

Komercijalni zapisi



PRIVREDNA BANKA ZAGREB

Mislimo unaprijed s Vama.

PBZ je član grupe **INTESA**  **SANPAOLO**

Zagreb, 31. prosinac 2012.

Sadržaj

| | |
|---|-----------|
| 1. Tržište komercijalnih zapisa u Republici Hrvatskoj..... | 3 |
| 1.1. Komercijalni zapisi | 3 |
| 1.2. Pregled tržišta | 3 |
| 1.3. Ulaganja u komercijalne zapise | 10 |
| 1.4. Pregled izdanja komercijalnih zapisa u RH..... | 13 |
| 2. Makroekonomski pregled..... | 17 |
| 2.1. Produžena kriza | 17 |
| 2.2. Slom realnog sektora | 17 |
| 2.3. Jačanje inflatornih pritisaka..... | 18 |
| 2.4. Kuna deprecirala prema euru..... | 18 |
| 2.5. Kamate na kredite poduzećima u laganom padu..... | 19 |

1. Tržište komercijalnih zapisa u Republici Hrvatskoj

1.1. Komercijalni zapisi

Komercijalni zapis je prenosivi, kratkoročni dužnički financijski instrument (dospijeva do godine dana), izdan na ime, u nematerijaliziranom obliku koji predstavlja izravnu, bezuvjetnu i najčešće neosiguranu obvezu izdavatelja te omogućuje podmirenje kratkoročnih potreba izdavatelja, na način da izdavatelj, ovisno o situaciji na tržištu, izdaje tranšu zapisa koja je unutar limita uspostavljenog programa. Program izdavanja komercijalnih zapisa jest program financiranja kratkoročnih potreba poduzeća s dužim vremenskim rokom (najčešće 5 ili više godina) unutar kojeg je izdavatelju omogućeno izdavanje tranši komercijalnih zapisa, pojedinačno najduže ročnosti 364 dana, do maksimalno ukupnog iznosa predviđenog programom. Komercijalni zapisi ulagatelju nose prinos u obliku diskonta, odnosno razlike između niže cijene po kojoj je komercijalni zapis kupljen i pune cijene (100% iznosa) po kojoj se komercijalni zapis iskupljuje o dospijanju.

Neke od prednosti financiranja putem izdavanja komercijalnih zapisa za izdavatelja su:

- financiranje po tržišno konkurentnoj stopi te smanjivanje troškova financiranja (povijesno gledajući, poduzeća koja su izdavala komercijalne zapise imala su nešto niži trošak financiranja nego što je bila kamatna stopa na kratkoročne kredite poduzećima)
- prilagodba veličine i valute izdanja, ročnosti i dinamike financiranja potrebama izdavatelja i zahtjevima ulagatelja
- izgrađivanje tržišne reputacije izdavatelja, omogućavanje buduće jednostavnije i efikasnije provedbe izdanja svih financijskih instrumenata izdavatelja s dužim ili neograničenim rokom dospijanja
- smanjivanje kreditne izloženosti prema poslovnim bankama - niti jedno poduzeće u budućnosti neće moći svoje cjelokupno poslovanje vezati uz jednu banku - strani vlasnici domaćih banaka velik naglasak daju na diverzifikaciju kreditnog portfelja i smanjenje izloženosti prema pojedinačnim poduzećima
- omogućuje oslobađanje imovine od hipoteke - komercijalni zapis je najčešće neosigurani financijski instrument
- brz izvor financiranja bez nepotrebne papirologije
- diverzifikacija izvora financiranja
- nakon uspostave programa mogućnost pribavljanja sredstava u roku pet radnih dana

Drugim riječima, logika kojom se izdavatelji vode vrlo je jednostavna i počiva na nekoliko bitnih faktora. Naime, za razliku od klasičnog bankovnog zajma, izdanje komercijalnih zapisa moguće je realizirati u iznimno kratkom vremenskom razdoblju, te je, pod uvjetom da je uspostavljen program izdavanja komercijalnih zapisa, pojedinu tranšu moguće plasirati zainteresiranim ulagateljima u roku od svega nekoliko dana. Ono što ovakav oblik financiranja također čini zanimljivim korporativnom sektoru jesu strogi uvjeti kreditiranja poslovnih

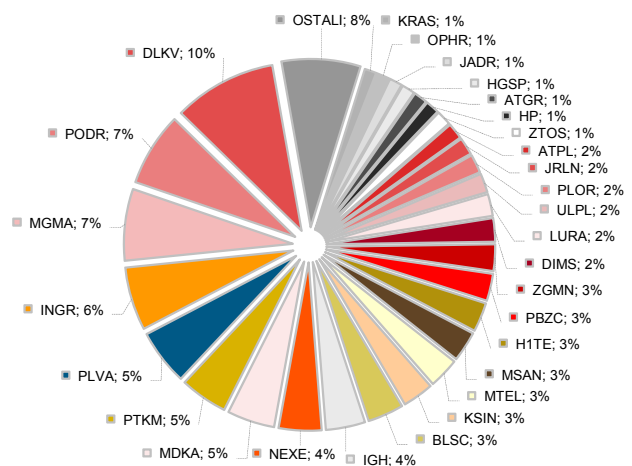
banaka, koje u pravilu traže zalog. Budući da su najčešće u pitanju nekretnine, osiguravanje većeg klasičnog zajma nije jednostavno, čime komercijalni zapisi postaju vrlo kredibilna alternativa.

Međutim, svaki potencijalni ulagatelj mora biti oprezan jer zbog jednostavnosti uspostave programa izdavanja te same transakcije izdanja, određen broj izdavatelja slabog kreditnog rejtinga uspio je iskoristiti dobru potražnju na tržištu i prikupiti sredstva koja su realno bila iznad njihovih mogućnosti za povrat i/ili servisiranje duga. Kad se uz to nadoda činjenica da su navedeni instrumenti neosigurani, potrebno je izvršiti temeljitu kreditnu analizu s ciljem procjene mogućnosti servisiranja ovakvih instrumenata iz novčanog toka pojedinog izdavatelja.

1.2. Pregled tržišta

Komercijalni zapis je odgovarajući instrument za klijenta koji traži srednje do veće iznose kratkoročnih sredstava.

Struktura izdavatelja komercijalnih zapisa u posljednjih jedanaest godina*

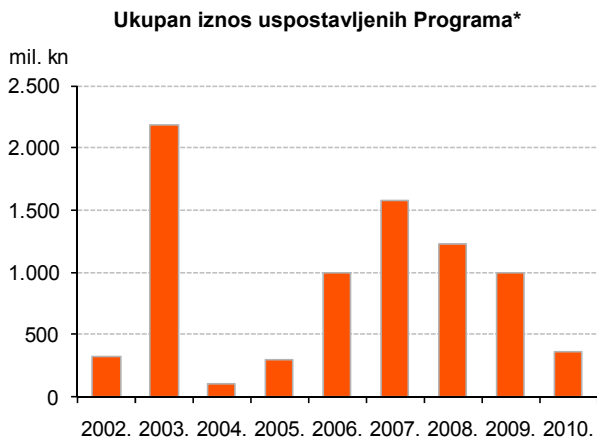


* travanj 2002. – prosinac 2012.
Izvor: Privredna banka Zagreb

Prvi izdavatelj komercijalnih zapisa u Hrvatskoj bila je Pliva d.d. U 1998. godini Pliva je uspostavila program euro-komercijalnih zapisa u vrijednosti 100 mil. USD da bi u 2003. godini, nakon isteka inicijalnog programa, uspostavila program euro-komercijalnih zapisa u vrijednosti 250 mil. EUR što je najviše doprinijelo rastu ukupnog iznosa uspostavljenih programa u 2003. godini (vidi grafički prikaz u nastavku).

Primjer Plive slijedili su u 2002. uspostavom programa izdavanja komercijalnih zapisa Belišće, Jadranka i Podravka, a godinu dana kasnije u krug izdavatelja komercijalnih zapisa ušli su i Atlantic Grupa, Kraš i Lura (Dukat).

U 2004. samo je Medika uspostavila program izdavanja komercijalnih zapisa u iznosu od 100 mil. kn. U 2005. program izdavanja komercijalnih zapisa uspostavili su Dalekovod i Ingra, a u 2006. Atlantska plovidba, Istraturist, Jadran–Galenski laboratorij (JGL), Magma, M San Grupa, Oktal Pharma te PBZ Card u ukupnom iznosu od 1,0 mlrd. kn.

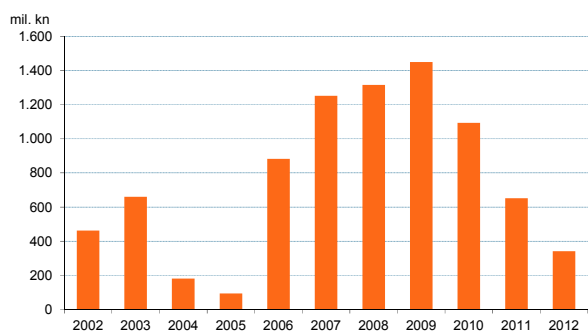


* uključuje program euro-komercijalnih zapisa Plive uspostavljen 2003.
Izvor: Privredna banka Zagreb

Tijekom 2007. program je uspostavilo čak 10 izdavalja: Rijeka Promet, Plodine, King ICT, HG Spot, Jadrolinija, Kamgrad, Varteks, Digital M.S., Wulf Sport i Zagreb-Montaža u ukupnom iznosu od 1,6 mlrd. kn, dok su u 2008. godini program uspostavili Team, H1 telekom, Konstruktor-Inženjering, Institut IGH, Žito i Metronet telekomunikacije u ukupnom iznosu od 1,2 mlrd. kn. Iako je 2009. bila vrlo aktivna po iznosima izdanih tranši, u odnosu na 2008. smanjen je broj novouspostavljenih programa i ukupan iznos istih. Tako su u 2009. programe izdavanja komercijalnih zapisa uspostavili Petrokemija, Nexa Grupa i Podravka, a ukupna vrijednost uspostavljenih programa iznosila je 1,0 mlrd. kn. 2010. godine ukupno je uspostavljeno osam novih programa izdavanja komercijalnih zapisa sljedećih izdavalja: Uljanik Plovidba, Auto-Dubrovnik, Agram Brokери, Euroduhan, Euro Daus 1963, Euroagram Nekretnine, Euroagram TIS i Euro Daus u ukupnom iznosu od 360,0 mil. kn. Tijekom 2011. i 2012. godine nije bilo uspostavljenih novih programa izdavanja komercijalnih zapisa.

