencijalni negativni učinci tržišta izvedenica mogu izbjeći uz razborite makroekonomske i regulatorne politike. Velik broj drugih autora istraživali su i ukazivali na blagotvorne efekte primjene izvedenica kao financijskih instrumenata instrumenata. No, značajno manji broj radova je objavljen o internoj organizaciji i funkcioniranju burzi izvedenica i ulazi investicijskih društava, a naročito se osjeća manjak relevantnih istraživanja za europske post-tranzicijske burze. Od autora koji su istraživali navedenu problematiku ističu se radovi Tsetsekosa & Varangisa (1997.; 1998.; 2000.), koji ističu da su se akademska istraživanja i popularni tisak bavili burzama izvedenica uglavnom kroz perspektivu „crne kutije“. Ovi autori su, metodom presječne analize na velikom uzorku burzi, istraživali arhitekturu, oblikovne elemente tržišta i proizvoda kojima se trguje na tržištima burzovnih izvedenica, pokušavajući ustanoviti zajednička obilježja uspješnih tržišta burzovnih izvedenica. Međutim, unatoč tome što je takvo istraživanje provedeno na relativno velikom uzorku burzi, ono nije u većoj mjeri primjenjivo za naše tržište. Naime, njihovo istraživanje ne uvažava specifične razvojne značajke svakog pojedinog tržišta kapitala, pa niti zemljopisne značajke ili kulturološko-povijesno naslijeđe koje je pratilo razvoj našeg tržišta kapitala i tržišta kapitala u drugim post-tranzicijskim zemljama. Al Janabi

(2006.) i Jobst (2008.) su istraživali burzovne izvedenice na tržištima u nastajanju iz praktične perspektive. Oba autora su postavili općenite smjernice na koji način učinkovito uspostaviti izvedene instrumente na takvim tržištima u okviru pruden-cijalnih pravila i procedura, a koje su primjenjive za sva tržišta na kojima predstoji uvođenje tržišta burzovnih izvedenica. Ipak, niti njihova istraživanja nisu uzela u obzir specifičnosti razvoja burzi u europskim post-tranzicijskim zemljama koja se ipak značajno razlikuju od drugih razvijenijih zapadnoeuropskih burzi, niti su se posebno bavili ulogom i kapacitetima investicijskih društava u ponudi izvedenica na domicilnim tržištima.

Leuthold (1994.) je jedan od rijetkih autora koji je istraživao problem izgrad-nje terminskih tržišta u liberaliziranim ekonomijama, navodeći pretpostavke i za-htjeve koji trebaju biti zadovoljeni prije tog pothvata. Odabir vremenskog trenutka uvođenja tog tržišta je kritičan, ali čvrsta ekonomska utemeljenost je od esencijalne važnosti. Istraživanjima o tržištima izvedenica u post-tranzicijskim europskim zemljama su se posebno bavili Kilcollin & Frankel (1993.), Köke & Schröder (2002.) te De la Rosa et al. (2004.). Kilcollin & Frankel su istraživali tržišta izvedenica u ranim razvojnim fazama, predviđajući njihov značajan rast u narednom razdoblju. Autori su se koncentrirali na istraživanje infrastrukturnih prepreka koje otežavaju razvoj tržišta izvedenica u zemljama Istočne Europe. Köke & Schröder su proveli komparativno istraživanje tržišta kapitala Poljske, Mađarske i Češke koje autori ističu kao najrazvijenija od post-tranzicijskih tržišta Europe. Autori izlažu preporuke za učinkovitiji razvoj navedenih tržišta kroz harmonizaciju uvjeta ko-tacije i izvještavanja kompanija, objedinjenu središnju trgovinsku platformu, te harmonizaciju nadzornih funkcija, a to će pripomoći i razvoju tržišta izvedenica u tim zemljama. De la Rosa et al. je izložila kronološki i činjenični pregled razvoja Varšavske burze u razdoblju 1991. – 2000. Njezin rad je važan jer su iskustva Varšavske burze interesantna i za ostala post-tranzicijska tržišta, budući da Varšavska burza danas prednjači u razvoju tržišta burzovnih izvedenica i može poslužiti kao dobar primjer ostalim europskim post-tranzicijskim burzama.

Noviji pregled infrastrukture tržišta burzovnih izvedenica u Europskoj uniji (nakon proširenja 2004. godine) izložili su Chi & Young (2006.). Autori tvrde da se tržišta burzovnih izvedenica u Europi (gdje se burzovnim spot instrumentima i izvedenicama trguje u okviru iste burze) uglavnom razlikuju od američkog mo-dela (gdje su spomenuta tržišta obično razdvojena). Autori ističu i činjenicu da se likvidnost (dugoročnih i kratkoročnih) kamatnih izvedenica koncentrirala na dvije burze: Eurex i Euronext-LIFFE. Stoga, smatraju da će se razvoj tržišta burzov-nih izvedenica na lokalnim tržištima najviše temeljiti na varijablama kao što su dionički indeksi i pojedinačne dionice, za koje su autori utvrdili da imaju najdi-namičniji rast. Tržišta burzovnih izvedenica u europskim, bivšim centralno-plan-skim zemljama (Češka, Mađarska i Poljska) istraživala je Sobol (2008.) koja izlaže

čimbenike koji su doprinijeli brzom rastu izvedenica u tim zemljama: veći fokus na upravljanje rizicima, rastuća saznanja individualnih i institucionalnih investitora u primjeni izvedenica te prilagodljivo regulatorno okruženje. Rad autora Lien & Zhang (2008.) sažima najvažnija teorijska i empirijska istraživanja o tržištima izvedenica koja se slažu u tome da su, s jedne strane - tržišta financijskih izvedenica podržala priljeve kapitala u tržištima u nastajanju, dok su s druge strane - povećavali volatilnost i ubrzali odljev kapitala. Izvedenice su, prema zaključku izloženih empirijskih nalaza, rijetko uzrokovale krize *per se*, iako su djelovali na povećanje negativnih efekata i na širenje kriza. Istaknuli su da su istraživanja pokazala da su za učinkoviti razvoj tržišta izvedenica u tržištima u nastajanju neophodni jaki makroekonomski agregati, te kvalitetne financijske politike i regulacija. Mihaljek & Packer (2010.) su istraživali globalne trendove burzovnih i OTC tržišta izvedenica, i zaključili da je porast trgovanja izvedenicama pozitivno koreliran s trgovinom, financijskim aktivnostima i dohotkom po glavi stanovnika.

U većem broju radova empirijski se istraživala raširenost primjene izvedenica u nefinancijskim i financijskim kompanijama na različitim europskim tržištima. Iz navedenih istraživanja se može uočiti intenzivna primjena izvedenica od strane financijskih i nefinancijskih kompanija. Za tržište Ujedinjenog Kraljevstva istraživanje su proveli Grant & Marshall (1997.) koji su utvrdili da korporacijski rizničari najviše primjenjuju zamjene, unaprednice i opcije u zaštiti od rizika kamatne stope i valutnog rizika uz primjenu značajnih korporacijskih kontrolnih mehanizama. El-Masry (2006.) je također proveo istraživanje za isto tržište i to na uzorku nefinancijskih kompanija. Rezultati su pokazali da u odnosu na ostale kompanije, izvedenice više primjenjuju veće kompanije, i to one koje kotiraju na tržištima kapitala i međunarodne kompanije. Valutni rizik najčešći je motiv primjene izvedenica, nakon čega slijedi valutni rizik. Kao najvažniji razlog za primjenu izvedenica istaknuto je upravljanje volatilnošću novčanih tokova. Za španjolsko tržište, istraživanje su proveli Marín & Rangel (2006.) i Pilar & Rafael (2002.). Prvi su autori istraživali primjenu izvedenica u uzajamnim fondovima na španjolskom tržištu. Ustanovili su da su se izvedenice primjenjivale uglavnom za špekulativne svrhe te nisu pronađeni dokazi o primjeni za zaštitu od rizika. No, nisu ustanovili poveznicu uspjeha u prinosima fondova i korištenja izvedenica. Drugi spomenuti autori su zaključili da se kondicionalna volatilnost temeljnog španjolskog dioničkog indeksa Ibex-35 smanjila nakon uvođenja tržišta izvedenica uz porast volumena trgovanja. Komparativno istraživanje primjene izvedenica u američkim i njemačkim nefinancijskim kompanijama proveli su Bodnar & Gebhardt (1999.). Zaključili su da se na oba tržišta najčešće koriste valutne izvedenice, a nakon toga kamatne izvedenice, dok je primjena robnih izvedenica rjeđa. Međutim, navedena tržišta se razlikuju prema primarnom cilju zaštite od rizika i izboru instrumenata, pri čemu se razlika pripisuje strožim korporacijskim kontrolama primjene izvedenica u njemačkim

kompanijama. Fatemi & Glaum (2000.) istraživali su primjenu izvedenica u njemačkim nefinancijskim kompanijama koje kotiraju na Frankfurtskoj burzi i došli do zaključka da su sustavi upravljanja kamatnim rizicima i valutnim rizicima značajno integrirane funkcije u njemačkim kompanijama. Nguyen et al. (2004.) su se koncentrirali na istraživanje praksi upravljanja valutnim rizicima u francuskim kompanijama neposredno nakon uvođenja eura i zaključili da je intenzitet primjene izvedenica za zaštitu od valutnih rizika značajno manji, iako nije smanjen broj kompanija koje ih koriste. Do sličnih su zaključaka došli i Capstaff et al. (2007.), također na uzorku francuskih kompanija. Sva navedena istraživanja ukazuju da se izvedenicama u poslovanju na razvijenim tržištima koriste financijske i nefinancijske kompanije, pri čemu je intenzitet primjene veći na razvijenim tržištima kapitala.

Od autora koji su istraživali intenzitet korištenja izvedenih instrumenata na domaćem tržištu, valja istaknuti Sprčić (2008.) koja je istraživala postojeću praksu upravljanja financijskim rizicima i korištenja izvedenica u velikim hrvatskim i slovenskim poduzećima. Pritom se istraživala povezanost različitih obilježja poduzeća s odlukom o uporabi izvedenih vrijednosnih papira. Pokazano je da odluka o upotrebi izvedenica kao instrumenata zaštite od financijskih rizika u hrvatskim poduzećima ovisi samo o pokazateljima novih investicija (kao mjeri skupoga vanjskog financiranja), dok u slovenskim poduzećima ta odluka ovisi samo o veličini poduzeća. Autori dalje navode da se obilježja hrvatskih i slovenskih poduzeća mogu prepoznati i u ostalim zemljama jugoistočne Europe, pa rezultati njihovih istraživanja mogu biti dobar temelj za šira komparativna istraživanja praksi upravljanja financijskim rizicima unutar zemalja u regiji. Slično tome, prakse korporacijskog upravljanja rizicima u velikim hrvatskim nefinancijskim društvima, odnosno usvajanje različitih strategija upravljanja rizicima empirijski su istraženi u radu Sprčić et al. (2008.). U radu su autori analizirali koje su financijske institucije i posrednici najvažniji u osiguranju instrumenata upravljanja rizicima i razloge zbog kojih hrvatske kompanije ne upravljaju korporativnim rizicima ili ne primjenjuju izvedenice. Istraživanje je pokazalo da većina analiziranih kompanija koriste neki oblik upravljanja rizicima kamatne stope, valutnim rizicima, robnim cjenovnim rizicima te da valutni rizici i robni cjenovni rizik imaju najveći utjecaj na uspješnost kompanija, dok kamatni rizici nemaju takav utjecaj. S obzirom upotrebu i važnost različitih instrumenata upravljanja rizicima u strategijama upravljanja rizicima, rezultati istraživanja su pokazali da hrvatske nefinancijske kompanije koriste uglavnom jednostavne instrumente upravljanja rizicima kao što je to *prirodni hedging*.

Tuškan (2009) je također istraživala primjenu postojećih financijskih izvedenica u upravljanju tržišnim rizicima od strane domaćih poslovnih subjekata te zaključila da domaći poslovni subjekti nedovoljno primjenjuju postojeće financijske izvedenice u upravljanju tržišnim rizicima, a oni koji se primjenjuju, temelje se

na najosnovnijim instrumentima, valutnim zamjenama i unaprednicama.⁷ Anketno istraživanje primjene metoda upravljanja financijskim rizicima na uzorku hrvatskih poduzeća proveli su i Dumičić et al. (2008.). To istraživanje pokazalo je da su poduzeća koja se koriste instrumentima zaštite od rizika, češće registrirana kao dionička društva, imaju znatno veći prosječan prihod, i u tim poduzećima prihod češće raste u odnosu na prethodnu godinu. Poduzeća s većim brojem zaposlenih nešto češće koriste instrumente zaštite, a isto vrijedi i za poduzeća koja primjenjuju kontroling i sustave kvalitete u svom poslovanju. U tom istraživanju, autori su indicirali korištenje bankovnih usluga zaštite od rizika, a menadžeri poduzeća koja koriste instrumente zaštite od rizika imali su viši stupanj obrazovanja. Slijepčević & Živko (2008.) su istraživanje koncentrirali na primjenu financijskih izvedenica u hrvatskim bankama s ciljem da utvrde u kojoj mjeri banke prepoznaju kamatni rizik i koriste instrumente kojima mogu njime upravljati. Njihovo istraživanje je pokazalo manjak primjene financijskih izvedenica za učinkovito upravljanje rizikom kamatnih stopa.

Ipak, spomenuti radovi nisu obuhvatili istraživanje uloge investicijskih društava u izgradnji burze izvedenica niti su podrobnije istraživali preduvjete i čimbenike koje je potrebno ostvariti i ispuniti prije izgradnje tog segmenta tržišta. Budući da su se prije navedena istraživanja domaćih autora orijentirala na istraživanje korištenja izvedenica od strane različitih tržišnih aktera (potražnu stranu), ovo istraživanje koje se usmjerava na investicijska društva i na burzovne instrumente predstavlja iskorak naprijed i doprinosi dubini istraživanja ove problematike. Rezultatima ovog istraživanja se upotpunjuje pregled i pruža šira slika domaćeg tržišta kapitala s gledišta infrastrukturne spremnosti na uvođenje segmenta izvedenica u domaću burzovnu ponudu.

3. Empirijsko istraživanje mogućnosti uvođenja tržišta burzovnih izvedenica na hrvatskom tržištu kapitala kroz prizmu investicijskih društava

O perspektivama i ograničenjima uvođenja tržišta burzovnih izvedenica na hrvatskom tržištu kapitala, istraživačkom je anketom provedeno istraživanje među investicijskim društvima koja posluju na našem domaćem tržištu. U prvom dijelu identificirani su ciljevi istraživačke ankete i neka od glavnih ograničenja svojstvenih ovakvoj vrsti istraživanja, u drugom dijelu – metodologija i konstrukcija ankete i u trećem dijelu struktura prikupljenih podataka.

⁷ U današnjoj hrvatskoj ekonomskoj terminologiji unaprednice su istoznačnice forwardima u engleskoj terminologiji.