Uspostava programa izdavanja komercijalnih zapisa predstavlja vrlo dobru podlogu za domaće izdavatelje prije izlaska na tržište dugoročnog duga. Taj put slijedile su Pliva, Podravka, Plava Laguna, Atlantic Grupa, Medika, Ingra, JGL, Jadranka, Jadrolinija, Rijeka promet i Plodine (izdali obveznice 2008. i 2012. godine) koji su povjerenje ulagatelja zadobiveno uspješnom uspostavom programa komercijalnih zapisa kapitalizirali kroz dodatno smanjenje prinosa prilikom kasnijeg izdavanja obveznica. Iznos ukupno izdanih komercijalnih zapisa varirao je po godinama (vidi grafički prikaz u nastavku).

Pregled ukupno izdanih komercijalnih zapisa po godinama

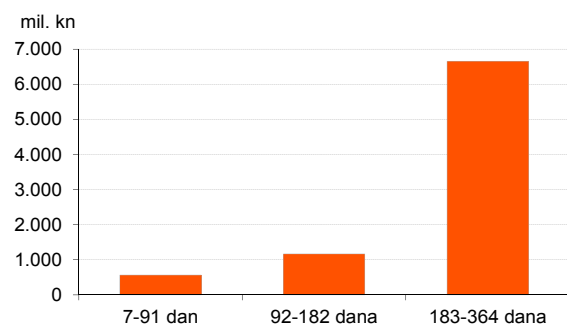


Izvor: Privredna banka Zagreb

Od travnja 2002. iznos novoizdanih komercijalnih zapisa kontinuirano raste te u 2003. dostiže 660,0 mil. kn. Tijekom 2004. dolazi do smanjenja iznosa novoizdanih komercijalnih zapisa za 478,9 mil. kn što predstavlja pad od 72,6%. Isti trend nastavlja se i u 2005. kada bilježimo pad od 48,9% u odnosu na 2004.

Od 2006. do 2009. zabilježeno je kontinuirano povećanje iznosa novoizdanih komercijalnih zapisa po godinama. Tako je u 2009. ukupno izdano komercijalnih zapisa u vrijednosti od gotovo 1,5 mlrd. kn, što je u odnosu na 2008. povećanje za 154,5 mil. kn ili 11,7%. Nakon vrhunca ostvarenog u 2009. godini, 2010. godine zabilježen je pad od 24,2% u odnosu na prethodnu godinu. Negativan trend nastavljen je i u 2011. godini u kojoj je izdano 651,5 mil. kn komercijalnih zapisa što predstavlja pad od 40,4%. U 2012. godini izdano je ukupno 341,3 mil. kn komercijalnih zapisa te vidimo daljnji nastavak negativnog trenda i pad u odnosu na 2011. godinu koji iznosi 47,6%.

Pregled ukupno izdanih komercijalnih zapisa po ročnosti*



* travanj 2002. – prosinac 2012.
Izvor: Privredna banka Zagreb

Rok dospijea pojedinih tranši komercijalnih zapisa u pravilu je 91, 182 ili 364 dana, međutim tranše se mogu izdati i s drugim rokovima dospijea pri čemu isti ne mogu biti kraći od 7 niti dulji od 364 dana. U razdoblju travanj 2002. – prosinca 2012. najkraći rok dospijea tranše bio je 16 dana (INGRA d.d., 19. tranša), a najduži 364 dana. U Hrvatskoj se tako u usporedbi s američkom i europskom praksom izdaju komercijalni zapisi nešto duže ročnosti.

Prosječna veličina tranše komercijalnih zapisa u 2010. iznosila je 30,8 mil. kn, u 2011. iznosila je 22,3 mil. kn dok je u 2012. iznosila 21,3 mil. kn. Iznos najveće kunske tranše bio je 200 mil. kn (Pliva) dok je najmanji iznos tranše denominirane u EUR bio 150.000 EUR (INGRA d.d., 19. tranša).

U promatranom razdoblju, 45 izdavalja izdala su ukupno 248 tranši komercijalnih zapisa denominiranih u kn ili EUR, različitih ročnosti, ukupnog nominalnog iznosa od 8,4 mlrd. kn. Najaktivniji izdavatelj po broju izdanih tranši je Dalekovod d.d. (njih dvadeset i dvije), koji je ujedno u promatranom razdoblju izdao i najveći nominalni iznos komercijalnih zapisa, 835,8 mil. kn ili 10% od ukupnog iznosa svih izdanih tranši komercijalnih zapisa u promatranom razdoblju.

Na dan 31.12.2012. u optjecaju je bilo 13 tranši komercijalnih zapisa 9 različitih izdavalja ukupnog nominalnog iznosa 258 mil. kn. Najveći iznos komercijalnih zapisa u optjecaju (82 mil. kn) ima Petrokemija dok najveći broj tranši u optjecaju (3 tranše) ima Dalekovod.

Pregled izdanja komercijalnih zapisa od travnja 2002. do 31. prosinca 2012.*

| Izdavatelj | Agent izdanja i Dealer | Izdano | | U optjecaju | |
|--------------------------------|------------------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|
| | | Iznos (mil. kn) | Broj tranši | Iznos (mil. kn) | Broj tranši |
| Agram Brokeri d.d. | AB | 23,23 | 6 | 2,73 | 1 |
| Atlantic Grupa d.d. | RBA | 110,00 | 4 | 0,00 | 0 |
| Atlantska plovidba d.d. | PBZ | 130,00 | 3 | 0,00 | 0 |
| Auto-Dubrovnik d.d. | AB | 45,82 | 4 | 12,99 | 1 |
| Belišće d.d. | PBZ | 290,46 | 16 | 0,00 | 0 |
| Dalekovod d.d. | PBZ | 835,86 | 22 | 56,80 | 3 |
| Digitel M.S. d.o.o. | RBA | 186,95 | 4 | 0,00 | 0 |
| Dukat d.d. | PBZ | 177,00 | 4 | 0,00 | 0 |
| Euro Daus d.d. | AB | 29,62 | 4 | 13,04 | 1 |
| Euro Daus 1963 d.d. | AB | 16,30 | 3 | 0,00 | 0 |
| Euroduhan d.d. | AB | 22,59 | 4 | 6,33 | 1 |
| Euroagram nekretnine d.o.o. | AB | 16,26 | 3 | 0,00 | 0 |
| Euroagram Tis d.o.o. | AB | 29,19 | 4 | 12,78 | 1 |
| H1 Telekom d.d. | HPB | 233,92 | 5 | 0,00 | 0 |
| HG SPOT d.d. | ZB | 105,00 | 2 | 0,00 | 0 |
| Hospitalija trgovina d.o.o. | ZB | 56,18 | 1 | 0,00 | 0 |
| HP-Hrvatska pošta d.d. | HPB | 110,00 | 1 | 0,00 | 0 |
| Institut IGH d.d. | ZB | 310,73 | 4 | 0,00 | 0 |
| Ingra d.d. | PBZ | 508,98 | 20 | 0,00 | 0 |
| Istraturist d.d. | ZB | 70,00 | 1 | 0,00 | 0 |
| Jadranka d.d. | PBZ | 104,08 | 9 | 0,00 | 0 |
| Jadrolinija | ESB | 140,00 | 2 | 0,00 | 0 |
| JGL d.d. | PBZ | 50,00 | 2 | 0,00 | 0 |
| Kamgrad d.o.o. | RBA | 50,00 | 1 | 0,00 | 0 |
| KING ICT d.o.o. | RBA | 56,30 | 2 | 0,00 | 0 |
| Konstruktor Inženjering d.d. | ZB/ESB | 246,56 | 3 | 0,00 | 0 |
| Kraš d.d. | PBZ | 95,00 | 4 | 0,00 | 0 |
| M SAN Grupa d.d. | PBZ | 245,50 | 8 | 0,00 | 0 |
| Magma d.d. | PBZ | 576,25 | 17 | 0,00 | 0 |
| Medika d.d. | PBZ | 381,20 | 10 | 0,00 | 0 |
| Metronet telekomunikacije d.d. | RBA | 245,02 | 11 | 51,58 | 2 |
| NEXE Grupa d.d. | RBA | 336,80 | 4 | 0,00 | 0 |
| Oktal Pharma d.o.o. | RBA | 100,00 | 2 | 0,00 | 0 |
| PBZ CARD d.o.o. | PBZ | 220,00 | 3 | 0,00 | 0 |
| Petrokemija d.d. | PBZ | 379,34 | 18 | 82,00 | 2 |
| Pliva d.d.** | PBZ | 450,00 | 3 | 0,00 | 0 |
| Plodine d.d. | PBZ | 150,00 | 4 | 0,00 | 0 |
| Podravka d.d. | PBZ | 330,00 | 8 | 0,00 | 0 |
| Podravka d.d. | RBA | 263,61 | 2 | 0,00 | 0 |
| Rijeka promet d.d. | PBZ | 40,00 | 1 | 0,00 | 0 |
| TEAM d.d. | RBA | 40,00 | 1 | 0,00 | 0 |
| Uljanik Plovidba d.d. | RBA | 155,00 | 3 | 0,00 | 0 |
| Varteks d.d. | ZB | 80,00 | 2 | 0,00 | 0 |
| Wulf sport d.d. | PBZ | 8,50 | 1 | 0,00 | 0 |
| Zagreb-Montaža d.o.o. | ZB | 215,00 | 8 | 30,00 | 1 |
| ŽITO d.o.o. | ZB | 117,68 | 4 | 0,00 | 0 |
| UKUPNO | | 8.383,94 | 248 | 268,25 | 13 |

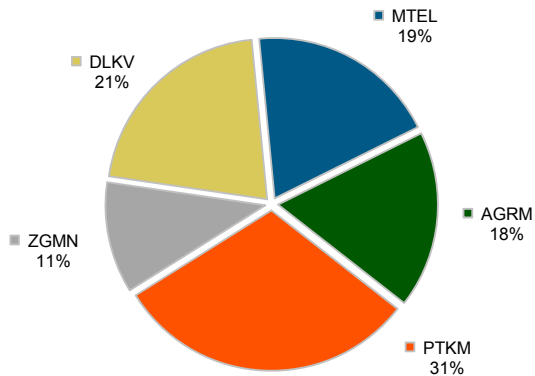
* Tranše denominirane u EUR vode se u kn prema srednjem tečaju HNB-a na dan izdanja pojedine tranše.

** Program euro-komercijalnih zapisa – iznos izdanih KZ-a odnosi se samo na kunska izdanja.

Izvor: Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. ("SKDD")

U nastavku je prikazana struktura izdavatelja komercijalnih zapisa u optjecaju.

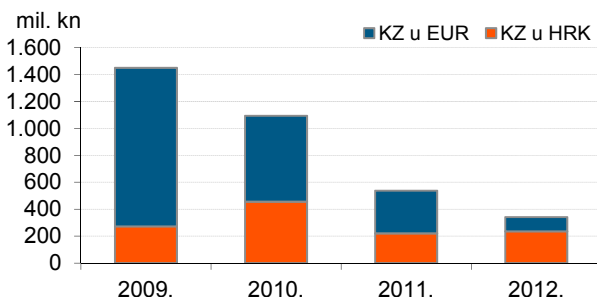
Struktura izdavatelja komercijalnih zapisa u optjecaju



Izvor: Privredna banka Zagreb

Sve tranše komercijalnih zapisa izdane do kraja 2008. godine bile su kunske (izuzev komercijalnih zapisa Plive), što se mijenja tijekom 2009. godine kada su od 54 izdane tranše, čak 32 tranše u ukupnom iznosu od gotovo 1,2 mlrd. kn (81,2%) denominirane u EUR. Sličan trend nastavljen je tijekom 2010., kada je od 35 izdanih tranši, 14 tranši denominirano u EUR. Iako je broj tranši izdanih u EUR manji od broja tranši izdanih u kn, nominalna vrijednost tranši denominiranih u EUR je znatno veća te iznosi 637,3 mil. kn odnosno 58,3% od ukupnog iznosa novoizdanih tranši. U 2011. godini ukupno je izdanih 29 tranši, njih 12 je denominirano u EUR nominalnog iznosa od 353,7 mil. kn što predstavlja udio od 54,3% ukupno izdanih komercijalnih zapisa. U 2012. godini ukupno je izdano 16 tranši, njih 4 denominirano u EUR nominalnog iznosa 106,5 mil. kn odnosno 31,2% od ukupno izdanih komercijalnih zapisa.

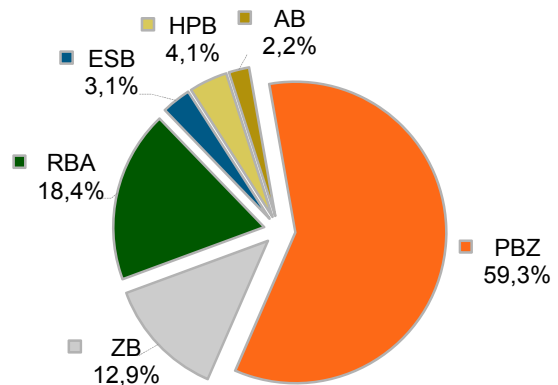
Valutna struktura izdanih komercijalnih zapisa, 2009.-2012.



Izvor: Privredna banka Zagreb

Od spomenutih 45 izdavatelja u proteklom jedanaestogodišnjem razdoblju, 18 izdavatelja je za Agenti i Dealera Programa izdavanja komercijalnih zapisa izabralo Privrednu banku Zagreb (PBZ), što PBZ čini vodećom financijskom institucijom na području aranžiranja izdavanja kratkoročnih dužničkih financijskih instrumenata. Slijede Raiffeisenbank Austria, Zagrebačka banka, Hrvatska poštanska banka, Erste&Steiermärkische bank i Agram Brokerei.

Tržišni udio Dealera i Agenti izdanja u ukupno izdanim komercijalnim zapisima



Izvor: Privredna banka Zagreb, ZSE

Početkom rujna 2009. godine po prvi puta je na hrvatskom tržištu kapitala zabilježen default komercijalnog zapisa odnosno nemogućnost iskupa glavnice dospjele tranše komercijalnih zapisa od strane izdavatelja. Riječ je o društvu HG SPOT d.d. kojem je 10. rujna 2009. na naplatu dospjela 2. tranša komercijalnih zapisa u iznosu od 55 mil. kn.

Ulagateljima je naknadno ponuđena opcija zamjene potraživanja za vlasnički udio (debt-to-equity swap) te reprogram duga kroz nove kredite s poslovnim bankama. Do danas nije postignut konačni dogovor sa svim ulagateljima oko načina povrata duga po komercijalnim zapisima te će se isto rješavati u sklopu stečajnog postupka u kojem se HG SPOT d.d. trenutno nalazi. Predmetni default rezultirao je dodatnim oprezom ulagatelja prilikom ulaganja u tranše komercijalnih zapisa drugih izdavatelja. HG SPOT je samo bio nagovještaj negativnih trendova na dužničkom tržištu kao posljedica globalne ekonomske krize, zaustavljanje državnih investicija, pada osobne potrošnje te porasta nelikvidnosti u gospodarstvu, a koje se reflektiralo kroz daljnje objave nemogućnosti isplata komercijalnih zapisa (Magma, Ingra) ili kupona na obveznice (Ingra, Nexa Grupa). Činjenica je da je komercijalni zapis kratkoročni instrument s jednokratnim dospijećem (pod povećalom javnosti, naime, nemogućnost isplate bilo kojeg dužničkog instrumenta istoga dana postaje javno dostupna informacija) kojeg je potrebno svake godine refinancirati (tj. tražiti pristanak ulagatelja za njegovu "rolanje"). Određeni izdavatelji su refinancirali postojeća izdanja komercijalnih zapisa kreditima kod poslovnih banaka, debt-to-equity swap-om ili zamjenom za obveznice. Ukoliko navedeno nisu uspjeli učiniti suočavali su se s problemima u financiranju

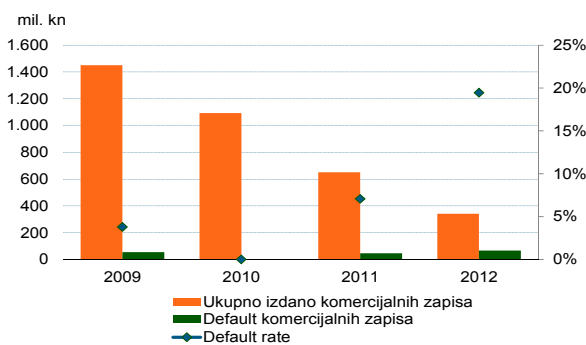
ili default-om.

Također, 01.07.2011. Magma nije izvršila isplatu dospjele 15. tranše komercijalnih zapisa u nominalnom iznosu od 4,4 mil. EUR. Slijedeće dvije tranše Magme koje su dospjele 18.01.2012. u nominalnom iznosu od 2,5 mil. EUR te 13,8 mil. HRK također nisu iskupljene. Redovni račun Magme je i dalje blokiran, dok je društvo podnijelo zahtjev za pokretanje predstečajne nagodbe.

31.10.2012. dospjela je 20. tranša komercijalnih zapisa INGRE d.d. u nominalnom iznosu od 4,5 mil. EUR. Obzirom da je istoj redovni račun u višemjesečnoj blokadi, nije bila u stanju iskupiti navedenu tranšu po dospjeću niti je isplatu izvršila do današnjeg dana. Osim društava HG SPOT-a, Magma-e, Ingra-e i NEXE čiji su dužnički vrijednosni papiri već i službeno defaultirali društvo Dalekovod se također našlo u problemu nelikvidnosti te je u prosincu pokrenut postupak predstečajne nagodbe, međutim njegovi komercijalni zapisi na naplatu dospijevaju u lipnju i kolovozu 2013. godine.

U konačnici 157,3 mil. kn komercijalnih zapisa i 45,2 mil kn kupona po obveznicama nije podmireno njihovim vlasnicima.

Udio neiskupljenih komercijalnih zapisa



2009. – 2012.