Na temelju rezultata anketnog istraživanja, provjerava se istinitost dviju hipoteza. Prva hipoteza afirmira stajalište da hrvatsko tržište kapitala još uvijek nema odgovarajuće preduvjete za uvođenje burzovnih izvedenica u burzovnu ponudu Zagrebačke burze i to zbog nedostatne infrastrukturne razvijenosti investicijskih društava i zbog infrastrukturne nerazvijenosti domaće burze vrijednosnih papira općenito. Budući da se trgovanje na domaćoj Zagrebačkoj burzi odvija posredstvom investicijskih društava (koji su i prvi kontakt s potencijalnim ulagačima i korisnicima izvedenica) potrebna su značajna ulaganja u infrastrukturu investicijskih društava i u druga kvalitativna unapređenja domaćeg tržišta kapitala kako bi mogli uspješno podržati razvoj tržišta burzovnih izvedenica. Elementi infrastrukture investicijskih društava uključuju npr. korištenje suvremenih informacijskih tehnologija, stupanj obrazovanja ljudskih resursa, sustave upravljanja operativnim rizicima, tržišnim rizicima, vještine i iskustvo održavanja tržišta i dr. Istom hipotezom se tvrdi da postoji značajan jaz između pokazatelja sadašnjeg stanja razvijenosti domaćeg tržišta kapitala i pokazatelja koji bi bili poželjni prije početka uvođenja tržišta burzovnih izvedenica.⁸

Drugom se hipotezom tvrdi da je u slučaju uvođenja domaćeg tržišta burzovnih izvedenica, najprikladnije započeti s jednostavnijim instrumentima i temeljnim varijablama kao što su to ročnice temeljene na dioničkim indeksima i pojedinačnim dionicama, a za koje se očekuje da će polučiti veću likvidnost u odnosu na izvedenice temeljene na drugim varijablama kao što su to kamatne i valutne izvedenice. Ova hipoteza je odabrana jer podatci o trgovanju burzovnim izvedenicama s tržišta u našem okruženju (Bečka burza, Varšavska burza, Budimpeštanska burza, Praška burza), pokazuju relativno višu likvidnost burzovnih izvedenica, konkretno ročnica temeljenih na dioničkim indeksima i pojedinačnim dionicama, dok je likvidnost i zastupljenost ostalih instrumenata u trgovanju (npr. opcija) i drugih varijabli (kamatnih stopa i valuta) značajno manja.

3.1. Ciljevi istraživačke ankete

Ovo je prvo anketno istraživanje provedeno među investicijskim društvima u Republici Hrvatskoj. Prijašnja istraživanja bila su koncentrirana na potražnu stra-

⁸ Npr. u kvalitativna obilježja spadaju znanje i obrazovanje sudionika na tržištu, razvijeni procesi i procedure upravljanja rizicima, tehnološka unapređenja i IT infrastruktura, razvijeni mehanizam održavanja tržišta, mehanizmi kratke prodaja i posudbe dionica, razvijeno domaće tržište OTC izvedenica, mehanizmi i procedure poravnanja i namire, pravni i regulatorni režim, likvidnost temeljnih instrumenata, iskustvo brokera i održavatelja tržišta, interna infrastruktura Zagrebačke burze d.d.

nu, odnosno na analize sustava upravljanja korporacijskim rizicima u financijskim i nefinancijskim društvima.

U konstrukciji ankete, pred istraživanje su postavljeni sljedeći ciljevi:

- identifikacija i ocjena strukture i kapaciteta naših društava ovlaštenih za obavljanje investicijskih aktivnosti i pružanje investicijskih usluga.
- analiza ključnih relevantnih područja i prioriteta razvoja ključnih čimbenika koji su potrebni za uvođenje burzovnih izvedenica.
- analiza vrsta izvedenih instrumenata i kronološki redoslijed njihova uvođenja.

Unatoč naporima da odgovori iz istraživačke ankete budu što precizniji i potpuniji, postoji realna mogućnost i rizik (kao i kod svih vrsta ovakvog istraživanja) da je dio odgovora u anketi pružen i od strane osoba s manjim upravljačkim ovlastima, nedovoljnom raspoloživošću relevantnih informacija, ili pak od strane osoba koje nemaju poticaj za pružanje istinitih i valjanih informacija i/ili mišljenja, što su uobičajene negativne strane istraživačkih anketa. Valja spomenuti da je jedno od ograničenja ove ankete i nemogućnost usporedbe rezultata ankete s podacima i percepcijama društava koji nisu odgovorili na anketu. Da bi se ipak osigurala što veća relevantnost, anketa je poslana na konkretne elektroničke adrese višeg ili visokog menadžmenta, a u ispunjenju ankete uvelike su pomogla i osobna poznanstva autora s profesionalcima u institucijama koje aktivno posluju na našem tržištu kapitala.

Ovo istraživanje predstavlja razvojni korak naprijed u istraživanju mogućnosti izgradnje domaćeg tržišta burzovnih izvedenica kao važnog dijela ukupne infrastrukture našeg financijskog tržišta. Ovime se upotpunjuju i zaokružuju rezultati nekih prijašnjih primarnih istraživanja koja su bila orijentirana uglavnom na odrednice potražnje.

3.2. Metodologija i konstrukcija uzorka investicijskih društava i kreditnih institucija koji pružaju investicijske usluge i obavljaju investicijske aktivnosti

Empirijsko istraživanje metodom anketnog upitnika (konstruiranog preko internet sučelja) provedeno je u razdoblju od 21. prosinca 2010. godine do 22. rujna 2011. godine.⁹ U prvoj distribuciji ankete, ciljana populacija obuhvaćala je 38

⁹ Za konstrukciju anketnog upitnika, distribuciju poziva elektronskom poštom i obradu rezultata koristio se posebno dizajnirani program za istraživačke upitnike i ankete kompanije *Active-Campaign, Inc.* (<http://www.isalient.com>).

investicijskih društava i kreditnih institucija na području Republike Hrvatske, a koji su u tom razdoblju u registru Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga imali ovlaštenje za obavljanje jedne od glavnih ili pomoćnih investicijskih usluga i aktivnosti predviđenih čl. 5. Zakona o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08, 74/09).¹⁰ Iako su izvorno 44 društva imala takvo ovlaštenje, iz ciljane populacije ankete isključeno je šest društava jer se radilo o društvima za upravljanje fondovima koja su imala odobrenje za pružanje isključivo dvije vrste investicijskih usluga i aktivnosti - upravljanje portfeljem i/ili investicijsko savjetovanje (pa se prema tome radilo o potražnoj strani izvedenih instrumenata).

Anketa je bila namijenjena visokim ili višim upravljačkim strukturama u ciljanim društvima za koje se opravdano moglo pretpostaviti da imaju konkretne stavove o tržištima burzovnih izvedenica i izvedenim instrumentima te stavove o njihovom uvođenju na naše tržište kapitala. Anketa je bila sastavljena na internet sučelju na engleskom jeziku zbog tri razloga. Prvi razlog je povezan sa specifičnim rječnikom iz područja izvedenica. Naime, budući da neusporedivo veća količina relevantnih obrazovnih sadržaja i statističkih izvještaja potječe iz inozemne literature (znanstvenih i stručnih publikacija), s internet stranica inozemnih burzi i s radionica održanih u RH pod vodstvom inozemnih predavača, s opravdanjem se pretpostavilo da je menadžment ciljanih društava značajno bolje upoznat s engleskom terminologijom koja opisuje tržište izvedenica i izvedene instrumente. Drugi je razlog još uvijek nedovoljno precizna, neujednačena i manje poznata hrvatska terminologija koja još uvijek nije naišla na širi prihvata među praktičarima na hrvatskom tržištu kapitala, pa je cilj bio izbjeći nedovoljno poznavanje hrvatskih ekvivalenata stručnih izraza, a što bi, prema mišljenju autora, moglo utjecati i narušiti kvalitetu rezultata istraživačke ankete.¹¹ Treći je razlog opravdana pretpostavka da se na višim položajima menadžmenta (kojima je bila upućena anketa) nalazi jednim dijelom i nedomicilni kadar s slabijim poznavanjem hrvatske terminologije.

¹⁰ Članak 5. važećeg Zakona o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08, 74/09) propisuje osam investicijskih usluga i aktivnosti te sedam pomoćnih aktivnosti. Sukladno odredbi članka 10. st. 3. istog zakona, HANFA vodi Registar društava iz članka 6. ZTK, koja imaju odobrenje nadležnih tijela za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti iz članka 5. ZTK, a sukladno odredbi istog članka, st. 4. u Registar se upisuju i društva iz članka 7. stavka 1. ZTK (društva za upravljanje investicijskim fondovima).

¹¹ To je evidentno iz razlike hrvatske i engleske terminologije za neke pojedine izvedene instrumente: ročnice ili budućnosnice (engl. *futures*); opcije (engl. *options*); unaprednice (engl. *forwards*); zamjene (engl. *swaps*); financijski ugovori za razlike (engl. *financial contract for differences*).

3.3. Opis strukture prikupljenih podataka

Anketa se sastojala od ukupno 53 pitanja raspoređenih u dvije cjeline i to:

- organizacijsko i iskustveno profiliranje institucija (društava),
- prosudbe i stavovi o uvođenju burzovnih izvedenica na hrvatsko tržište kapitala.

U prvom dijelu - organizacijsko i iskustveno profiliranje, istraživao se profil institucija iz ciljane populacije, kao i njihovo iskustvo u primjeni izvedenih instrumenata. Društva iz ciljane populacije su vrlo različitih organizacijskih i iskustvenih profila, a valja imati na umu da su - osim investicijskih društava (prijašnje brokerska društva), u istraživanje bile uključene i kreditne institucije ovlaštene za pružanje investicijskih usluga, a čiji se profil značajno razlikuje od investicijskih društava. Drugim dijelom ankete - prosudbe i stavovi o uvođenju burzovnih izvedenica na hrvatsko tržište kapitala, pobliže su se istraživali prosudbe i stavovi iz određenih ključnih područja koja su važna s aspekta uvođenja tržišta burzovnih izvedenih instrumenata.

Kako bi se osiguralo što veće sudjelovanje, autor je osobno, telefonom i elektronskom poštom kontaktirao viši i visoki menadžment ciljanih društava. Nakon prvog kruga od 15 odgovora, u drugom krugu je pristiglo još devet odgovora. Tako je do zaključenja ankete pristiglo ukupno 24 odgovora. Budući da je na početku ispitivanja ciljana populacija društava ovlaštenih za investicijske aktivnosti i usluge obuhvaćala ukupno 38 društava, završna stopa odaziva iznosila je 63,2%. U tijeku istraživanja, tri investicijska društva prestala su s obavljanjem predmetnih usluga, dok se jedno društvo pripojilo matičnoj kreditnoj instituciji (uz dozvolu obavljanja registriranih aktivnosti iz ZTK-a), pa je do zatvaranja istraživačke ankete u registru ostalo ciljanih 35 društava (sve bez uključenih društava za upravljanje fondovima). S obzirom na stopu odaziva te na sva nastojanja da istraživačka anketa istinski oslika percepciju ciljanih društava prema uvođenju trgovanja burzovnim izvedenicama na naše tržište, smatramo da struktura i odaziv ankete ispunjavaju zadane ciljeve.¹² U nastavku ćemo izložiti najvažnija profilna obilježja institucija koje su odgovorile na anketu.

Od 24 društva koja su odgovorila na anketu, 13 je investicijskih društava, a 11 su kreditne institucije.¹³ Ovako uravnoteženi odgovori su poželjni s istraživačkog

¹² Budući da su u istraživanju sudjelovala - prema prihodima i volumenu trgovanja - investicijska društva značajnije veličine, prema procjeni autora, promet trgovanja vrijednosnim papirima društava koja su ispunila anketu čini više od 50% prometa trgovanja vrijednosnim papirima (dionicama) na Zagrebačkoj burzi.

¹³ Kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj može se, pod uvjetima utvrđenim Zakonom o kreditnim institucijama (NN 117/08, 74/09, 153/09, 108/12), osnovati kao: banka, štedna banka, stambena štedionica ili institucija za elektronički novac. U ovoj anketi, od kreditnih institucija, sudjelovale su samo banke.

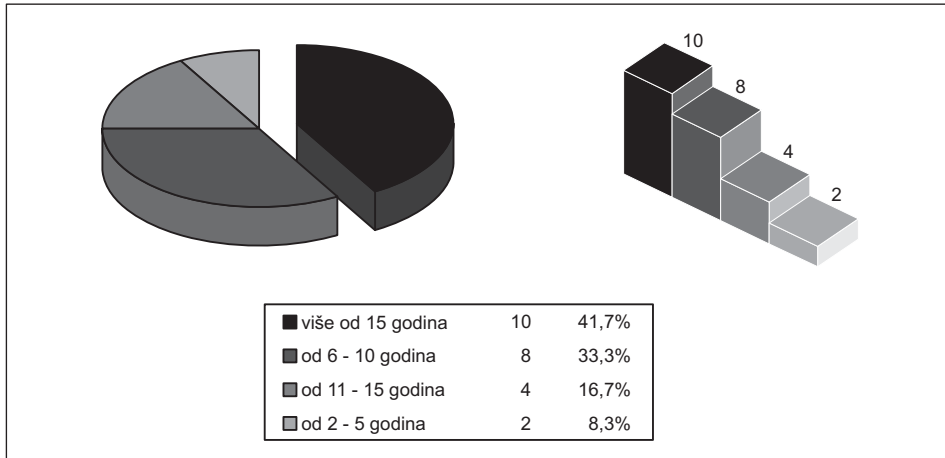
aspekta jer svaka skupina institucija ima specifičnu funkcionalnu ulogu na tržištu kapitala i može različito odgovoriti na organizacijske i tehnološke zahtjeve pri uvođenju tržišta burzovnih izvedenica. U Republici Hrvatskoj prevladava tzv. kontinentalni model financijskog sustava koji obilježava prevladavajuća uloga banaka na financijskom tržištu, naročito u sferi korporacijskog financiranja, dok primarno tržište kapitala, odnosno sekundarno tržište kapitala, imaju manju ulogu. Banke su, kao glavna podvrsta kreditnih institucija, u kadrovskom, tehnološkom i financijskom smislu - najopremljenije institucije na našem financijskom tržištu kada je riječ o pružanju investicijskih usluga. Banke su i najvjerojatniji skup društava iz kojeg će se - u slučaju uvođenja tržišta burzovnih izvedenica - formirati potencijalni održavatelji tržišta na burzi izvedenica.¹⁴ Argumente nalazimo u činjenici da su banke u Republici Hrvatskoj već poslovale s izvedenicama, jer su u pravilu glavni sudionici na tržištima OTC izvedenica i imaju iskustvo u kreiranju ponude OTC izvedenica, dok su ostale vrste institucionalnih ulagatelja u pravilu više angažirane u trgovanju tradicionalnim burzovnim instrumentima (dionicama i obveznicama).