Izvor: Privredna banka Zagreb

Općenito, kretanje prinosa na komercijalne zapise do sada je u pravilu određivalo i smjer kretanja iznosa izdanih komercijalnih zapisa u optjecaju. Pri tome je važno naglasiti da ulagatelji kao referentnu vrijednost (benchmark) za određivanje zahtijevanog tj. očekivanog prinosa na komercijalne zapise koriste kamatnu stopu na trezorske zapise Ministarstva financija ("TZ") odgovarajuće ročnosti i denominacije. Tako je primjerice, razlog smanjene aktivnosti izdavanja komercijalnih zapisa krajem 2003. godine, tijekom cijele 2004. te prve polovine 2005. godine bilo povećanje kamatnih stopa na TZ. Usporedbe radi, početkom 2003. godine kamatna stopa na trezorski zapis dospjeća 91 dan iznosila je 2,10%, 182 dana 2,50%, a 364 dana 3,00%, dok su u listopadu iste godine zabilježene najviše kamatne stope – na TZ dospjeća 91 dan 6,50%, 182 dana 6,71% i 364 dana 7,15%. Sličan scenarij dogodio se i krajem 2007. i u prvoj polovini 2008. kada također dolazi do naglog rasta kamatnih stopa na sva dospjeća trezorskih zapisa (s 3,2% na 4,1% na 91 dan, s 3,4% na 4,6% na 182 dana te s 4,5% na 5,6% na 364 dana).

Međutim nešto drugačiji trend bilježimo u drugoj polovini 2008.

i tijekom prve polovine 2009. godine. Unatoč značajno višim kamatnim stopama na TZ, koje su se kretale u rasponu; 5,00%-7,60% za dospjeća 91 dan; 5,30%-7,75% za dospjeća 182 dana i 5,60%-7,95% za dospjeća 364 dana, broj novoizdanih komercijalnih zapisa se povećava i bilježe se rekordni iznosi komercijalnih zapisa u optjecaju s vrhuncem sredinom 2009. godine. Razlog prvenstveno leži u nelikvidnosti cjelokupnog gospodarskog i financijskog sustava, te potrebi izdavatelja za obrtnim sredstvima koje je sve teže pribaviti.

Također, uslijed neizvjesnosti oko aktivnosti HNB-a vezanih za obranu tečaja i sve većeg interesa ulagatelja za tranšama denominiranim u EUR, krajem 2008. Ministarstvo financija po prvi puta izdaje trezorske zapise s valutnom klauzulom odnosno denominirane u EUR ("TZ VK") dospjeća 364 dana i s kamatnom stopom od 7,95%. Tijekom prve polovine 2009. kamatna stopa na iste kretala se u rasponu 7,50%-7,95%, uz prosjek od 7,84%.

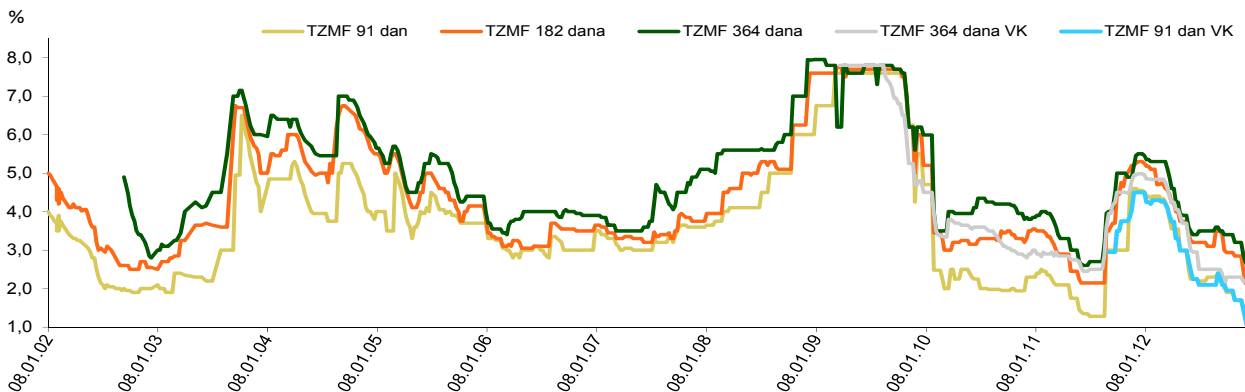
Daljnje jačanje neizvjesnosti oko tečajne politike HNB-a početkom 2009., kao i već spomenuto pomanjkanje interesa ulagatelja za kunkskim tranšama potaknulo je i izdavatelje da do potrebnih sredstava dođu izdavanjem tranši denominiranih u EUR.

Krajem 2009. započinje dugotrajan trend pada kamatnih stopa koji je potrajao sve do kraja 2011. godine. Tijekom navedenog razdoblja dolazi do naglog spuštanja kamatnih stopa na TZ za sve ročnosti na do tada najniže vrijednosti (sa prosječnih 7,60% na 1,28% za dospjeća 91 dan; sa 7,70% na 2,15% za dospjeća 182 dana i sa 7,80% na 2,60% za dospjeća 364 dana). Razlozi drastičnog pada kamatnih stopa na TZ prvenstveno su vidljivi u izrazito niskim kratkoročnim kamatnim stopama na novčanom tržištu odnosno u izrazitoj likvidnosti sustava tijekom navedenog razdoblja. Krajem 2011. godine dolazi do naglog rasta prinosa na TZ svih ročnosti, uslijed rasta kratkoročnih stopa na novčanom tržištu. Međutim od početka 2012. godine dolazi do preokreta trenda odnosno do pada prinosa na TZ svih ročnosti. Navedeni trend snižavanja prinosa na TZ i dalje je prisutan, tako da su trenutni prinosi povijesno gledajući na najnižim razinama, odnosno prema posljednjoj aukciji TZ održanoj 11.12.2012. godine prinosi na kunske TZ ročnosti 91 dan, 182 dana i 364 dana redom iznose 1,25%, 2,10% i 2,60%.

Dana 7. veljače 2010. MF je izdalo kunske TZ dospjeća 728 dana uz prinos od 5,85% a 14. veljače 2012. je izdalo EURO FX TZ dospjeća 364 i 546 dana po prinosima koji su redom iznosili 4,85% i 5,25%.

Početkom rujna 2011. po prvi put su izdani TZ na rok od 91 dan s valutnom klauzulom odnosno denominirani u EUR, po prinosu od 2,95%. Tijekom 2012. godine TZ s valutnom klauzulom slijedili su silazni trend kretanja prinosa na TZ, tako da su se prinosi na TZ s val. klauzulom s rokom dospjeća 91 dan i 364 dana početkom godine kretali na razinama od 4,50% i 4,95% dok su na posljednjoj aukciji prinosi na TZ denominirane u eurima ročnosti 91 dan i 364 dana redom iznosili 1,00% i 2,10% te očekujemo da će isti ostati u narednom razdoblju na sličnim razinama usprkos nedavnom downgrade-u S&P-a. Trenutno je u opticaju EUR 3,5 mlrd. trezorskih zapisa što je porast od 28,1 % u odnosu na isto razdoblje u prethodnoj godini.

Kretanje prinosa na trezorske zapise od siječnja 2002. do 15. prosinca 2012.



Izvor: Privredna banka Zagreb

Ukoliko promatramo razdoblje unatrag četiri godine zamjetan je kontinuirani pad prinosa kod izdanja komercijalnih zapisa u odnosu na vrhunac zabilježen tijekom 2009. godine. Iste godine, prosječna vagana kamatna stopa za kunska izdanja ročnosti 364 dana iznosila je 10,8%, a za izdanja sa valutnom klauzulom iznosila je 10,0%.

Prosječna vagana kamatna stopa na kunske komercijalne zapise izdane u 2010. ročnosti 364 dana iznosila je 9,63% dok za 2011. iznosi 7,57%. Ukoliko gledamo izdanja sa valutnom klauzulom, za KZ izdane u 2010. ročnosti 364 dana iznosila je 9,58% dok za 2011. iznosi 9,11%. Primjećuje se značajno sniženje prosječnog vaganog prinosa pogotovo kod kunkskih izdanja (za više od 2%) što je posljedica pada prinosa na TZ te veće potražnje za manje rizičnim izdavateljima KZ-a.

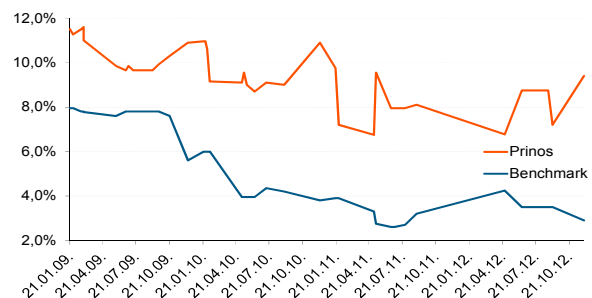
Iako je 2012. godinu prosječna vagana kamatna stopa na kunske komercijalne zapise ročnosti 364 dana nešto viša te iznosi 7,90%, zbog manjeg broja izdanih tranši KZ-a u odnosu na prethodne godine sama stopa je time manje reprezentativna.

Okolnosti su otprilike iste ukoliko promatramo prosječnu vaganu kamatnu stopu za izdanja KZ sa valutnom klauzulom ročnosti 364 dana u 2012. kada je iznosila 9,22% odnosno viša je za 11 baznih bodova u odnosu na prethodnu godinu.

U situaciji kada su ulagatelji željni prinosa, a banke sklone diverzifikaciji kreditnog portfelja, velika potražnja može drastično sniziti cijenu kapitala, pa ovakav način financiranja nerijetko postaje jeftiniji od bankovnog kredita. To je, primjerice, došlo do izražaja početkom 2007. godine, kada se razlika stope prinosa na komercijalne zapise i referentne stope prinosa svela na svega 50 baznih bodova (0,50%). Vrlo nizak spread nije pak karakterističan za krizne situacije, kada se rizik defaulta u slučaju javnog i korporativnog sektora vrlo različito percipira, kao što je to, primjerice, slučaj iz 2010. godine kada je spread narastao do čak 905 baznih bodova (7. tranša Metronet telekomunikacije d.d.). Pritom moramo uzeti u obzir činjenicu da su tijekom 2009. godine prinosi na trezorske zapise MF-a bili vrlo visoki za razliku od 2010., 2011. te druge polovice 2012. kada su bili na povijesno najnižim razinama, što donekle iskrivljuje sliku percepcije rizičnosti komercijalnih zapisa izdanih tijekom navedenog razdoblja.

U nastavku je prikazano kretanje prinosa trezorskih zapisa Ministarstva financija (benchmarka), prinosa i spreada u 2009., 2010., 2011. i 2012. godini kod izdanja kunkskih i eurskih tranši komercijalnih zapisa ročnosti 364 dana.

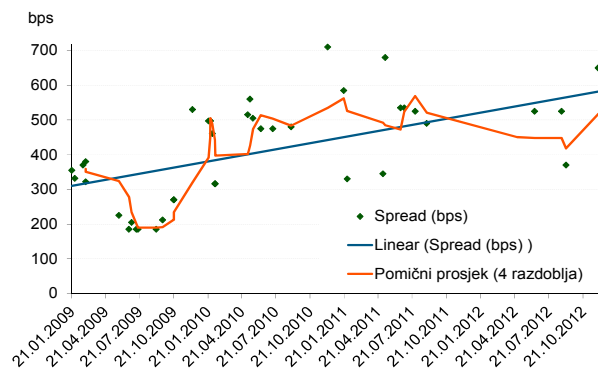
Kretanje benchmarka i prinosa za razdoblje 2009. – 2012. kod izdanja tranši ročnosti 364 dana (kunska izdanja)



Izvor: Privredna banka Zagreb

U nastavku je prikazano kretanje spreadova kod izdanja kunkskih tranši. Primjetan je trend rasta spreadova uzrokovan kontinuiranim padom prinosa na TZ posljednjih godinu dana te činjenicom da je povećana premija rizika na postojeće izdavatelje.

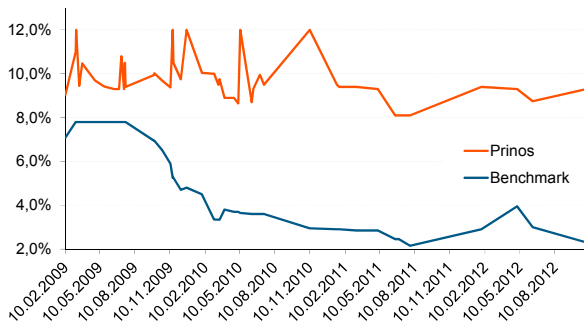
Spreadovi u razdoblju 2009. – 2012. kod izdanja tranši ročnosti 364 dana (kunska izdanja)



* pomični prosjek koji obuhvaća 4 prethodne tranše komercijalnih zapisa

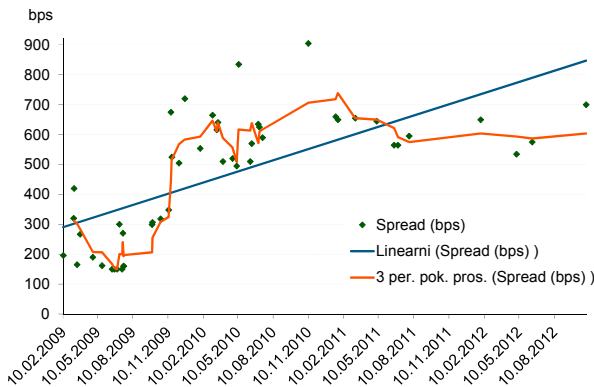
Izvor: Privredna banka Zagreb

Kretanje benchmarka i prinosa za razdoblje 2009. - 2012. kod izdanja tranši ročnosti 364 dana (eurska izdanja)



Izvor: Privredna banka Zagreb

Spreadovi u razdoblju 2009. - 2012. kod izdanja tranši ročnosti 364 dana (eurska izdanja)



*pomični prosjek koji obuhvaća 3 prethodne tranše komercijalnih zapisa

Izvor: Privredna banka Zagreb

Tržište kapitala, kao i tržište kratkoročnih vrijednosnica ekspanzivan razvoj bilježi početkom 2001. Snažan rast depozita (osobito stanovništva) kreirao je visoku likvidnost bankarskog sektora krajem 2002. i u prvoj polovini 2003. Rezultat je snažan porast ulaganja u trezorske zapise Ministarstva financija te izrazito niske kratkoročne kamatne stope (prinos na jednogodišnji TZ 17.12.2002. iznosio je 2,80%). Snažan rast imovine novčanih fondova također potiče snažan rast potražnje za kratkoročnim vrijednosnim papirima. Mjere HNB-a koje su uslijedile utjecale su na smanjenje likvidnosti financijskog sektora i rezultirale velikim rastom kratkoročnih kamatnih stopa u ljeto i jesen 2003. (jednogodišnji TZ početkom listopada 2003. iznosio je 7,15%). Nakon smirivanja situacije i djelomične korekcije kamatnih stopa tijekom studenog i u drugoj polovini prosinca, uslijed novih mjera središnje banke te najava mjera iste za 2004., ponovno dolazi do porasta kamatnih stopa.

Više razine kamatnih stopa, uz povremene padove, zadržale su se tijekom 2004. te u prva tri tromjesečja 2005. što je rezultiralo smanjenjem iznosa komercijalnih zapisa u optjecaju na minimum (srpanj 2005.: 10 mil. kn). Devizne intervencije HNB-a krajem 2005. kada je plasirano 1,2 mlrd. kn, te smanjenje stope obvezne pričuve, čime su se dodatno oslobodila kunska sredstva banaka, utjecale su na visoku kunsku likvidnost, a

samim time i na smanjenje kamatnih stopa na novčanom tržištu. Sve to rezultiralo je ponovnom ekspanzijom tržišta komercijalnih zapisa, koja dobiva dodatni poticaj u prvoj polovini 2007. kada je zabilježeno daljnje smanjenje kamatne stope na TZ u odnosu na 2006. kao i velik interes ulagatelja za TZ što je utjecalo na smanjenje njihova prinosa. Posljedično, njihovo smanjenje odrazilo se i na smanjenje zahtijevanog prinosa na komercijalne zapise, što je ovaj oblik financiranja učinilo atraktivnim i isplativim mnogim poduzećima na hrvatskom tržištu. Stoga je, tijekom 2007., nastavljen kontinuitet snažnog rasta ukupnog iznosa komercijalnih zapisa u optjecaju i uspostava novih programa izdavanja komercijalnih zapisa. Ishod takvog tržišnog stanja bio je premašivanje brojke od milijardu kuna komercijalnih zapisa u optjecaju po prvi puta u povijesti.

Uslijed novih mjera HNB-a s kraja lipnja 2007., kojima se ograničava rast kreditnih plasmana banaka (u čiji izračun ulazi i iznos uložen u komercijalne zapise), naglog povećanja kamatnih stopa na trezorske zapise (npr. sa 3,5% u ožujku 2007. na 5,6% u ožujku 2008. za TZ dospjeća 364 dana), te rastućeg trenda inflacije, stanje na tržištu se mijenja, pa tijekom prvog tromjesečja 2008. dolazi do stagnacije a zatim i blagog pada komercijalnih zapisa u optjecaju. Međutim već u ljeto 2008., unatoč višim kamatnim stopama koje su do kraja 2008. značajno porasle (npr. na 7,95% za TZ dospjeća 364 dana), raste iznos i komercijalnih zapisa u optjecaju koji se tijekom 2009. kreće između 1,2 i 1,6 mlrd. kn, s vrhuncem dostignutim u svibnju 2009. (1,6 mlrd. kn). Navedeni fenomen (rast iznosa izdanja unatoč rastu kamatnih stopa koji je u drugom tromjesečju 2009. bio na povijesnom maksimumu) povežujemo s činjenicom loše likvidnosti u realnom gospodarstvu, pooštrenim kreditnim uvjetima kod poslovnih banaka te činjenici da je usprkos turbulencijama na tržištu kapitala, kako domaćem, tako i inozemnom, potražnja za kratkoročnim instrumentima fiksnog prinosa bila poprilično velika, pogotovo od strane mirovinskih fondova i osiguravajućih društava, ali i investicijskih fondova, pogotovo novčanih, čija je imovina, za razliku od ostalih investicijskih fondova (dioničkih, mješovitih, obvezničkih), zadržala vrijednost tijekom 2007. i 2008. na razinama od 4,0 mlrd. kn, a do kraja 2009. porasla na 6 mlrd. kn. U 2009. je zamjetan i pad interesa ulagatelja za kunkskim tranšama, pa je većina izdanih tranši komercijalnih zapisa sa valutnom klauzulom odnosno denominiranih u EUR (udio od 81,2% u 2009.).

Od kraja 2009. godine na dalje, s naglim padom prinosa na TZ bilježimo i smanjenje interesa ulagača za komercijalnim zapisima unatoč i dalje visokim prinosima na komercijalne zapise. Razlog vidimo u porastu averzije prema riziku od strane ulagatelja dodatno potaknutim već spomenutim defaultom komercijalnih zapisa HG Spota d.d. 2009. godine te nedavnim Magma d.d. i INGRE d.d. što je rezultiralo okretanjem ulagatelja prema ulaganju u sigurnije oblike imovine, te smanjivanju izloženosti prema pojedinim izdavateljima percipiranim kao rizičnijima.