Iskustvo obavljanja investicijskih aktivnosti i pružanja investicijskih usluga na tržištu kapitala vrlo je važno obilježje s aspekta uvođenja novih financijskih instrumenata na burzi. Taj parametar prikazali smo u grafu 3.1. Relativna većina društava koja su odgovorila na anketu, ima više od 15 godina iskustva rada u aktivnostima pružanja investicijskih usluga (10 društava, odnosno nešto više od dvije petine). Četiri društva imaju od 11 do 15 godina iskustva, dok osam društava (trećina) ima od šest do 10 godina iskustva. Samo dva društva imaju manje od pet godina iskustva u pružanju investicijskih usluga. Takva struktura društava koju obilježavaju većinom društva s vrlo značajnim iskustvom, omogućuje vrlo dobru reprezentativnost ankete i dobitak kvalitetnijih odgovora. Upravo će društva koja imaju najveći broj godina iskustva biti ona koja će najvjerojatnije biti predvodnici u promicanju trgovanja i primjeni burzovnih izvedenica na našem tržištu, ne samo za svoju vlastitu knjigu trgovanja, već i za njihove klijente.

¹⁴ U trenutku pisanja ovog rada, na Zagrebačkoj burzi su aktivna dva održavatelja tržišta (Raiffeisenbank Austria d.d. i Erste&Steiermaerkische bank d.d.) koji održavaju tržište za četiri dionice burzovnih oznaka: ULPL-R-A; ATGR-R-A; ADPL-R-A; LEDO-R-A.

Graf 3.1.

STRUKTURA ISPITANIKA PREMA ISKUSTVU U OBAVLJANJU
INVESTICIJSKIH AKTIVNOSTI I PRUŽANJU INVESTICIJSKIH USLUGA

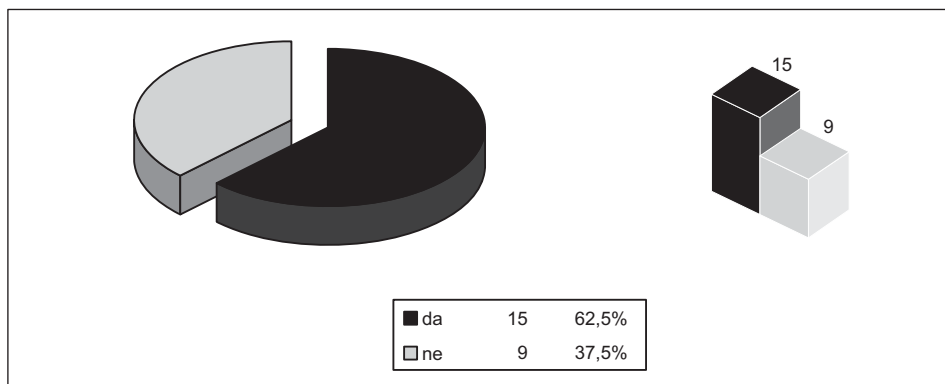


Izvor: Vlastiti prikaz.

Većina ispitanih društava (nešto više od tri petine) klijentima nudi usluge posredovanja u trgovanju financijskim instrumentima, osim na domaćem, i na inozemnom tržištu, posredstvom različitih elektronskih trgovinskih platformi (graf 3.2). Usluge posredovanja na inozemnim tržištima, ako se radi o razvijenim burzama, znači iskustvo u trgovanju na likvidnijim tržištima, pa i stjecanje dodatnih vještina i znanja o funkcioniranju drugih uređenih i razvijenijih tržišta, što može biti važan aspekt u procjeni kapaciteta naših društava za pružanje usluga povezanih s izvedenim instrumentima. Osim toga, stječe se veće iskustvo u tehnologiji i taktici trgovanja, što je također važan aspekt u odvijanju trgovine burzovnim izvedenicama.

Graf 3.2.

PONUDA POSREDOVANJA U TRGOVANJU NA INOZEMNIM BURZAMA

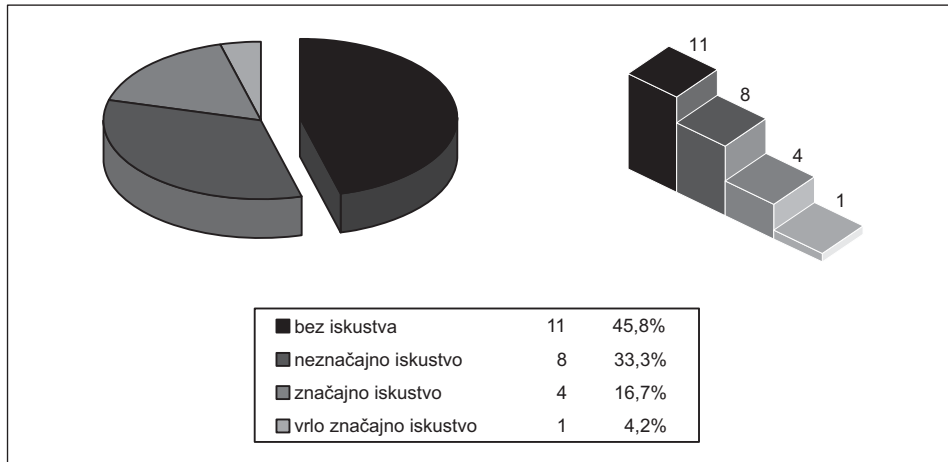


Izvor: Vlastiti prikaz.

S aspekta uvođenja novih burzovnih instrumenata kao što su burzovni izvedeni instrumenti, važna je i procjena iskustva investicijskih društava (graf 3.3). Većina ispitanika nema nikakvo ili pak ima vrlo malo iskustvo u trgovanju tim instrumentima (oko 80% ispitanika). To je važno saznanje, jer na nekim tržištima gdje još nisu uspostavljena tržišta burzovnih izvedenica, razvijena OTC tržišta izvedenica mogu biti snažan katalizator uvođenja tržišta burzovnih izvedenica, budući da u takvim društvima već postoji zadovoljavajući stupanj obrazovanja kadrova i tehnološka opremljenost. Institucije koje se upuštaju u poslove na OTC tržištu izvedenica imaju manje ili više razvijene interne procese i kontrole rizika koje ograničavaju mogućnost njihove neovlaštene upotrebe u odnosu na institucije koje ih nikada nisu upotrebljavale i takve interne operativne procese tek moraju započeti razvijati. S obzirom na rezultate ankete, evidentno je da OTC tržište izvedenica u RH ipak ne može biti dovoljan razvojni oslonac, odnosno ne može imati bitnu ulogu poluge kojom bi se (u tehnološkom i obrazovnom smislu) mogao podržati razvoj našeg domaćeg tržišta burzovnih izvedenica.

Graf 3.3.

ISKUSTVO INVESTICIJSKIH DRUŠTAVA U PRIMJENI OTC IZVEDENICA

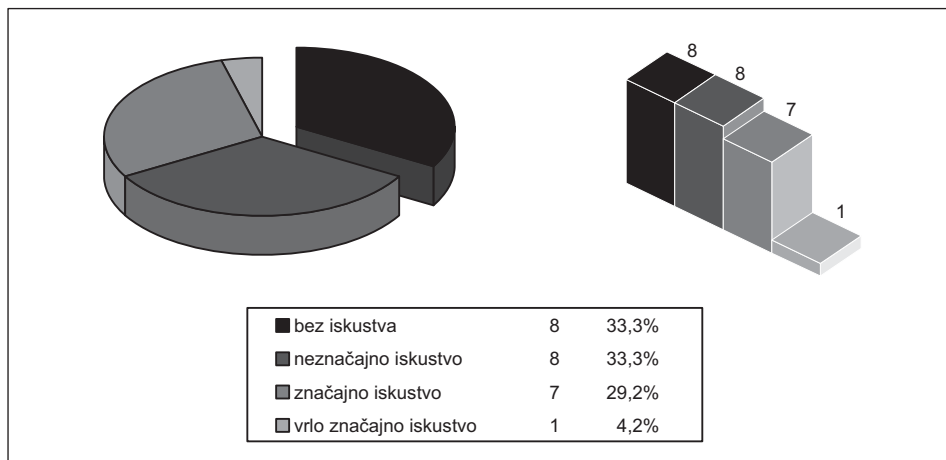


Izvor: Vlastiti prikaz.

Iskustva naših investicijskih društava u pružanju usluga povezanih s burzovnim izvedenicama su vrlo ograničena (kao i na OTC tržištu), budući da dvije trećine ispitanika nema nikakvo ili ima vrlo malo iskustva u njihovoj primjeni (graf 3.4). To je i očekivano, budući da na našem tržištu kapitala nema ponude burzovnih izvedenica, pa se može zaključiti da su takva manja i rijetka iskustva stjecana sporadično i isključivo na inozemnim burzama.

Graf 3.4.

ISKUSTVO INVESTICIJSKIH DRUŠTAVA U PRIMJENI BURZOVNIH IZVEDENICA



Izvor: Vlastiti prikaz.

Opisana struktura ispitanika s obzirom na vrstu društva, opseg investicijskih usluga i aktivnosti koje pružaju i obavljaju, ciljana struktura klijenata i iskustvo u poslovanju s izvedenicama na OTC tržištima ili inozemnim burzama zapravo ukazuje na manjak iskustva u poslovanju s izvedenicama. Analiza podataka koja slijedi, temeljitije će istražiti i rasvijetliti neka strukturna pitanja koja su relevantna za uvođenje burzovnih izvedenih instrumenata na našem tržištu.

4. Rezultati istraživanja

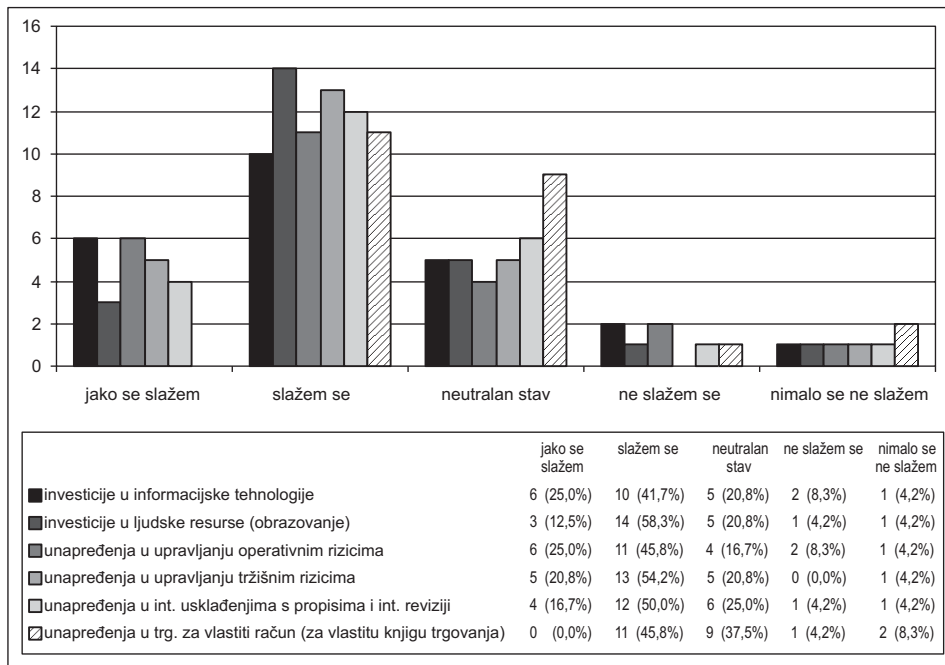
Istraživačkom anketom istražena su mišljenja i stavovi domaćih investicijskih društava o fundamentalnim sastavnicama tržišta burzovnih izvedenica. Rezultati istraživanja obrađeni su deskriptivnom statistikom, budući da se radi o relativno maloj populaciji investicijskih društava, odnosno uzorku odgovora za koje će ova metoda analize u cijelosti ispuniti analitičke zahtjeve.

S obzirom da uvođenje tržišta burzovnih izvedenica zahtijeva posebna organizacijska uređenja u društvima koja će pružati usluge posredovanja u njihovom trgovanju i aktivnosti održavanja tržišta u tim instrumentima, opravdano se postavlja pitanje utjecaja tržišta burzovnih izvedenica na buduće interne organizacij-

ske zahtjeve tih društava, koji mogu obuhvaćati tehnološka unapređenja, kadrovska poboljšanja i redizajniranje poslovnih procesa (upravljanje rizicima, vođenje vlastite knjige trgovanja i sl.). Graf 4.1 prikazuje kakvi su, prema ocjenama društava iz uzorka, dodatni interni organizacijski kapaciteti potrebni u investicijskim društvima u scenariju izgradnje našeg tržišta burzovnih izvedenica. Rezultati pokazuju nužnost značajnih ulaganja u procesu izgradnje tržišta burzovnih izvedenica, što je karakteristično za zemlje koje nemaju razvijeno i u punom smislu funkcionalno tržište kapitala. U procesu izgradnje našeg tržišta burzovnih izvedenica bile bi potrebne dodatne investicije u gotovo svim aspektima internih organizacijskih kapaciteta investicijskih društava. Kao važna područja istaknuta su: investicije u informacijsku tehnologiju (tehnološka opremljenost), podizanje razine obrazovanja, znanja i vještina ljudskih resursa, dodatna unapređenja u upravljanju operativnim i tržišnim rizicima, procesi i procedure internih usklađenja s propisima, kao i kvaliteta interne revizije.

Graf 4.1.

UTJECAJ POTENCIJALNOG UVOĐENJA TRŽIŠTA BURZOVIH IZVEDENICA NA INVESTICIJE I UNAPREĐENJA U INTERNIM ORGANIZACIJSKIM KAPACITETIMA INVESTICIJSKIH DRUŠTAVA

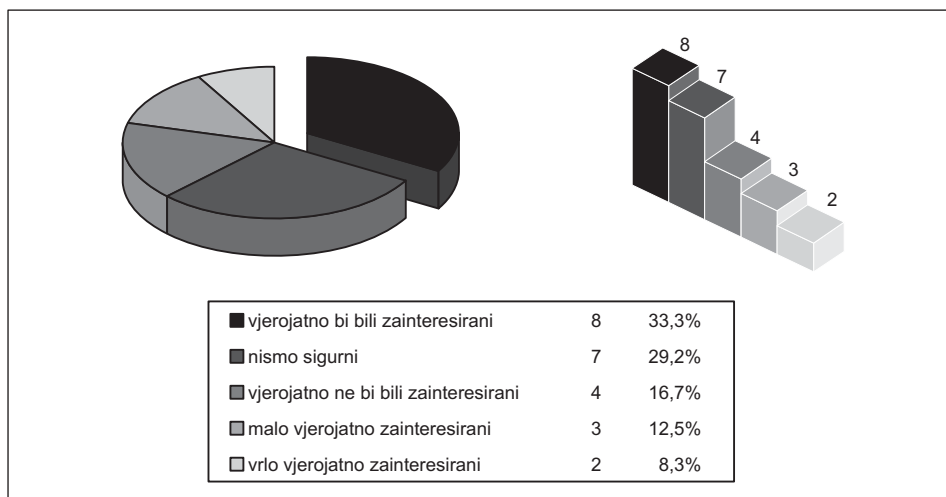


Izvor: Vlastiti prikaz.

Jedno od obilježja post-tranzicijskih tržišta koja imaju vlastita tržišta burzovnih izvedenica jest manjak održavatelja tržišta (market-maker), što za posljedicu ima slabu likvidnost tog tržišta, odnosno male volumene trgovanja burzovnim izvedenicama.¹⁵ Na pitanje o interesu za obavljanjem funkcije održavanja tržišta u burzovnim izvedenim instrumentima, odgovori sugeriraju relativno značajan interes naših društava za ulogu održavatelja tržišta izvedenih instrumenata (graf 4.2). Tu naročito smatramo važnim istaknuti da je održavanje tržišta burzovnih izvedenica funkcionalno zahtjevnije od poslova čistog posredovanja, ali i da su za poslove održavanja tržišta izvedenih instrumenata općenito najosposobljenije naše najveće banke.¹⁶ Za obavljanje tih poslova vrlo vjerojatno ili vjerojatno bi bilo zainteresirano dvije petine investicijskih društava. Ostala društva iskazala su znatno manji interes za održavanje tržišta u burzovnim izvedenim instrumentima. Održavanje tržišta je na razvijenim tržištima učinkovit mehanizam povećanja likvidnosti tržišta, pruža dodatnu sigurnost ulagateljima od nelikvidnosti instrumenata, a taj mehanizam je posebno imantan tržištu burzovnih izvedenica (posebice opcijskih ugovora).

Graf 4.2.

POTENCIJALNI INTERES ZA ODRŽAVANJE TRŽIŠTA IZVEDENIH INSTRUMENTATA NA NAŠEM TRŽIŠTU BURZOVIH IZVEDENICA



Izvor: Vlastiti prikaz.

¹⁵ Npr. Budimpeštanska burza i Praška burza.

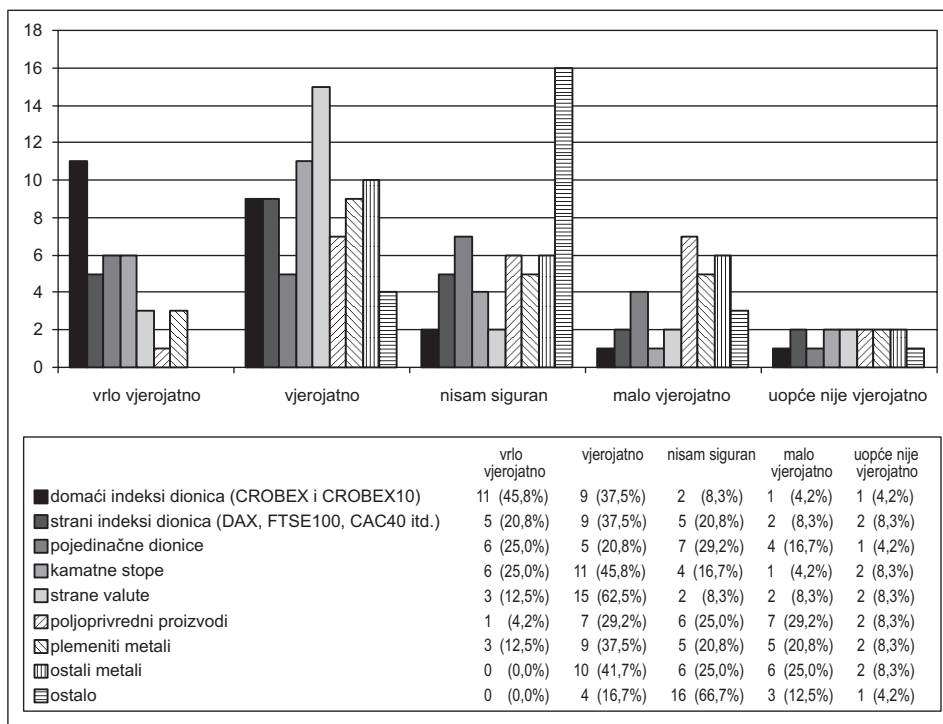
¹⁶ Uz izuzetak nekolicine naših investicijskih društava, koja nisu u vlasništvu banaka i nisu s njima povezani, ali se vrlo ravnopravno s njima nadmeću za tržišni udjel.

Povezano s prethodnim pitanjem jest interes investicijskih društava za vrsta temeljnih instrumenata izvedenica za koje bi investicijska društva bila zainteresirana u pružanju usluga održavanja tržišta (graf 4.3). Gotovo sve novije burze izvedenica su prvo uvele izvedene instrumente temeljene na dioničkim indeksima.¹⁷ Stoga je i očekivano, najveći interes u anketi iskazan za održavanje tržišta izvedenica koji su temeljeni na domaćim dioničkim indeksima (20 društava bi bilo vjerojatno ili vrlo vjerojatno zainteresirano). U nešto manjoj mjeri, interes za održavanje tržišta bi izazvali izvedeni instrumenti temeljeni na stranim valutama, kamatnim stopama, stranim dioničkim indeksima i pojedinačnim dionicama. Za ostale vrste izvedenih instrumenata, interes za održavanjem tržišta je značajno manji. Odgovori su dijelom u skladu s iskustvima drugih burzi, koja pokazuju da je za manje lokalne burze opravdano započeti s ročnicama (funkcionalno jednostavnijima od opcija) koji su temeljeni na varijablama domaćeg tržišta kapitala, u prvom redu na dioničkim indeksima (s novčanom namirom).

¹⁷ Istraživanje koje su proveli Tsestsekos i Varangis (1997; 1998; 2000) na uzorku od 75 burzi izvedenica u 29 zemalja (od čega je u istraživanju odgovorilo 42 burze) pokazuje da - unatoč tome što su burze uobičajeno započinjale s poljoprivrednim dobrima kao temeljnim varijablama izvedenica (nakon čega su slijedili drugi temeljni instrumenti) - tržišta u nastajanju su pretežito prvo uvodili izvedenice temeljene na indeksima i kamatama. Promatrano prema ukupnom broju proizvoda kojima se trguje i ukupno protrgovanom volumenu, najpopularniji proizvodi su bili temeljeni na dioničkim indeksima, nakon čega slijede kamatne stope, valute, te poljoprivredna dobra. Stoga je, prema tim autorima, vjerojatnost za uspjeh razvoja domaće burze izvedenica veća ako se prvo implementiraju izvedenice s varijablama tržišnog indeksa (dionica) i kamatnom stopom. Međutim, to istraživanje nije obuhvaćalo samo europska tržišta, budući da je trgovanje burzovnim kamatnim izvedenicama u Europi gotovo isključivo koncentrirano na samo dvije burze: Euronext Liffe i Eurex. Burze u Italiji i Španjolskoj (Borsa Italiana i španjolska MEFB burza) su trgovanje izvedenicama započele s izvedenicama temeljenima na indeksima domicilnog tržišta kapitala, dok je Bečka burza započela razvoj s izvedenicama na pojedinačne dionice, ali je vrlo brzo godinu dana kasnije uvele opcije i ročnice na indeks domicilnog tržišta kapitala. Varšavska burza, Budimpeštanska i Praška burza su također započele s izvedenicama na indekse domicilnog tržišta dionica (iako je Budimpeštanska burza roba koja je tada poslovala pravno odvojeno od Budimpeštanske burze vrijednosnih papira, dvije godine ranije od Budimpeštanske burze vrijednosnih papira uvela valutne ročnice).

Graf 4.3.

STUPANJ INTERESA POTENCIJALNIH ODRŽAVATELJA TRŽIŠTA
 BURZOVNIH IZVEDENICA ZA TEMELJNIM VARIJABLAMA
 BURZOVNIH IZVEDENICA U ODRŽAVANJU TRŽIŠTA IZVEDENICA



Izvor: Vlastiti prikaz.

Iako je od strane investicijskih društava pokazan značajan interes i za instrumentima temeljenima i na drugim varijablama (npr. na pojedinačnim dionicama, kamatnim stopama i valutama), praktična iskustva drugih tržišta pokazuju značajne poteškoće u postizanju likvidnosti s izvedenicama koje nisu temeljene na dioničkim indeksima ili pojedinačnim dionicama, naročito na burzama u post-tranzicijskim tržištima.¹⁸ To pokazuju podatci o trgovanju burzovnim izvedenicama

¹⁸ Od post-tranzicijskih burzi na kojima se trguje izvedenicama, to je naročito slučaj s Varšavskom burzom i Praškom burzom. Od razvijenijih europskih burzi koje nemaju paneuropska obilježja (Bečka burza, Borsa Italiana, MEFF), koncentracija trgovanja je pretežito u izvedenicama temeljenima na dioničkom indeksu i/ili pojedinačnim dionicama.

koje redovito objavljuje organizacija Federacija Europskih burzi (engl. Federation of European Securities Exchanges, skr. FESE). Na burzama članicama FESE-a, u 2012. godini protrgovano je oko 965 milijuna ročnica i opcija temeljenih na dioničkim indeksima, nakon čega slijede izvedenice temeljene na pojedinačnim dionicama (877 milijuna ugovora) i kamatne izvedenice (810 milijuna ugovora). Valutnim i robnim izvedenicama se općenito na europskim burzama vrlo malo trguje, budući da se njihova trgovina odvija primarno na OTC (međubankovnom) tržištu.¹⁹ Važno je uočiti koncentraciju trgovanja izvedenicama s obzirom na različite burze. Tako se izvedenicama na dionice i dioničke indekse trguje na svim važnijim burzama članicama FESE, a likvidnost kamatnih izvedenica ostvaruje se gotovo u cijelosti na samo dvije paneuropske burze - Euronext.Liffe i Eurex.²⁰ Iz toga proizlazi zaključak da je na burzama u post-tranzicijskim zemljama zadovoljavajuću likvidnost izvedenica moguće postići gotovo isključivo ako su izvedenice temeljene na dioničkim indeksima ili pojedinačnim dionicama. To je zapravo i ono područje gdje manje lokalne burze moraju tražiti svoje prednosti u odnosu na transatlantske i paneuropske burze koje imaju primat u trgovanju kamatnim izvedenicama i izvedenicama temeljenima na drugim varijablama.

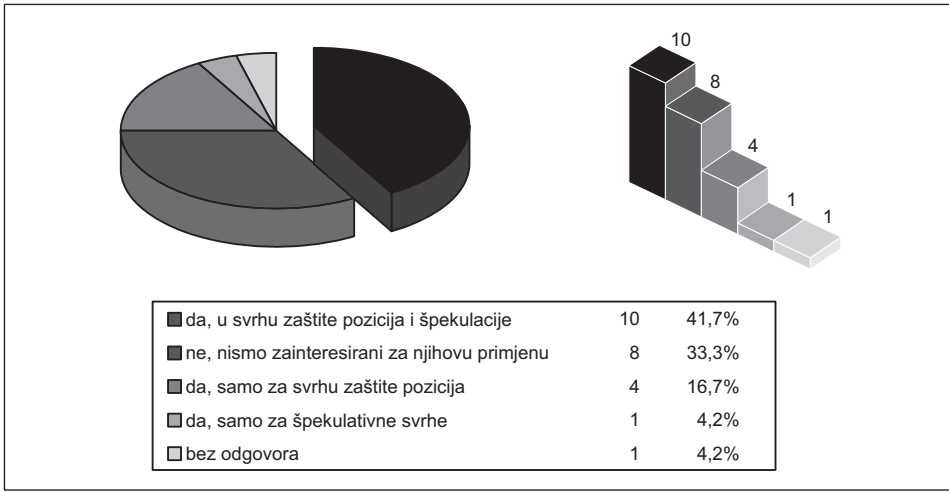
Investicijska društva su također odgovarala na pitanje o načinu primjene burzovnih izvedenica. Jedno pitanje je bilo izjašnjavanje o njihovoj primjeni za vlastitu knjigu trgovanja (graf 4.4), a drugim pitanjem se tražilo izjašnjavanje o primjeni za upravljanje portfeljem njihovih klijenata (graf 4.5). 15 društava bi ih primjenjivalo u špekulativnoj i/ili zaštitnoj funkciji vlastite knjige trgovanja, dok osam društava uopće nije zainteresirano za njihovu primjenu za vlastitu knjigu trgovanja - bez obzira na funkciju. Značajna većina društava (19 ili gotovo četiri petine) bi izvedenice primjenjivali također i u procesu upravljanja računima portfelja klijenata i to za obje svrhe - zaštitu pozicija i/ili špekulativne svrhe.

¹⁹ Od burzi iz našeg okruženja, značajnija likvidnost valutnih izvedenica se ostvaruje samo na Budimpeštanskoj burzi koja je imala razvojni specifikum. Naime, valutne izvedenice je prvo uvela tadašnja Budimpeštanska burza roba koja se kasnije integrirala s Budimpeštanskom burzom vrijednosnih papira.

²⁰ Athex Derivatives Market (Grčka), BME (Španjolska), Budimpeštanska burza (Mađarska), Bečka burza (Austrija), NASDAX OMX Nordic (nordijski dio Europe), Oslo Bors (Norveška), Varšavska burza (Poljska). Izvor: FESE (statistički podatci o trgovanju za 2012. godinu, dostupno na: www.fese.eu).

Graf 4.4.

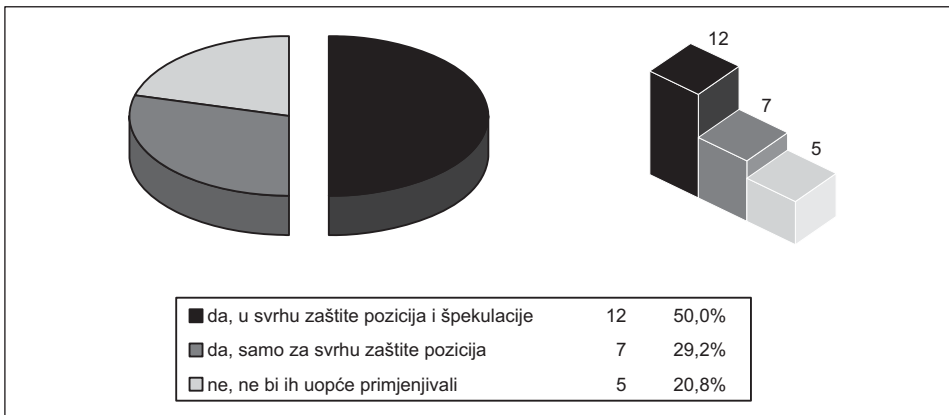
POTENCIJALNA PRIMJENA IZVEDENIH INSTRUMENATA ZA VLASTITU KNJIGU TRGOVANJA



Izvor: Vlastiti prikaz.

Graf 4.5.