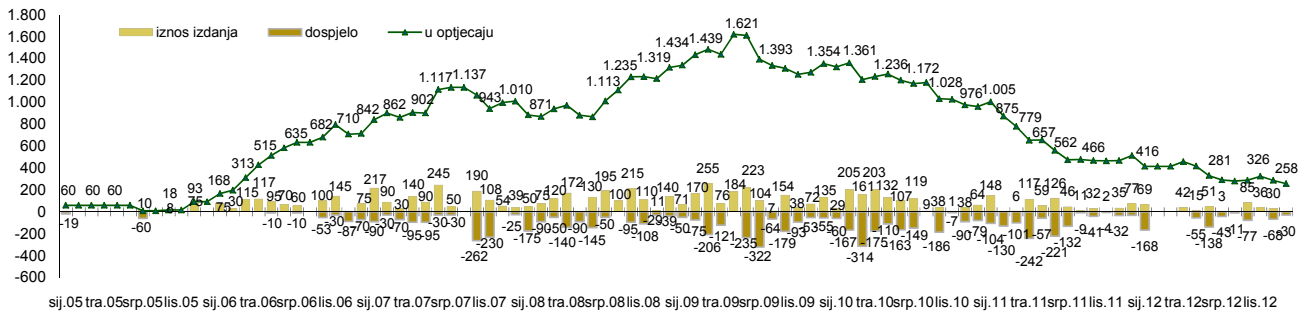
S druge strane, značajnije zaduženi izdavatelji, izdavanjem novih tranši komercijalnih zapisa u pravilu refinanciraju postojeće tranše nastojeći ih pritom umanjiti jer su im i troškovi zaduživanja izdavanjem komercijalnih zapisa u posljednje dvije

godine značajno porasli. U posljednje vrijeme vidljive su razlike u zahtijevanim prinosima ulagatelja prema određenim kompanijama bazirano na rizičnosti poslovanja, visini zaduženosti te percepciji ulagatelja o poslovnoj aktivnosti kompanija u narednom razdoblju. Stoga je u protekle tri godine raspon između najnižih i najviših ostvarenih prinosa iznosio

približno 4% između pojedinih kompanija.

Očekujemo da u narednoj godini neće biti značajnijih promjena, odnosno da će prinosi i dalje biti determinirani rizičnošću pojedinog izdavatelja kao i potražnjom od strane samih ulagatelja.

Izdanja i dospjeća komercijalnih zapisa od siječnja 2005. do 31. prosinca 2012.

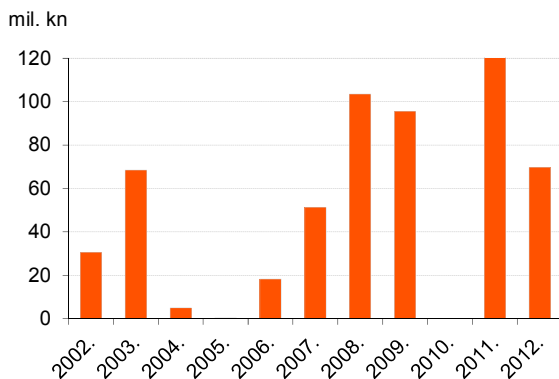


Izvor: Privredna banka Zagreb

Sekundarno tržište komercijalnih zapisa u Hrvatskoj još uvijek je prilično nelikvidno. No, obzirom na kraće roкове dospjeća do godinu dana uobičajeno je da ulagatelji kupuju komercijalne zapise s namjerom da ih drže do dospjeća.

Iako je u 2009. promet komercijalnim zapisima na Zagrebačkoj burzi zabilježio pad od 7,6% na 95,6 mil. kn, taj pad je puno blaži u odnosu na pad sveukupnog prometa na Zagrebačkoj burzi od 64,9%. Tako je udio prometa komercijalnim zapisima u sveukupno ostvarenom prometu na Zagrebačkoj burzi ostvario rast s 0,3% u 2008. na 0,9% u 2009. Ipak, tijekom 2010. godine nakon dužeg niza godina nije bilo trgovanja komercijalnim zapisima, dok je u 2011. godini na Zagrebačkoj burzi zabilježen promet komercijalnim zapisima od značajnih 129,2 mil. kn. Tijekom 2012. godine promet komercijalnim zapisima iznosio je 69,7 mil. kuna.

Pregled prometa komercijalnim zapisima na Zagrebačkoj burzi

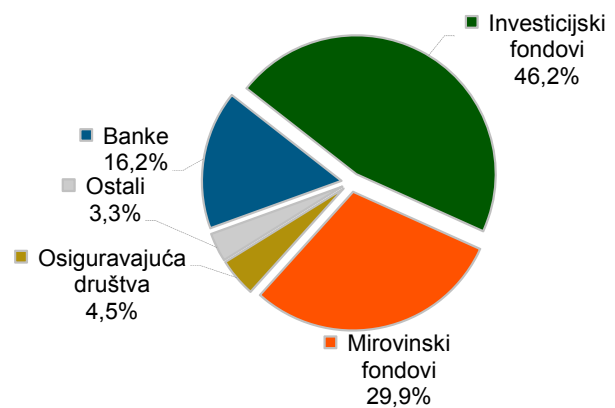


Izvor: ZSE

1.3. Ulaganja u komercijalne zapise

U posljednjih jedanaest godina najznačajniji su ulagatelji u komercijalne zapise bili investicijski fondovi koji su upisali gotovo polovinu dosadašnjih izdanja komercijalnih zapisa, nakon čega slijede mirovinski fondovi.

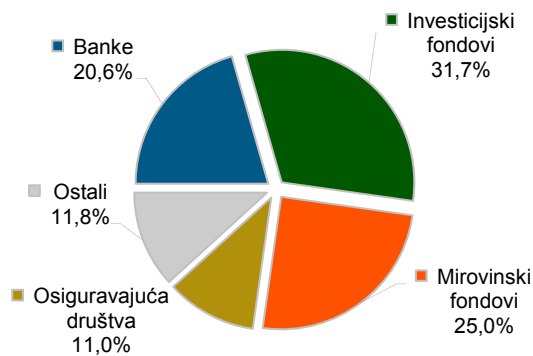
Struktura ulagatelja u komercijalne zapise u posljednjih jedanaest godina*



*Odnosi se na komercijalne zapise kod kojih je PBZ Agent i Dealer Programa

Izvor: Privredna banka Zagreb

Struktura ulagatelja u komercijalne zapise u posljednjih godinu dana (prosinac 2011. – studeni 2012.)*



*Odnosi se na komercijalne zapise kod kojih je PBZ Agent i Dealer Programa

Izvor: Privredna banka Zagreb

Udio investicijskih fondova blago se smanjio sa 25,5% u 2010. na 24,3% u 2011. kako bi porastao na 31,7% u 2012. godini. Udio mirovinskih fondova smanjio se sa 34,8% iz 2010. godine na 29,5% u 2011. godini kako bi u 2012. godini završio na 25,0%. Udjeli banaka smanjili su se sa 26,1% iz 2010. godine na 20,7% u 2011. godini da bi u 2012. godini iznosili 20,6%. Udio osiguravajućih društava porastao je sa 9,0% u 2010. na 16,0% u 2011. te se u 2012. godini smanjio na 11,0%, a udjeli ostalih ulagatelja porasli su sa 4,6% iz 2010. godine na 9,6% u 2011. godini te su završili na 11,8% u 2012. godini.

Otežavajuću okolnost za ulagatelje predstavlja nedovoljno razvijeno financijsko tržište u RH zbog čega procedura izdavanja komercijalnih zapisa donekle odudara od svjetske prakse. To se u prvom redu odnosi na činjenicu da je uvriježena procedura izdavanja komercijalnih zapisa lišena usluga agencija za procjenu kreditnog rejtinga što je u svijetu sasvim uobičajena pojava.

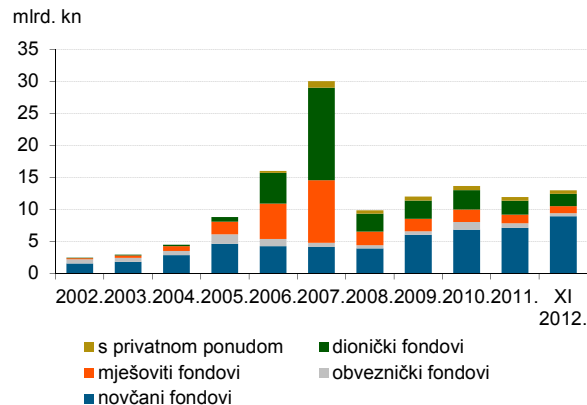
Tijekom posljednjih godinu dana interes ulagača za komercijalnim zapisima je smanjen unatoč i dalje visokim prinosima zbog već spomenutih default-ova komercijalnih zapisa što je rezultiralo dodatnim oprezom ulagatelja i okretanju ulaganjima u sigurnije oblike imovine odnosno onim izdavateljima koje se sa stajališta kreditnog rizika može smatrati stabilnima i sigurnima.

Najveći potencijal za ulaganje iskazuju otvoreni investicijski fondovi (OIF) i mirovinski fondovi. Imovina OIF dosegla je vrhunac u 2007. (30,1 mlrd. kn) nakon čega kontinuirano opada tijekom 2008. Tijekom 2009. i 2010. dolazi do promjene trenda te je primjetno povećanje imovine OIF-a, ali po znatno nižim stopama. Tijekom volatilne 2011. godine dolazi do pada imovine pod upravljanjem OIF-a za 12,8%. Ukoliko promatramo prvih 11 mjeseci 2012. primjetan je rast imovine OIF-a za 8,9% u odnosu na kraj prethodne godine.