POTENCIJALNA PRIMJENA IZVEDENIH INSTRUMENATA U UPRAVLJANJU PORTFELJEM ZA KLIJENTE

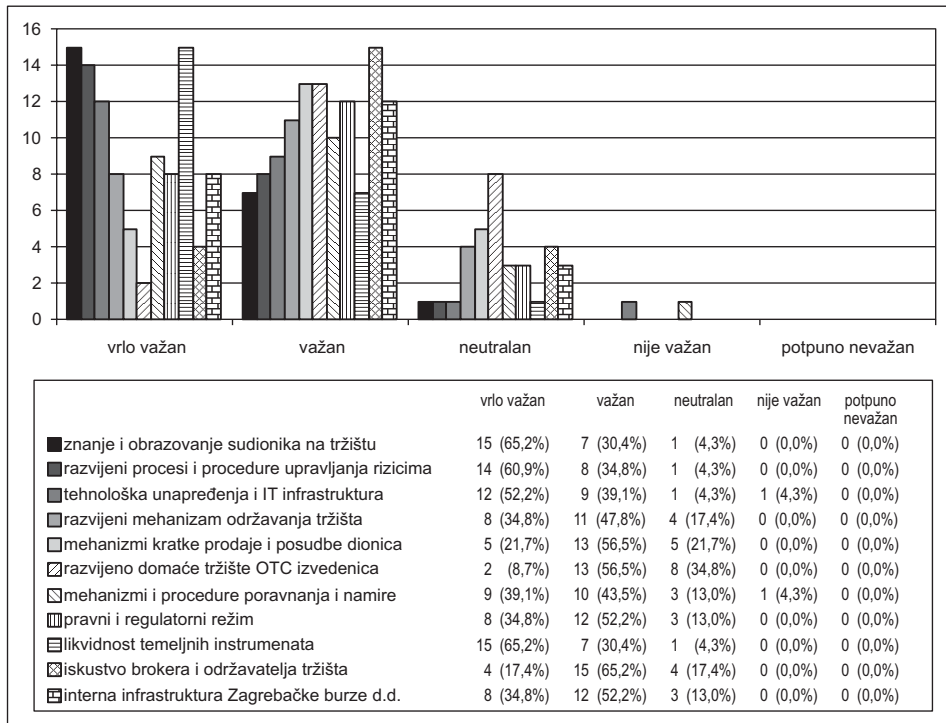


Izvor: Vlastiti prikaz.

Važnost cjelovitosti i složenosti infrastrukture u izgradnji domaćeg tržišta burzovnih izvedenica najviše je evidentno u stavovima kojima se procjenjuje značaj pojedinih njenih sastavnica (graf 4.6).

Graf 4.6.

Ocjena važnosti odabranih elemenata infrastrukture pri potencijalnoj uspostavi tržišta burzovnih izvedenica na Zagrebačkoj burzi



Izvor: Vlastiti prikaz.

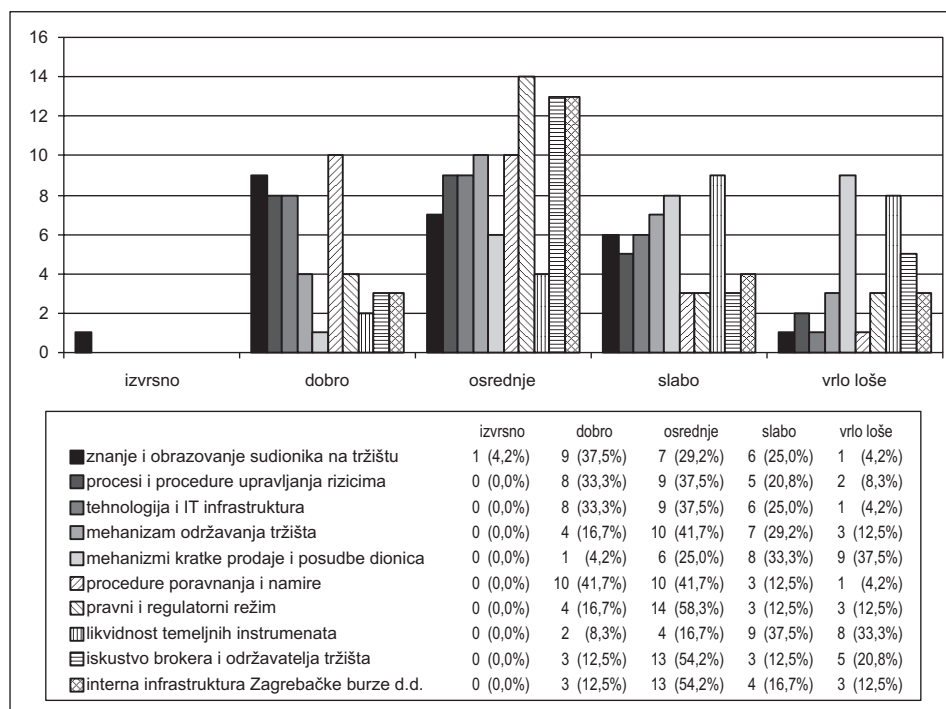
Kao vrlo važni, suštinski elementi u izgradnji domaćeg tržišta burzovnih izvedenica istaknuti su sljedeći čimbenici - likvidnost temeljnih instrumenata, potreba unapređenja znanja i vještina sudionika na tržištu, razvijenost procesa i procedura upravljanja rizicima te tehnološka unapređenja i razvijenost informacijskih sustava. Potom sljede i ostale komponente infrastrukture kao što su mehanizmi poravnanja i namire, sustav održavanja tržišta, pravni i regulatorni režim te uku-

pna interna infrastruktura Zagrebačke burze (ljudski resursi, znanje, informatička opremljenost). Iako u nešto manjoj mjeri, i ostali navedeni elementi također su ocijenjeni značajnim, (postojanje mehanizma kratke prodaje i uređenog sustava posudbe vrijednosnih papira, iskustvo brokera i održavatelja tržišta te razvijeno domaće tržište OTC izvedenica).

S obzirom na važnost tih elemenata, pobliže su istraženi stavovi o sadašnjoj kvaliteti pojedinih čimbenika, kako bi se na taj način utvrdila ona područja na kojima postoji najveći jaz između sadašnjeg stanja i potrebnih razina uređenosti koju traži infrastruktura burzovnog tržišta izvedenica (graf 4.7).

Graf 4.7.

OCJENA KVALITETE ODABRANIH ELEMENATA SADAŠNJE INFRASTRUKTURE TRŽIŠTA KAPITALA NA DOMAĆEM TRŽIŠTU



Izvor: Vlastiti prikaz.

Prema ocjeni sadašnje kvalitete razvijenosti odabranih elemenata infrastrukture na našem tržištu kapitala, najbolju ocjenu imaju znanje i obrazovanje profesio-

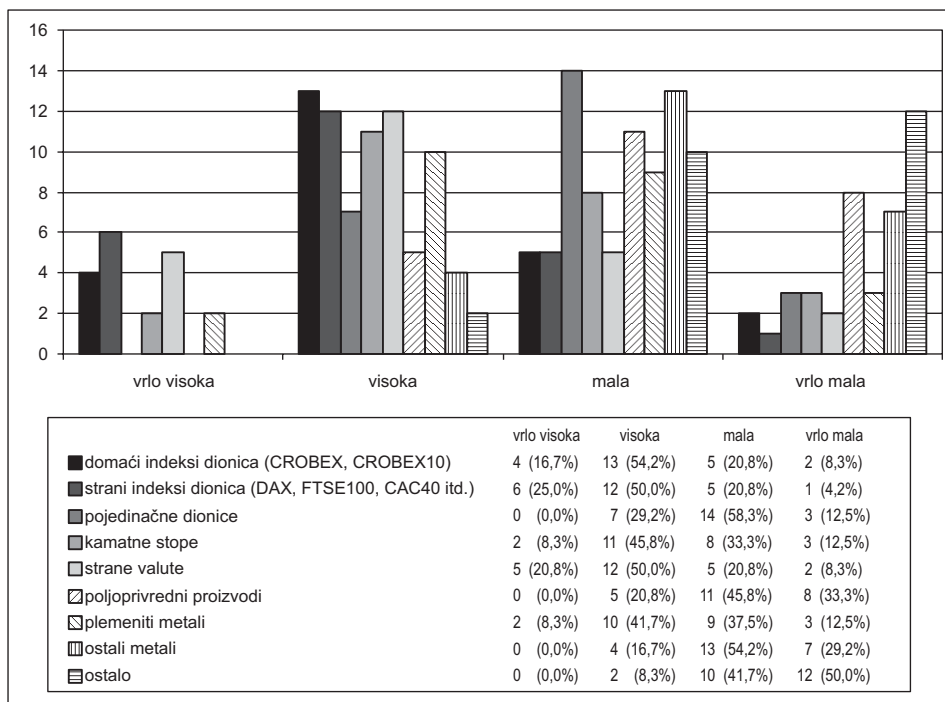
nalnih sudionika na tržištu kapitala, procedure poravnanja i namire, procesi i procedure upravljanja rizicima, a prosječno su ocijenjeni stanje tehnologije i informatička infrastruktura. Značajni nedostaci su zabilježeni na području mehanizama kratke prodaje i uređenog sustava posudbe vrijednosnih papira (što trenutno nije sustavno uređeno na našem tržištu kapitala), likvidnosti temeljnih instrumenata, a evidentno i u području održavanja tržišta (s tek nekoliko banaka koji su se, sklapanjem ugovora s Zagrebačkom burzom d.d., kvalificirale za područje održavanja tržišta u dionicama tek nekoliko partikularnih izdavatelja). Usporedba prethodna dva grafa - sadašnjeg stanja (graf 4.7) sa značenjem različitih sastavnica infrastrukture (graf 4.6), pokazuje da je prije uvođenja tržišta burzovnih izvedenica - potrebno unapređenje svih istaknutih infrastrukturnih elemenata, ali se pokazuje i da je uvođenje tog dijela financijskog tržišta zahtjevan i dugoročan proces.

Uspjeh svakog instrumenta na tržištu burzovnih izvedenica mjeri se likvidnošću instrumenta u razdoblju nakon njegovog uvođenja, budući da likvidnost burzovnih instrumenata odražava interes tržišnih sudionika. Uvođenje prvog izvedenog instrumenta može u značajnoj mjeri odrediti uspjeh cijelog tržišta burzovnih izvedenica u cjelini, budući da uspjeh uvođenja prvog instrumenta utječe na povjerenje tržišnih sudionika i na kredibilitet burze i burzovne infrastrukture (npr. povjerenje u sustav poravnanja i namire, sigurnost informacijskih sustava, educiranost burzovnih kadrova i sl.). Prema iskustvima s drugih tržišta (na primjer Varšavska burza kao najrazvijenija europska post-tranzicijska burza), trgovanje burzovnim izvedenicama se obično koncentrira na jedan ili dva instrumenta, pa pogrešno dizajniran instrument (koji nije prilagođen potrebama tržišnih aktera) može značajno usporiti daljnji razvoj tržišta.

Tri su glavne vrste izvedenica koje su od strane naših investicijskih društava istaknute kao one s najvećim potencijalom likvidnosti - izvedeni instrumenti temeljeni na stranim dioničkim indeksima, domaćim dioničkim indeksima i instrumenti temeljeni na stranim valutama (graf 4.8). Stavovi pokazuju da izvedenice temeljene na nekim drugim temeljnim varijablama ne bi ostvarile adekvatnu likvidnost koja bi mogla podržati razvoj i rast tržišta burzovnih izvedenica. To je u najvećoj mjeri u skladu s empirijskim iskustvima europskih razvijenih tržišta na kojima su se prvo uvodili izvedeni instrumenti na domaće dioničke indekse (u pravilu ročnice), a kasnije i valutne izvedenice s različitim valutnim parovima (gdje su prevladavali oni parovi koji su kao temeljnu valutu imali svjetske konvertibilne valute, u pravilu euro ili američki dolar).

Graf 4.8.

OČEKIVANA LIKVIDNOST IZVEDENIH INSTRUMENATA NA ZAGREBAČKOJ BURZI TEMELJENIH NA RAZLIČITIM VARIJABLAMA

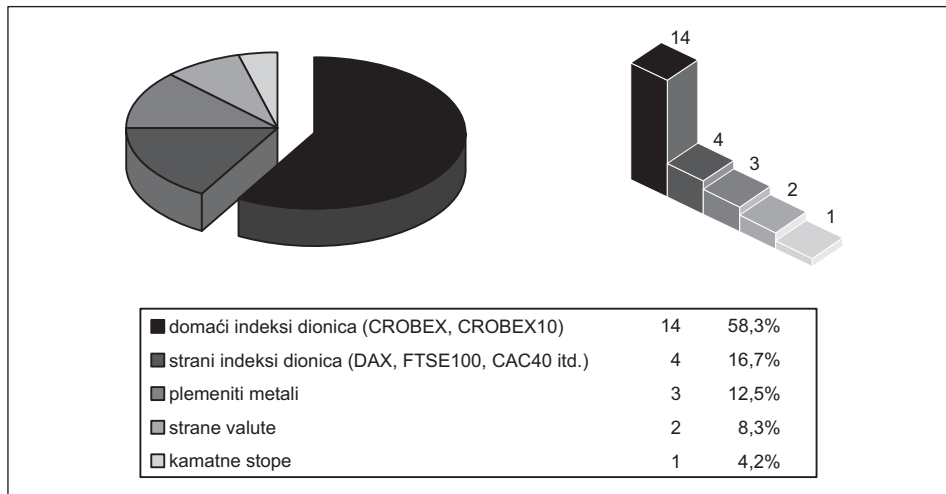


Izvor: Vlastiti prikaz.

Pitanjem koje je povezano s prethodnim, tražilo se iznošenje stavova o redosljedu, odnosno o vrsti temeljne varijable prvog izvedenog instrumenta u procesu izgradnje našeg domaćeg tržišta burzovnih instrumenata, a kako bi se postigla dovoljna likvidnost (graf 4.9). Domaći i strani indeksi dionica definitivno se pokazuju kao najpoželjnije temeljne varijable s oko 75% odgovora. Ostale varijable - plemeniti metali, valute i kamatne stope znatno se manje preferiraju sa stajališta investicijskih društava.

Graf 4.9.

PREFERENCIJALNE TEMELJNE VARIJABLE
PRVOG IZVEDENOG INSTRUMENTA PRI UVOĐENJU
NAŠEG TRŽIŠTA BURZOVNIH IZVEDENICA



Izvor: Vlastiti prikaz.

Setom od pet pitanja, istraživala su se stajališta o mogućnostima alternativnih kotacija u smislu potencijalne kotacije izvedenih instrumenata temeljenih na domaćim varijablama na nekoj od inozemnih burzi. Od ispitanika se tražilo izjašnjavanje o inozemnoj kotaciji izvedenih instrumenata temeljenih na tim domaćim varijablama kao alternativa izgradnji domaćeg tržišta takvih izvedenih instrumenata. Bilo je ponuđeno pet temeljnih varijabli (domaći indeksi dionica, pojedinačne dionice, valutni parovi koji uključuju našu domaću valutu, kamatne stope (ZIBOR) te poljoprivredna dobra). Takva alternativna kotacija podrazumijeva mogućnost da naši tržišni akteri mogu trgovati takvim instrumentima na inozemnoj burzi, kao i da se inozemni akteri mogu izložiti našem tržištu. To pitanje je relevantno jer uvođenje nove vrste financijskih instrumenata na našem domaćem tržištu zahtijeva projektni pristup povezan s određenim troškovima (koji ne obuhvaćaju samo izravne projektne troškove, već i niz drugih prilagodbi u organizacijskim strukturama ponudbene i potražne strane, kao što su interna organizacija i kadrovi, usklađenje procesa, potrebna tehnologija i sl.). Stoga je opravdano razmatrati i ocjenjivati i druge alternative koje na primjer obuhvaćaju kotaciju na inozemnoj burzi ili MTP-u, ali i mogućnost korištenja zajedničke

trgovinske platforme s nekom burzom na kojoj se već trguje s izvedenim instrumentima.²¹ Odgovori su sažeti u tablici 4.1.