Neto imovina OIF-a (uključujući fondove s privatnom ponudom) krajem studenog 2012. iznosi 13,0 mlrd. kn te je u odnosu na kraj studenog 2011. veća za 651,2 mil. kn ili 5,3%, a u odnosu na kraj 2011. veća je za 1,06 mlrd. kn ili 8,9%. U samoj strukturi ukupne imovine OIF-a s najviše imovine i dalje upravljaju novčani fondovi s udjelom od 71,8%, koji su ujedno i najčešći

ulagatelji u komercijalne zapise, zatim dionički fondovi (15,4%), dok udio mješovitih fondova pada na 9,1%.

Neto imovina otvorenih investicijskih fondova



Izvor: HANFA

Povijesno gledano, u 2006. dolazi do vrtoglavog rasta imovine dioničkih fondova, koji traje sve do kraja 2007. što nije bio slučaj prijašnjih godina kada su najveći udio u ukupnoj imovini imali upravo novčani fondovi. Međutim, dvoznamenkasti negativni prinosi dioničkih tržišta u Hrvatskoj, regiji i svijetu u prvoj polovini 2008. dovode do ponovnog obrata trenda te imovina novčanih fondova i njihov udjel u ukupnoj imovini investicijskih fondova ponovno značajno rastu, dok udio dioničkih i mješovitih fondova koji su do početka 2008. imali značajne udjele naglo opada.

Trend porasta imovine novčanih fondova nastavlja se kontinuirano tijekom narednih godina s vrhuncem dostignutim u studenom 2012. (8,94 mlrd. kn).

Neto imovina obveznih, otvorenih i zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova



Izvor: HANFA

Mirovinski fondovi na velika su vrata ušli na tržište komercijalnih zapisa nakon donošenja *Pravilnika o dodatnim kriterijima ulaganja i investicijskim ograničenjima mirovinskih fondova* (NN 129/07) i njegovim izmjenama i dopunama (NN 32/08, 112/08, 121/08, 2/09, 9/09, 141/09) kojim im je dozvoljeno ulaganje u kratkoročne dužničke vrijednosne papire izdavatelja uvrštenih u Redovito tržište, a čiji vlasnički vrijednosni papiri u trenutku stjecanja imaju početnu tržišnu kapitalizaciju veću od 350 mil. kn, odnosno ne manju od 300 mil. kn ukoliko do smanjenja tržišne kapitalizacije dođe zbog promjene tržišnih cijena, a

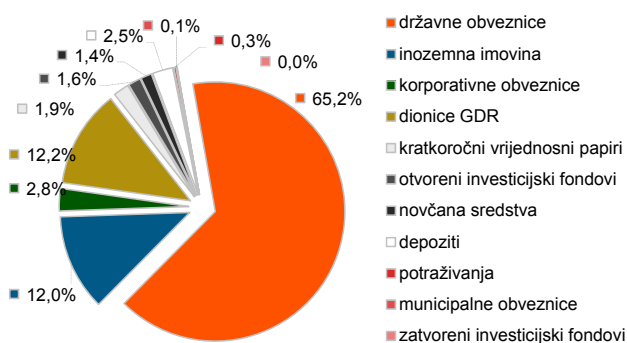
ukoliko izdavatelj ima manje od 10% dionica u slobodnoj prodaji njihova tržišna kapitalizacija mora biti veća od 100 mil. kn. Pritom je dozvoljeno uložiti najviše do 15% imovine obveznog mirovinskog fonda ili najviše do 30% imovine dobrovoljnog mirovinskog fonda. Također mirovinski fond ne smije biti vlasnikom više od 10% pojedinog roda vrijednosnih papira jednog te istog izdavatelja i s njime povezanih osoba, izuzev dužničkih vrijednosnih papira izdanih od strane RH ili jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave u RH. Trenutno se pregovara o dodatnom povećanju limita mirovinskim fondovima kojim bi se omogućila veća participacija u pojedinom izdanju.

Uz proširene mogućnosti ulaganja, potencijal mirovinskih fondova povećava i stalan rast neto imovine.

U razdoblju od 2004. do 2011. prosječna godišnja stopa porasta neto imovine mirovinskih fondova iznosila je čak 36,6%. Na dan 31.11.2012. neto imovina obveznih, otvorenih i zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova iznosila je 53,0 mlrd. kn, što je u odnosu na 31.12.2011. porast od gotovo 9,9 mlrd. kn odnosno 23,0%.

Struktura imovine obveznih mirovinskih fondova prikazana je u nastavku, uz napomenu da je iznos kratkoročnih vrijednosnih papira u portfeljima mirovinskih fondova krajem studenog 2012. iznosio otprilike 986,9 mil. kn (1,9%) što predstavlja ulaganje u trezorske i komercijalne zapise.

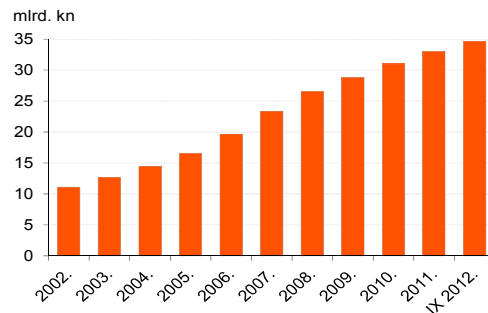
Struktura imovine obveznih mirovinskih fondova*



*stanje na dan 30. studenog 2012.
Izvor: HANFA

U razdoblju od 2000. do 2011. prosječna godišnja stopa porasta ukupne imovine osiguravajućih društava iznosila je 13,0%. Prema podacima HANFA-e ukupna imovina (aktiva) osiguravajućih društava porasla je s 30,9 mlrd. kn u 2010. na 33,0 mlrd. kn u 2011. što predstavlja rast od 6,4%. Na kraju rujna 2012. ukupna imovina osiguravajućih društava iznosila je 34,6 mlrd. kn te je u usporedbi s krajem prosinca 2011. viša za 1,6 mlrd. kn odnosno 4,9%.

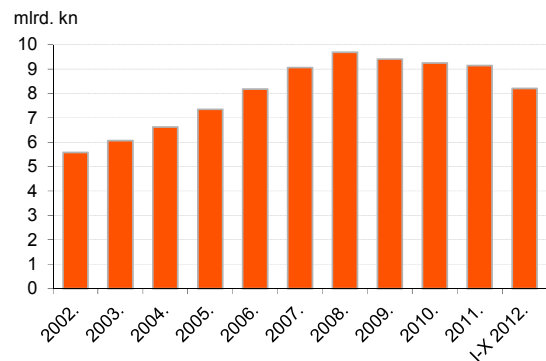
Ukupna imovina osiguravajućih društava



Izvor: HANFA

U razdoblju od 2000. do 2012. prosječna godišnja stopa porasta ukupne zaračunate bruto premije osiguranja iznosila je 6,6%. Ukupna zaračunata bruto premija osiguranja u 2011. u odnosu na 2010. zabilježila je pak smanjenje od 101,4 mil. kn odnosno 1,1% te je iznosila 9,1 mlrd. kn. Od toga na zaračunate bruto premije neživotnih osiguranja otpada 6,7 mlrd. kn ili 73,4%, a životnih osiguranja 2,4 mlrd. kn ili 26,6%. Negativan trend nastavljen je i u prvih deset mjeseci ove godine kada je ostvarena ukupna zaračunata bruto premija osiguranja u iznosu od 8,2 mlrd. kn što predstavlja pad od 102,3 mil. kn ili 1,2% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

Ukupna zaračunata bruto premija osiguranja



Izvor: HANFA

Prema važećem Pravilniku¹, Društvo za osiguranje, odnosno društvo za reosiguranje može steći najviše 10% obveznica i drugih dužničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na uređenom tržištu vrijednosnih papira u RH istog izdavatelja i s njime povezanih osoba za pokriće tehničke pričuve odnosno matematičke pričuve. Ulaganja u obveznice i druge dužničke vrijednosne papire kojima se ne trguje na uređenom tržištu vrijednosnih papira ako je njihov izdavatelj pravna osoba sa sjedištem u RH dopuštena su samo ako se mogu realizirati u kratkom roku ili ako je njihov izdavatelj kreditna institucija, društvo za osiguranje, odnosno društvo za reosiguranje ili drugo investicijsko društvo sa sjedištem u RH.

¹ Pravilnik o vrstama i obilježjima imovine za pokriće tehničkih pričuva, pravilima za disperziju i ograničenje ulaganja imovine za pokriće tehničkih pričuva, njihovom vrednovanju, usklađenosti, pravilima za upotrebu izvedenih financijskih instrumenata te načinu i rokovima izvješćivanja (NN 119/09, 155/09, 1/12 i 39/12)

1.4. Pregled izdanja komercijalnih zapisa u RH

Pregled izdanja komercijalnih zapisa u RH od travnja 2002. do 15. prosinca 2012.