Tablica 4.1.

OCJENA ALTERNATIVNE KOTACIJE IZVEDENICA TEMELJENIH NA
 RAZLIČITIM DOMAĆIM VARIJABLAMA NA INOZEMNIM BURZAMA

	domaći indeksi dionica	pojedinačne dionice izdavatelja u RH	valutni parovi s HRK valutom	domaće kamatne stope (ZIBOR)	poljopriv- redna dobra
odlična alternativa	8,3%	4,2%	8,3%	8,3%	8,3%
dobra alternativa	37,5%	50,0%	33,3%	29,2%	20,8%
slaba alternativa	20,8%	12,5%	12,5%	20,8%	12,5%
vrlo loša alternativa	12,5%	12,5%	12,5%	16,7%	16,7%
nisam siguran	20,8%	20,8%	29,2%	25,0%	41,7%
bez odgovora	0,0%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%

Izvor: Vlastiti prikaz.

Iz odgovora se može zaključiti da investicijska društva većinom smatraju da inozemna kotacija izvedenica na domaće financijske varijable može biti dobra alternativa kotaciji izvedenica na domaćem tržištu, iako i jedan značajan dio ispitanika nije bio siguran u stavovima o kvaliteti takve alternative. S jedne strane, kotacija nekog domicilnog instrumenta na znatno likvidnijim nedomicilnim burzama otvara perspektivu prezentiranja većem broju ulagatelja, a s druge strane - instrumenti temeljeni na lokalnim tržišnim varijablama vrlo teško generiraju značajniju likvidnost na nedomicilnim burzama, pa se postavlja pitanje zainteresiranosti i financijske isplativosti velikih inozemnih tržišnih operatera za takvom varijantom.

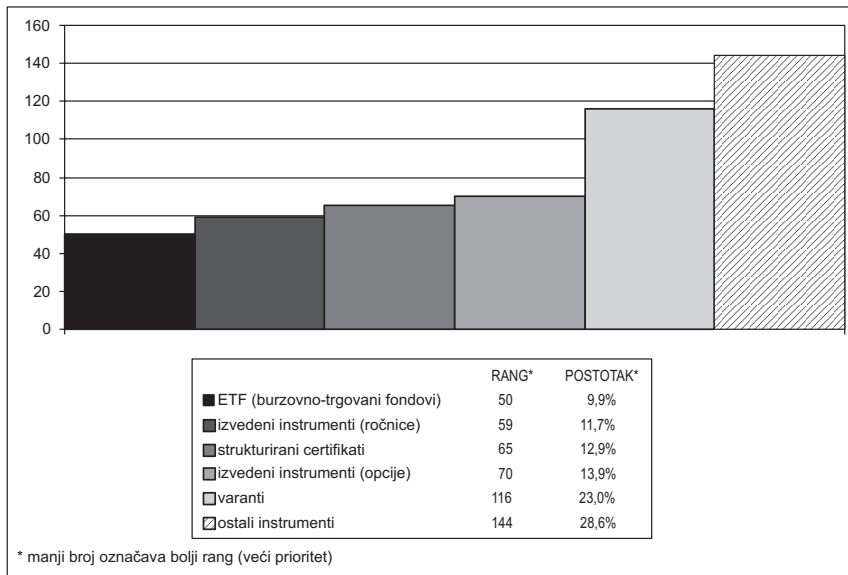
U kontekstu izvedenih instrumenata kao potencijalno novih financijskih instrumenata na Zagrebačkoj burzi, istražili smo i koji redoslijed uvođenja novih kategorija financijskih instrumenata na Zagrebačkoj burzi preferiraju ispitanici (graf 4.10). Po rangu, na prvom mjestu su ETF-ovi, odnosno burzovno-trgovani fondovi (obično indeksirani, iako je svijet ETF-ova danas vrlo raznolik, pa obuhvaća najrazličitije forme zajedničkih ulaganja i investicijskih politika s različitim

²¹ Zajednička trgovinska platforma dva ili više tržišnih operatera može i ne mora podrazumijevati strateško vlasničko povezivanje.

stupnjem financijskih poluga).²² Na drugom mjestu su ročnice koje su jednostavnije strukture od opcija (koji su na četvrtom mjestu). Odmah iza ročnica, nalaze se strukturirani certifikati, koji dijele mnoga obilježja izvedenih instrumenata (mogućnost indeksiranja i različitih stupnjeva financijskih poluga). Certifikati kao posebna vrsta strukturiranih instrumenata zastupljeni su u većoj mjeri na Bečkoj burzi²³, gdje takve certifikate izdaju najveće poslovne banke, a odnedavno kotiraju i okviru MTP-a na Zagrebačkoj burzi.²⁴ Poslije njih i spomenutih opcijskih ugovora, navedeni su varanti te ostali instrumenti.

Graf 4.10.

PRIORITETI REDOSLIJEDA UVOĐENJA NOVIH INSTRUMENATA NA ZAGREBAČKOJ BURZI



Izvor: Vlastiti prikaz.

²² Danas su ETF-ovi naročito popularan instrument ulaganja na burzama diljem svijeta (osobito kod malih ulagatelja), a trend rasta obujma trgovanja još uvijek ima snažnu dinamiku rasta.

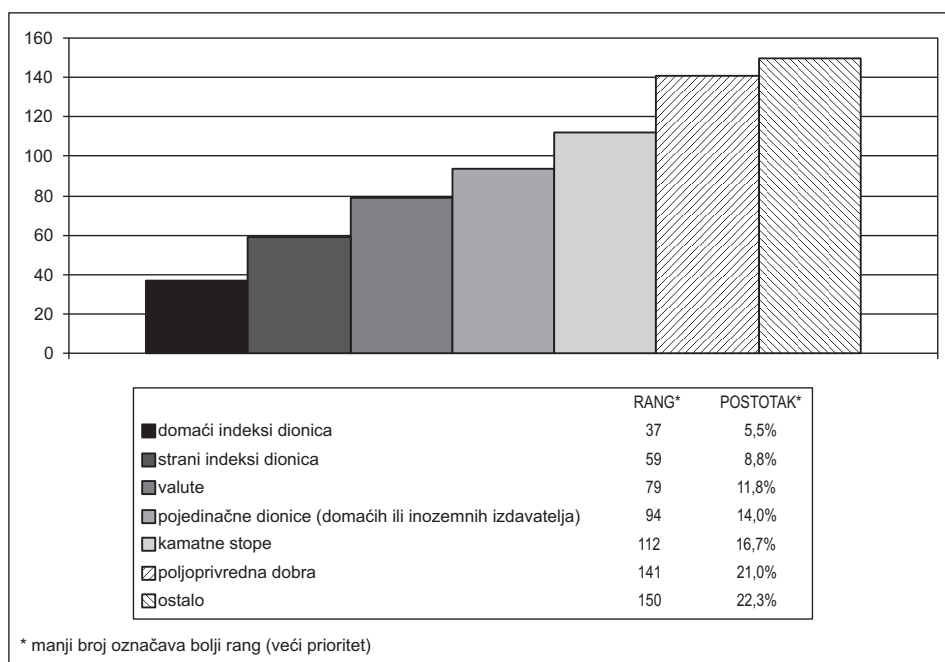
²³ Detaljnije vidjeti na: <http://en.wienerborse.at>.

²⁴ Interesantno je da na Bečkoj burzi kotira *open end turbo long certifikat* koji je temeljen na dionici našeg domaćeg telekomunikacijskog operatera T-Hrvatskog Telekoma s oznakom tickera HT-R-A. Izdavatelj na Bečkoj burzi je Erste Group Bank. Na Zagrebačkoj burzi na inozemnoj MTP platformi danas kotira čitav niz certifikata (s različitim temeljnim instrumentima) čiji je izdavatelj Erste Group Bank i koji su temeljeni na različitim tržišnim varijablama. No, to nisu proizvodi koji su kreirani od strane Zagrebačke burze, a zasada još uvijek nema instrumenta koji za temeljni instrument ima indeks domaćeg tržišta dionica.

Istražili smo i prioritete uvođenja pojedinih vrsta izvedenih instrumenata, odnosno preferencije temeljnih varijabli na kojima bi se temeljili prvi izvedeni instrumenti na Zagrebačkoj burzi (graf 4.11). Konzistentno s prethodnim odgovorima, ispitanici preferiraju domaće i strane indekse dionica, a nakon njih valutne izvedenice i izvedenice na pojedinačne dionice. Izvedenice na kamatne stope i druge izvedenice navedene su među posljednjima prema redosljedju preferencija.

Graf 4.11.

PRIORITETI TEMELJNIH VARIJABLI PRI UVOĐENJU IZVEDENIH INSTRUMENATA NA ZAGREBAČKOJ BURZI



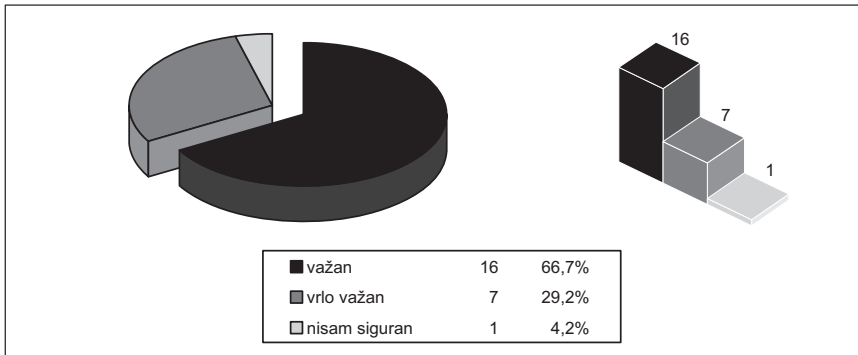
Izvor: Vlastiti prikaz.

Oko utjecaja izgradnje domaćeg tržišta burzovnih izvedenica, prema ocjenama investicijskih društava, postoji snažan konsenzus koji govori u prilog važnosti segmenta izvedenica za razvoj našeg ukupnog tržišta kapitala (graf 4.12). Burzovne izvedenice bi se koristile, prema mišljenju većine društava, za potrebe zaštite pozicija i špekulativne svrhe. S aspekta investicijskih društava, razvoj domaćeg tržišta izvedenica bi mogao imati značenje radi potencijala ostvarenja novih prihoda

od provizija u posredovanju ili održavanju tržišta izvedenica, odnosno u kontekstu privlačenja novih ulagatelja.

Graf 4.12.

Ocjena stupnja utjecaja uvođenja domaćeg tržišta burzovnih izvedenica na ukupno tržište kapitala u RH

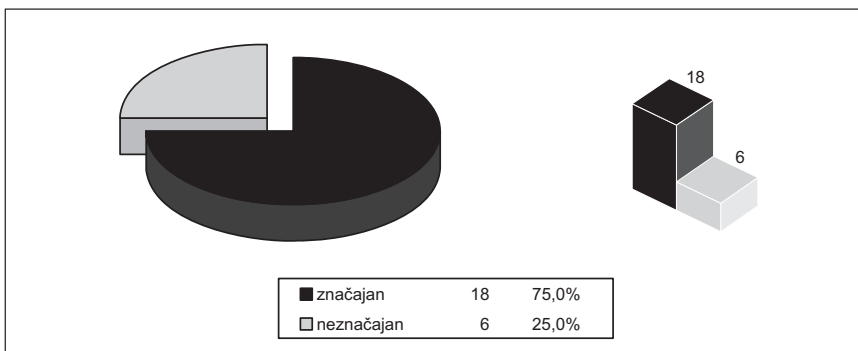


Izvor: Vlastiti prikaz.

U kontekstu razvoja našeg tržišta kapitala, istražili smo i stavove investicijskih društava o potencijalnom utjecaju burze izvedenica na likvidnost i dubinu

Graf 4.13.

Stupanj utjecaja izgradnje burze izvedenica na (povećanje) likvidnosti i dubine spot tržišta temeljnih instrumenata



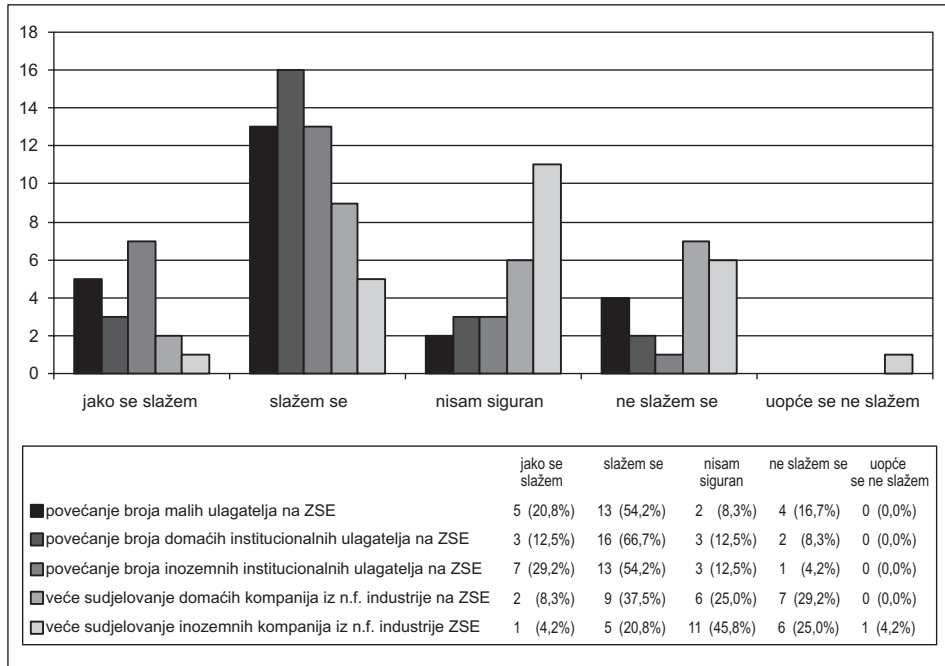
Izvor: Vlastiti prikaz.

spot tržišta temeljnih instrumenata (graf 4.13). Prisutan je konsenzus (oko 75% investicijskih društava) koji pokazuje da bi izgradnja tog dijela našeg tržišta kapitala imala značajan pozitivan utjecaj na likvidnost i dubinu instrumenata na spot tržištu u smislu unapređenja tih parametara, dok jedna četvrtina društava smatra takav utjecaj neznčajnim s aspekta likvidnosti i dubine.

S obzirom na potencijalni utjecaj izgradnje domaćeg tržišta burzovnih izvedenica na broj sudionika na Zagrebačkoj burzi, mišljenje je investicijskih društava da bi navedeno moglo značajno povećati broj individualnih ulagatelja (mali ulagatelji) te domaćih i stranih institucionalnih ulagatelja (graf 4.14). Ipak, s druge strane, izgradnja tog dijela tržišta - prema mišljenju investicijskih društava - ne bi doprinijela u značajnoj mjeri sudjelovanju realnog sektora (domaći i strani gospodarski subjekti) na Zagrebačkoj burzi. Prema iskustvima drugih zemalja, burzovne izvedenice zaista mogu imati blagotvoran utjecaj na likvidnost i dubinu spot instrumenata, no valja istaknuti da iskustva drugih burzi sugeriraju da će se takav pozitivan efekt ipak pojaviti na višim stupnjevima razvijenosti.²⁵ Drugim riječima, ako postoji nelikvidno tržište spot (temeljnih) instrumenata, takvo će obilježje poprimiti i segment trgovanja burzovnim izvedenicama, a vrijedi i obrnuto – ako je tržište spot instrumenata likvidno, segment burzovnih izvedenica također ima dobre preduvjete za ostvarenje likvidnosti.

²⁵ Primjerice, taj efekt je primjetan na Varšavskoj burzi i na drugim europskim razvijenim burzama gdje se prožimaju trgovanje spot i terminkim instrumentima, dok na europskim tranzicijskim burzama (Budimpeštanska i Praška burza), unatoč trgovanju izvedenim instrumentima, nije značajnije povećana likvidnost ostalih segmenata burzovnih instrumenata.

Graf 4.14.

STUPANJ UTJECAJA IZGRADNJE BURZE IZVEDENICA NA ODABRANE
SEGMENTE NAŠEG TRŽIŠTA KAPITALA

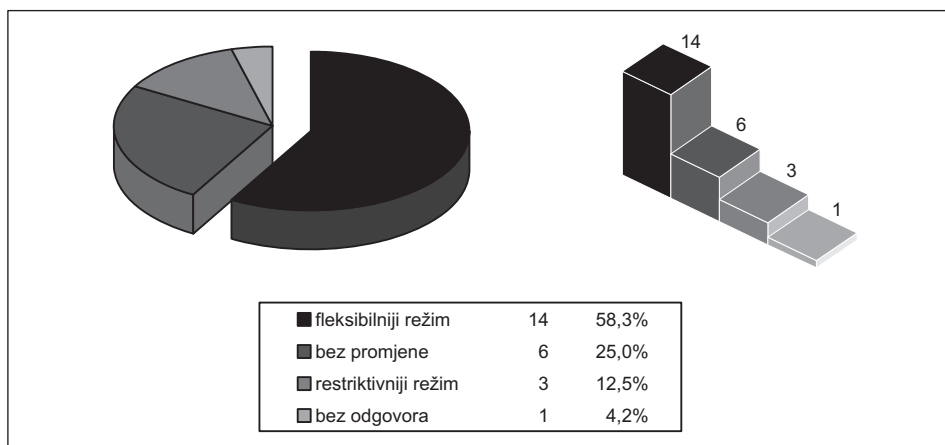
Izvor: Vlastiti prikaz.

Osjetljiva komponenta koja u značajnoj mjeri determinira razvoj i rast bilo kojeg tržišta kapitala je pravno-regulatorni režim, naročito sa stajališta razvoja novih financijskih proizvoda. Adekvatni pravno-regulatorni režim koji štiti ulagatelje (naročito male ulagatelje), može imati značajan stimulatívni utjecaj na tržište kapitala. Naime, tržište s neefikasnim pravno-regulatornim mehanizmima koji ne omogućuju dovoljan stupanj zaštite za male ulagatelje mogu odvratiti taj dio ulagačke populacije od burzovnih aktivnosti, a burza na kojoj se ne prožimaju sve vrste i strukture ulagatelja ne može na adekvatan način ostvariti tržišne i društveno poželjne funkcije (npr. efikasna alokacija štednje). Stoga je od ispitanika zatraženo da iznesu stavove o eventualnoj potrebi prilagodbe naše regulative (relaksacije ili stezanja) u kontekstu potencijalne izgradnje tržišta burzovnih instrumenata (graf 4.15). Dalje se u nastavku ankete tražilo i izjašnjavanje o utjecaju tzv. MiFID regulative na izgradnju domaćeg tržišta burzovnih izvedenica (koji je uveden u našu

domaću regulatornu praksu u okviru ZTK-a) u odnosu na prethodno stanje (graf 4.16). Izneseni stavovi većinom (58,3%) pokazuju da bi u kontekstu izgradnje domaćeg tržišta burzovnih izvedenica bio poželjniji fleksibilniji pravno-regulatorni režim, jedna četvrtina smatra da nisu potrebne promjene u kontekstu dodatne relaksacije ili stezanja režima, dok samo 12,5% društava smatra da bi u tom kontekstu bio poželjniji restriktivniji režim u odnosu na onaj sadašnji. Olakšavajući utjecaj MiFID-a na izgradnju domaćeg tržišta burzovnih izvedenica u odnosu na prethodno stanje (kada naš pravno-regulatorni režim nije bio usuglašen pravnim stečevinama Europske unije) ocijenjen je vrlo pozitivnim s visokim stupnjem konsenzusa (slaže se 66,7% ispitanika, jako se slaže 20,8% ispitanika). Naš relativno novi zakonodavni okvir koji uređuje poslovanje na tržištu kapitala u odnosu na prijašnja uređenja doprinosi većim mogućnostima u smislu kotacije novih vrsta financijskih instrumenata na našoj domicilnoj burzi, budući da su tim okvirom - u terminološkom i razlikovnom smislu - definirani novi financijski instrumenti i omogućeno njihovo lakša uvođenje na domaćem tržištu kapitala.

Graf 4.15.

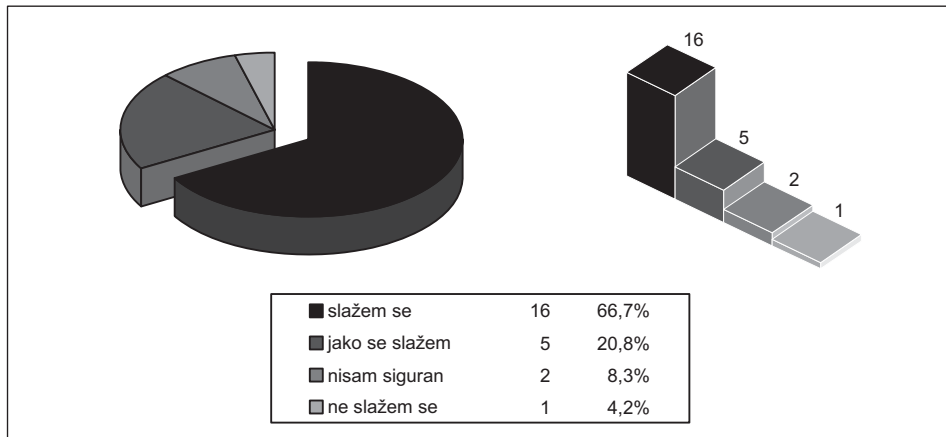
OCJENA POTREBA ZA RELAKSACIJOM ILI STEZANJEM PRAVNO-REGULATORNOG REŽIMA U KONTEKSTU IZGRADNJE DOMAĆEG TRŽIŠTA BURZOVIH IZVEDENICA



Izvor: Vlastiti prikaz.

Graf 4.16.

MIFID REGULATIVA ĆE OMOGUĆITI LAKŠU IZGRADNJU DOMAĆEG
TRŽIŠTA BURZOVIH IZVEDENICA U ODNOSU NA PRETHODNO
STANJE PRAVNO-REGULATORNOG REŽIMA

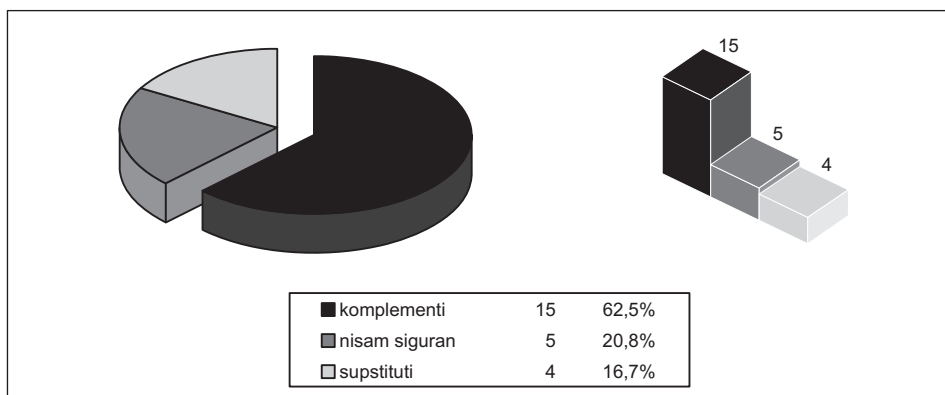


Izvor: Vlastiti prikaz.

Od ispitanika se zatražilo i izjašnjavanje o prirodi međusobne povezanosti (komplementarnosti ili supstitutivnosti) tržišta burzovnih izvedenica i OTC tržišta izvedenica (graf 4.17). Komplementarnost pri tome ne označava uzročnost, već usporedno podupiranje razvoja i rasta tih dvaju tržišta po načelu da razvoj i rast jednog segmenta tržišta može imati katalitički efekt na razvojni momentum drugog segmenta tržišta. Značajna većina ispitanika izjasnila se o komplementarnosti tih dvaju segmenata financijskog tržišta (62,5%), dok se tek manji dio ispitanika (16,7%) izjasnio za supstitucijski učinak. Pet društava (20,8%) nije bilo sigurno u prirodu njihovog međudjelovanja.

Graf 4.17.

MEDUSOBNA POVEZANOST TRŽIŠTA BURZOVIH IZVEDENICA I OTC TRŽIŠTA IZVEDENICA



Izvor: Vlastiti prikaz.

Primarnim istraživanjem koje je provedeno anketnim upitnikom na populaciji investicijskih društava s relativno velikim odazivom ostvareni su istaknuti ciljevi rada. Prvi put su se sustavno istražili stavovi investicijskih društava kako bi se dobili relevantni odgovori o pripremljenosti našeg domaćeg tržišta kapitala na uvođenje burzovnih izvedenica. Rezultati istraživanja ukazuju na empirijsku utemeljenost prihvaćanja prve hipoteze istraživanja: hrvatsko tržište kapitala još uvijek nema odgovarajuće preduvjete za uvođenje burzovnih izvedenica u burzovnu ponudu Zagrebačke burze i to zbog nedostatne infrastrukturne pripremljenosti i razvijenosti investicijskih društava te nedostatne infrastrukture domaćeg tržišta kapitala općenito. Neadekvatna infrastrukturna pripremljenost investicijskih društava proizlazi iz rezultata prikazanih u grafu 4.1 koji prikazuje kakvi su dodatni interni organizacijski kapaciteti potrebni u društvima ovlaštenima za obavljanje investicijskih aktivnosti i pružanje investicijskih usluga u scenariju izgradnje našeg tržišta burzovnih izvedenica. Prikazani rezultati upućuju na neophodnost značajnih ulaganja investicijskih društava u procesu izgradnje tržišta burzovnih izvedenica i to u važnim područjima internih organizacijskih kapaciteta. Kao naročito važna područja istaknuta su: investicije u informacijsku tehnologiju (tehnološka opremljenost), podizanje razine obrazovanja, znanja i vještina ljudskih resursa, dodatna unapređenja u upravljanju operativnim i tržišnim rizicima, procesi i procedure internih usklađenja s propisima, kao i kvaliteta interne revizije. Tu valja spomenuti da je – zbog globalne krize – značajna većina nebankovnih investicij-

skih društava²⁶ financijski iscrpljena, pa u nekoliko posljednjih godina nisu niti mogli provesti značajnija ulaganja u dodatne kadrove, obrazovanje i informatičku infrastrukturu. Rezultati prikazani u grafovima 4.6 i 4.7. također ukazuju na istinitost ove hipoteze. Značajniji nedostaci, prema mišljenju investicijskih društava, su zabilježeni u važnim sastavnicama funkcionalnih tržišta izvedenica: nepostojanju uređenog mehanizma kratke prodaje i uređenog sustava posudbe vrijednosnih papira, nedostatnoj likvidnosti temeljnih instrumenata te u području nerazvijenog mehanizma održavanja tržišta. Usporedba značenja različitih sastavnica infrastrukture u izgradnji tržišta burzovnih izvedenica (graf 4.6) i sadašnjeg stanja (graf 4.7) pokazuje da je prije uvođenja tržišta burzovnih izvedenica ipak potrebno unapređenje u spomenutim područjima koja su istaknuta kao nedovoljno razvijena, a imaju važnu ulogu u funkcioniranju uspješnog tržišta burzovnih izvedenica.

Rezultati istraživanja ukazuju i na utemeljenost prihvaćanja druge hipoteze kojom se tvrdi da je u slučaju uvođenja domaćeg tržišta burzovnih izvedenica, najprikladnije započeti s jednostavnijim instrumentima i temeljnim varijablama – konkretno ročnicama na dioničke indekse i pojedinačne dionice koje će polučiti veću likvidnost u odnosu na izvedenice temeljene na drugim varijablama (npr. kamatne i valutne izvedenice). Rezultati prikazani u grafu 4.8 sugeriraju da će najveću likvidnost ostvariti izvedenice temeljene na stranom indeksu dionica, domaćem indeksu dionica i na inozemnim valutama. Međutim, ispitivanjem preferencija investicijskih društava pri redosljedu uvođenja izvedenica (graf 4.9) i prioriteta (graf 4.11), evidentno je da investicijska društva daleko najviše preferiraju domaći indeks dionica, zatim strane indekse dionica, pa tek onda ostale varijable. U prilog istinitosti druge hipoteze idu i odgovori prikazani u grafu 4.10 kojima se istražuju vrste instrumenata koje se preferiraju za uvođenje na Zagrebačku burzu. Dionice burzovno-trgovanih fondova (engl. Exchange Traded Funds, skr. ETFs) su na prvom mjestu, nakon čega slijede ročnice, pa potom strukturirani certifikati (kao npr. turbo certifikati). Ali, kada se postavlja pitanje preferencije između ročnica i opcija, odgovori ukazuju da su ročnice više preferirani instrument u odnosu na opcije. Takvi stavovi u skladu su s pregledom kronologije i koncentracije trgovanja na drugim značajnim europskim burzama koja su nešto manje veličine od burzovnih grupacija paneuropskih obilježja.²⁷

²⁶ Pod nebankovnim investicijskim društvima podrazumijevaju se društva koja nisu povezana s bankama u smislu *matično društvo-povezano društvo*, niti djeluju kao odjel unutar organizacijske strukture same banke.

²⁷ Primjerice na burzama koja više imaju obilježja nacionalnih burzi kao što su Bečka burza, Borsa Italiana i MEFF, Varšavska burza te na burzama pretežito više lokalnih obilježja kao što su Budimpeštanska i Praška burza. Svim navedenim burzama je zajedničko da su izvedenice, konkretno ročnice na dioničke indekse domaćeg tržišta kapitala na prvom ili drugom mjestu po opsegu trgovanja mjenjenog prema protrogovanom iznosu i/ili broju protrogovanih ugovora. Većina navedenih burzi je kronološki započela razvoj tržišta burzovnih izvedenica uvođenjem ročnica na indekse do-

5. Zaključak

Ovim istraživanjem su se iz potpuno nove perspektive (investicijskih društava) istražili preduvjeti uvođenja burzovnih izvedenica na naše domaće tržište kapitala. Također su se dopunila prethodna istraživanja domaćih autora koja su se više orijentirala na intenzitet i raširenost primjene izvedenica na hrvatskom tržištu kapitala od strane financijskih i nefinancijskih društava te se tako istražila šira i sveobuhvatnija slika o potencijalima razvoja domaćeg tržišta burzovnih izvedenica. Posebno se kao cilj ovog istraživanja istaknulo identificiranje infrastrukturnih potreba koje je potrebno ispuniti prije uvođenja tržišta burzovnih izvedenica te utvrđivanje vrste i redoslijeda instrumenta s kojim bi trebalo započeti razvoj tog segmenta tržišta.

Provedeno empirijsko istraživanje anketnim upitnikom među investicijskim društvima ukazalo je na važne spoznaje koje valja imati u vidu pri razmišljanju o uvođenju domaćeg tržišta burzovnih izvedenica. Rezultati empirijskog istraživanja provedenog anketiranjem naših investicijskih društava pokazuju visoki stupanj njihove percepcije o značajnim infrastrukturnim zahtjevima i preduvjetima koje je potrebno ispuniti prije uvođenja vlastitog tržišta burzovnih izvedenica u okviru Zagrebačke burze. S aspekta potencijala uspjeha izvedenih instrumenata na našoj burzi - neki pozitivni kvalitativni elementi (uveden indeks domaćeg tržišta dionica i različiti sektorski indeksi, organizacijska uređenost burze, uređen sustav poravnjenja i namire, razvijeni nadzor tržišta i suvremena zakonska regulativa), svakako su nužni uvjeti, ali nipošto nisu dovoljni. Konsenzus je investicijskih društava da su u slučaju izgradnje našeg tržišta burzovnih izvedenica potrebne značajne investicije u gotovo svim aspektima njihovih internih kapaciteta. Stavovi također jasno pokazuju da je postizanje dovoljne likvidnosti temeljnih instrumenata na burzi jedno od najvažnijih preduvjeta za uvođenje tržišta burzovnih izvedenica, a važnima se ističu i obrazovanje sudionika, regulatorni režim, interni sustavi upravljanja rizicima, sustav održavanja tržišta, formaliziranje sustava posudbe dionica i mogućnost zauzimanja kratkih pozicija i dr. Međutim, pri ocjeni zatečenog stanja burzovnih infrastrukturnih elemenata, upravo je likvidnost tržišta ocijenjena vrlo slabom, i to je područje u kojem su svakako potrebna značajna unapređenja, kao nužnom preduvjetu izgradnje domaćeg tržišta burzovnih izvedenica. Iz navedenih rezultata proizlazi i prihvaćenje prve hipoteze: hrvatsko tržište kapitala još uvijek nema odgovarajuće preduvjete za uvođenje burzovnih izvedenica u burzovnu

maćeg tržišta dionica ili odmah neposredno nakon uvođenja nekog drugog instrumenta. Ročnice su općenito jednostavniji instrument od opcija, a dionički indeks je poželjna varijabla budući da je reprezentant cijelog tržišta dionica i u pravilu manje podložan potencijalnim manipulacijama u usporedbi s pojedinačnim dionicama.

ponudu Zagrebačke burze i to zbog nedostatne infrastrukturne pripremljenosti i razvijenosti investicijskih društava te nedostatne infrastrukture domaćeg tržišta kapitala općenito.

Uočen je i visoki stupanj usuglašenosti o ročnici temeljenoj na indeksu domaćeg tržišta dionica kao najprimjerenijem prvom izvedenom instrumentu za našu burzu. O validnosti odabira dioničkog indeksa za temeljnu varijablu izvedenog instrumenta ima dovoljno argumenata u praksi drugih razvijenijih europskih tržišta gdje upravo instrumenti temeljeni na dioničkim indeksima, kako smo prije argumentirali, postižu visoku likvidnost. Stavovi investicijskih društava o redosljedu uvođenja novih vrsta burzovnih instrumenata pokazuju da su na prvom mjestu preferiranih instrumenata ETF-ovi (koji su posljednjih nekoliko godina dobili značajno na popularnosti na brojnim drugim burzama), pa potom ročnice, (strukturirani) certifikati i opcije. Navedeni rezultati idu u prilog potvrdi druge hipoteze: u slučaju uvođenja domaćeg tržišta burzovnih izvedenica, najprikladnije je započeti s jednostavnijim instrumentima i temeljnim varijablama – konkretno ročnicama na dioničke indekse i pojedinačne dionice za koje se očekuje da će polučiti veću likvidnost u odnosu na izvedenice temeljene na drugim varijablama.

Istaknuli bismo i stavove investicijskih društava koji naš regulatorni režim temeljen na MiFID-u vide kao stvaranje boljih regulatornih pretpostavki za uvođenje izvedenica negoli je to prije bio slučaj, iako prevladava ocjena da bi pravno-regulatorni režim morao biti relaksiraniji u kontekstu uvođenja izvedenica u naš burzovni segment. No, to nije usamljena ocjena. Neka prijašnja istraživanja koja su proučavala problematiku izgradnje lokalnih tržišta izvedenica, istakli su krutost i barijere iz pravno-regulatornog segmenta koje mogu značajno usporiti uvođenje ne samo izvedenica, već i općenito nove vrste financijskih instrumenata na lokalnoj burzi.

Za izgradnju domaćeg tržišta burzovnih izvedenica, osim pretpostavki koje su ispunjene prihvaćanjem modernijeg i cjelovitijeg pravno-regulatornog okvira usklađenog s europskom praksom, potrebno je ispuniti i određeni set drugih vrlo važnih preduvjeta, kako se stvaranjem jednog disfunkcionalnog dijela tržišta ne bi destabilizirali njegovi drugi segmenti (odnosno da se ne bi negativne posljedice nefunkcionalnog segmenta burzovnih izvedenica prelijevale na segment trgovanja spot instrumentima). U tom smislu valja promatrati i iznesene preporuke, a naročito uvažiti iznesene stavove naših investicijskih društava koji čine jezgru ponude ovih - za naše tržište novih - financijskih instrumenata.

Kao i druga istraživanja, i ovo ima ograničenja imanentna metodama anketnih istraživanjima, a na koja smo već prije upozorili. Smjernice za buduća istraživanja proizlaze iz iznesenih rezultata koji upućuju na mogućnost i potrebu daljnjih istraživanja. Budući da je istraživanje provedeno među investicijskim društvima kao ciljanom skupinom, a u cilju izvođenja daljnjih zaključaka koji bi dodatno

verificirali rezultate ovog istraživanja, preporučljivo je provesti i dodatna istraživanja – na primjer u populaciji institucionalnih ulagatelja (mirovinskih fondova, osiguravajućih društava i investicijskih fondova) te malih ulagatelja čije investicijske odluke determiniraju potrebu i intenzitet korištenja pojedinih instrumenata, naročito u kontekstu funkcije izvedenica u procesu upravljanja portfeljima. Time bi ovo istraživanje i izneseni rezultati i zaključci dodatno dobili na vrijednosti.

LITERATURA

- Al Janabi, M.A.M. (2006). "On the inception of sound derivative products in emerging markets: Real-world observations and viable solutions", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, (14), 2: 151–164.
- Bodnar, G.M., Gebhardt, G. (1999). "Derivatives usage in risk management by US and German non-financial firms: A comparative survey", *Journal of International Financial Management and Accounting*, (10), 3: 153–187.
- Capstaff, J., Marshall, Andrew, Hutton, J. (2007). "The Introduction of the Euro and Derivative Use in French Firms", *Journal of International Financial Management & Accounting*, (18), 1: 1–17.
- Chi, J., Young, M. (2006). "The development of financial derivatives markets in an expanded EU", *International Finance Review*, 6: 215–234.
- De la Rosa, D., Crawford, D., Franz, D.R. (2004). "Trading on the Warsaw stock exchange—from reopening in 1991–2000", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, (13), 2: 121–134.
- Deutsche Börse Group (2008). "The Global Derivatives Market - An Introduction".
- Dumičić, K., Čižmešija, M., Pavković, A., Andabaka, A. (2006). "Istraživanje primjene metoda upravljanja financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima – anketa na uzorku poduzeća", *Serijski članak u nastajanju*, Sveučilište u Zagrebu Ekonomski Fakultet, 06-08.
- El-Masry, A.A. (2006). "Derivatives use and risk management practices by UK nonfinancial companies", *Managerial Finance*, (32), 2: 137–159.
- Fatemi, A., Glaum, M. (2000). "Risk management practices of German firms", *Managerial Finance*, (26), 3: 1–17.
- Fitch, T.P. (2000). *Dictionary of Banking Terms*, Barron's Business Guides, 4th ed.
- Grant, K., Marshall, A.P. (1997). "Large UK companies and derivatives", *European Financial Management*, (3), 2: 191–208.

- Ilyna, A. (2004). "The Role of Financial Derivatives in Emerging Markets". U: Mathieson, D.J., Roldos, J.E., Ramaswamy, R., Ilyna, A., *Emerging Local Securities and Derivatives Markets*, International Monetary Fund, str. 69–90.
- Jobst, A.A. (2008). "The development of equity derivative markets: An examination of current standards and challenges in emerging Asia", *International Journal of Emerging Markets*, (3), 2: 163–180.
- Kilcollin, T.E., Frankel, M.E.S. (1993). "Futures and options markets: their new role in Eastern Europe", *Journal of Banking & Finance*, (17), 5: 869–881.
- Köke, J., Schröder, M. (2002). "The future of Eastern European capital markets", *EIB Papers*, (7), 1: 117–138.
- Leko, V. (1998). *Rječnik bankarstva i financija*, Zagreb: Masmedia
- Leuthold, R.M. (1994). "Evaluating futures exchanges in liberalising economies", *Development Policy Review*, (12), 2: 149–164.
- Lien, D., Zhang, M. (2008). "A Survey of Emerging Derivatives Markets", *Emerging Markets Finance and Trade*, (44), 2: 39–69.
- Marín, J.M., Rangel, T.A. (2006). "The Use of Derivatives by the Spanish Mutual Fund Industry", Dostupno na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=945191> ili <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.945191>.
- Mathieson, D.J., Roldos, J.E. (2004). "Local Securities and Derivatives Markets in Emerging Markets". U: Mathieson, D.J., Roldos, J.E., Ramaswamy, R., Ilyna, A., *Emerging Local Securities and Derivatives Markets*, str. 1–23.
- Melamed, L. (1997). "The Role of Futures & Derivatives in an Emerging Economy". U: *Remarks presented at the SDI-Bloomberg Seminar*, Buenos Aires, Argentina, October 15, 1997.
- Mihaljek, D., Packer, F. (2010). "Derivatives in emerging markets", *BIS Quarterly Review*, December, str. 43–58.
- Nguyen, H., Faff, R., Marshall, A. (2004). "Exchange Rate Exposure, Foreign Currency Derivatives and the Introduction of the Euro: French Evidence", Dostupno na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=499462> ili <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.499462>.
- Pilar, C., Rafael, S. (2002). "Does derivatives trading destabilize the underlying assets? Evidence from the Spanish stock market", *Applied Economics Letters*, (9), 2: 107–110.
- RRiF-plus (2007). *Međunarodni standardi financijskog izvještavanja (Službeni tekstovi za Hrvatsku)*, Zagreb.
- Slijepčević, S., Živko, I. (2008). "Upravljanje kamatnim rizikom i financijske izvedenice za upravljanje rizikom u hrvatskim bankama", *Ekonomska istraživanja*, (21), 1.

- Sobol, I., (2008). "Development of Exchange-Traded Derivatives Markets in Central European Countries". U: *5th International Scientific Conference Business and Management 2008*, 16-17 May 2008, Vilnius, Lithuania., str. 308–313.
- Sprčić, D.M. (2007). "Izvedenice kao instrument upravljanja financijskim rizicima: primjer hrvatskih i slovenskih nefinancijskih poduzeća", *Financijska teorija i praksa*, (31), 4: 387-413
- Sprčić, D.M., Tekavčić, M., Šević, Ž. (2008). "Corporate Risk Management Practices in Croatian Companies", *Ekonomski pregled*, (59), 7-8: 344–369.
- Tsetsekos, G., Varangis, P. (1998). "The Structure of Derivatives Exchanges: Lessons from Developed and Emerging Markets", *The World Bank Policy Research Working Paper*, (1887).
- Tsetsekos, G., Varangis, P. (2000). "Lessons in Structuring Derivatives Exchanges", *The World Bank Research Observer*, (15), 1: 85–98.
- Tuškan, B. (2009). "Upravljanje rizicima upotrebom financijskih derivativa u RH". U: *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 7(1), str. 107–120.

THE SOURCES AND PERSPECTIVES OF THE EXCHANGE - TRADED DERIVATIVES INTRODUCTION ON THE CROATIAN CAPITAL MARKET

Summary

The paper examines the attitudes and ratings of investment firms on selected elements of the stock exchange infrastructure that act as a support in the process of establishing the derivatives-exchange market in Republic of Croatia. The main objective of the research is to identify the basic conditions, factors and constraints that determine the ability of investment firms in Croatia to actively participate and stimulate the process of introduction of exchange-traded derivatives on the domestic market. This paper also examines the investment firms' attitudes towards the quality of the overall stock exchange infrastructure of our domestic capital market. Since the exchange-traded derivatives are still not listed on our stock exchange, we have also investigated the investment firms' opinions on preferred types of exchange-traded derivatives and their underlyings, in order to achieve liquid and functional derivatives-exchange market. For this purpose, two hypotheses are tested. First hypothesis claims that the Croatian capital market still does not have adequate conditions for the introduction of exchange-traded derivatives on the Zagreb Stock Exchange due to the poor infrastructure of investment companies and the infrastructural underdevelopment of domestic securities market in general. Our second hypothesis claims that in the case of the introduction of the domestic derivatives-exchange market, the development should begin with introduction of simpler instruments and underlyings - namely futures on equity indices and individual stocks that will generate

more liquidity compared to exchange-traded derivatives based on other underlyings (such are the derivatives with interest rates and currencies as the underlyings). The results of our study indicate acceptance of both hypotheses. Croatian capital market still lacks adequate preconditions for the introduction of exchange-traded derivatives primarily because of underdeveloped investment firms' infrastructure and because of infrastructural underdevelopment of domestic securities market in general. The study also points to the truth of the second hypothesis. Namely, it argues that the introduction of the derivatives-exchange market should begin with simpler instruments and underlyings such as futures on equity indices and individual stocks. Since the characteristics of our domestic securities exchange can be compared with other stock markets of Southeast Europe, the results of this research may provide a basis for the analysis of investment companies and stock exchanges that operate within other countries in the region. One major advantage of this study is that it provides quality basis and stimulus for future research that could supplement and verify the results of this study by expanding the research to market actors such as the professional investors and small investors.

Key words: investment firms, derivative markets, derivative exchanges, exchange-traded derivatives, financial risks, Zagreb Stock Exchange