| RB | Izdavatelj | Broj tranše | Nominalni iznos tranše | Valuta | Nominalni iznos tranše (HRK) | Datum izdanja | Ročnost (dana) | Datum dospijeća | Agent izdanja i Dealer |
|----|--------------------------|-------------|------------------------|--------|------------------------------|---------------|----------------|-----------------|------------------------|
| 1 | Jadranka d.d. | 1. | 10.000.000 | HRK | 10.000.000 | 24.04.2002 | 91 | 25.07.2002 | PBZ |
| 2 | Podravka d.d. | 1. | 52.000.000 | HRK | 52.000.000 | 16.05.2002 | 182 | 14.11.2002 | PBZ |
| 3 | Jadranka d.d. | 2. | 10.000.000 | HRK | 10.000.000 | 23.05.2002 | 182 | 21.11.2002 | PBZ |
| 4 | Pliva d.d.* | 1. | 150.000.000 | HRK | 150.000.000 | 15.07.2002 | 182 | 13.01.2003 | PBZ |
| 5 | Podravka d.d. | 2. | 38.000.000 | HRK | 38.000.000 | 23.07.2002 | 182 | 21.01.2003 | PBZ |
| 6 | Pliva d.d.* | 2. | 100.000.000 | HRK | 100.000.000 | 16.09.2002 | 364 | 15.09.2003 | PBZ |
| 7 | Podravka d.d. | 3. | 52.000.000 | HRK | 52.000.000 | 15.11.2002 | 182 | 16.05.2003 | PBZ |
| 8 | Jadranka d.d. | 3. | 10.000.000 | HRK | 10.000.000 | 21.11.2002 | 182 | 22.05.2003 | PBZ |
| 9 | Belišće d.d. | 1. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 05.12.2002 | 182 | 05.06.2003 | PBZ |
| 10 | Podravka d.d. | 4. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 05.12.2002 | 91 | 06.03.2003 | PBZ |
| 11 | Pliva d.d.* | 3. | 200.000.000 | HRK | 200.000.000 | 13.01.2003 | 364 | 12.01.2004 | PBZ |
| 12 | Belišće d.d. | 2. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 16.01.2003 | 182 | 17.07.2003 | PBZ |
| 13 | Podravka d.d. | 5. | 38.000.000 | HRK | 38.000.000 | 21.01.2003 | 182 | 22.07.2003 | PBZ |
| 14 | Podravka d.d. | 6. | 40.000.000 | HRK | 40.000.000 | 06.03.2003 | 364 | 04.03.2004 | PBZ |
| 15 | Lura d.d. | 1. | 60.000.000 | HRK | 60.000.000 | 24.04.2003 | 182 | 23.10.2003 | PBZ |
| 16 | Atlantic Grupa d.o.o.** | 1. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 16.05.2003 | 182 | 14.11.2003 | RBA |
| 17 | Podravka d.d. | 7. | 52.000.000 | HRK | 52.000.000 | 20.05.2003 | 182 | 18.11.2003 | PBZ |
| 18 | Belišće d.d. | 3. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 03.06.2003 | 182 | 02.12.2003 | PBZ |
| 19 | Jadranka d.d. | 4. | 12.000.000 | HRK | 12.000.000 | 02.07.2003 | 89 | 29.09.2003 | PBZ |
| 20 | Kraš d.d. | 1. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 11.07.2003 | 91 | 10.10.2003 | PBZ |
| 21 | Belišće d.d. | 4. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 15.07.2003 | 182 | 13.01.2004 | PBZ |
| 22 | Podravka d.d. | 8. | 38.000.000 | HRK | 38.000.000 | 22.07.2003 | 182 | 20.01.2004 | PBZ |
| 23 | Atlantic Grupa d.o.o.** | 2. | 45.000.000 | HRK | 45.000.000 | 30.07.2003 | 364 | 28.07.2004 | RBA |
| 24 | Jadranka d.d. | 5. | 15.000.000 | HRK | 15.000.000 | 29.09.2003 | 91 | 29.12.2003 | PBZ |
| 25 | Kraš d.d. | 2. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 09.10.2003 | 91 | 08.01.2004 | PBZ |
| 26 | Belišće d.d. | 5. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 28.11.2003 | 91 | 27.02.2004 | PBZ |
| 27 | Kraš d.d. | 3. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 07.01.2004 | 91 | 07.04.2004 | PBZ |
| 28 | Belišće d.d. | 6. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 12.01.2004 | 94 | 15.04.2004 | PBZ |
| 29 | Belišće d.d. | 7. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 24.02.2004 | 203 | 14.09.2004 | PBZ |
| 30 | Jadranka d.d. | 6. | 7.580.000 | HRK | 7.580.000 | 04.03.2004 | 189 | 09.09.2004 | PBZ |
| 31 | Kraš d.d. | 4. | 5.000.000 | HRK | 5.000.000 | 06.04.2004 | 94 | 09.07.2004 | PBZ |
| 32 | Belišće d.d. | 8. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 09.04.2004 | 189 | 15.10.2004 | PBZ |
| 33 | Medika d.d. | 1. | 60.000.000 | HRK | 60.000.000 | 15.07.2004 | 364 | 14.07.2005 | PBZ |
| 34 | Belišće d.d. | 9. | 18.500.000 | HRK | 18.500.000 | 10.09.2004 | 130 | 18.01.2005 | PBZ |
| 35 | Jadranka d.d. | 7. | 10.000.000 | HRK | 10.000.000 | 22.07.2005 | 357 | 14.07.2006 | PBZ |
| 36 | Jadranka d.d. | 8. | 7.500.000 | HRK | 7.500.000 | 23.09.2005 | 364 | 22.09.2006 | PBZ |
| 37 | Belišće d.d. | 10. | 10.000.000 | HRK | 10.000.000 | 04.11.2005 | 182 | 05.05.2006 | PBZ |
| 38 | Medika d.d. | 2. | 40.000.000 | HRK | 40.000.000 | 10.11.2005 | 364 | 09.11.2006 | PBZ |
| 39 | Ingra d.d. | 1. | 25.000.000 | HRK | 25.000.000 | 25.11.2005 | 364 | 24.11.2006 | PBZ |
| 40 | Dalekovod d.d. | 1. | 75.000.000 | HRK | 75.000.000 | 24.01.2006 | 364 | 23.01.2007 | PBZ |
| 41 | Magma d.d. | 1. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 16.02.2006 | 364 | 15.02.2007 | PBZ |
| 42 | Ingra d.d. | 2. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 10.03.2006 | 364 | 09.03.2007 | PBZ |
| 43 | Lura d.d. | 2. | 45.000.000 | HRK | 45.000.000 | 13.03.2006 | 183 | 12.09.2006 | PBZ |
| 44 | Atlantska plovidba d.d. | 1. | 40.000.000 | HRK | 40.000.000 | 31.03.2006 | 364 | 30.03.2007 | PBZ |
| 45 | Belišće d.d. | 11. | 10.000.000 | HRK | 10.000.000 | 11.04.2006 | 364 | 10.04.2007 | PBZ |
| 46 | PBZ Card d.o.o. | 1. | 85.000.000 | HRK | 85.000.000 | 20.04.2006 | 364 | 19.04.2007 | PBZ |
| 47 | Lura d.d. | 3. | 22.000.000 | HRK | 22.000.000 | 25.04.2006 | 199 | 10.11.2006 | PBZ |
| 48 | M San Grupa d.o.o. ***** | 1. | 45.000.000 | HRK | 45.000.000 | 02.05.2006 | 364 | 01.05.2007 | PBZ |
| 49 | Oktal Pharma d.o.o. | 1. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 19.05.2006 | 364 | 18.05.2007 | RBA |
| 50 | Istraturist d.d. | 1. | 70.000.000 | HRK | 70.000.000 | 14.06.2006 | 182 | 13.12.2006 | ZB |
| 51 | JGL d.d. | 1. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 04.07.2006 | 364 | 03.07.2007 | PBZ |
| 52 | Atlantic Grupa d.d. | 3. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 14.07.2006 | 91 | 13.10.2006 | RBA |
| 53 | M San Grupa d.o.o. ***** | 2. | 45.000.000 | HRK | 45.000.000 | 15.09.2006 | 364 | 14.09.2007 | PBZ |
| 54 | Magma d.d. | 2. | 25.000.000 | HRK | 25.000.000 | 21.09.2006 | 364 | 20.09.2007 | PBZ |
| 55 | Atlantska plovidba d.d. | 2. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 29.09.2006 | 364 | 28.09.2007 | PBZ |

| RB | Izdavatelj | Broj tranše | Nominalni iznos tranše | Valuta | Nominalni iznos tranše (HRK) | Datum izdanja | Ročnost (dana) | Datum dospijeća | Agent izdanja i Dealer |
|-----|--------------------------------|-------------|------------------------|--------|------------------------------|---------------|----------------|-----------------|------------------------|
| 56 | Atlantic Grupa d.d. | 4. | 15.000.000 | HRK | 15.000.000 | 11.10.2006 | 91 | 10.01.2007 | RBA |
| 57 | Ingra d.d. | 3. | 35.000.000 | HRK | 35.000.000 | 12.10.2006 | 364 | 11.10.2007 | PBZ |
| 58 | PBZ Card d.o.o. | 2. | 55.000.000 | HRK | 55.000.000 | 20.10.2006 | 364 | 19.10.2007 | PBZ |
| 59 | Medika d.d. | 3. | 40.000.000 | HRK | 40.000.000 | 27.10.2006 | 364 | 26.10.2007 | PBZ |
| 60 | Lura d.d. | 4. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 07.12.2006 | 274 | 07.09.2007 | PBZ |
| 61 | Belišće d.d. | 12. | 25.200.000 | HRK | 25.200.000 | 15.12.2006 | 364 | 14.12.2007 | PBZ |
| 62 | Jadranka d.d. | 9. | 22.000.000 | HRK | 22.000.000 | 09.01.2007 | 262 | 28.09.2007 | PBZ |
| 63 | Dalekovod d.d. | 2. | 75.000.000 | HRK | 75.000.000 | 16.01.2007 | 364 | 15.01.2008 | PBZ |
| 64 | Atlantska plovidba d.d. | 3. | 60.000.000 | HRK | 60.000.000 | 19.01.2007 | 364 | 18.01.2008 | PBZ |
| 65 | JGL d.d. | 2. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 23.01.2007 | 240 | 20.09.2007 | PBZ |
| 66 | Rijeka promet d.o.o.**** | 1. | 40.000.000 | HRK | 40.000.000 | 30.01.2007 | 364 | 29.01.2008 | PBZ |
| 67 | Dalekovod d.d. | 3. | 32.000.000 | HRK | 32.000.000 | 02.02.2007 | 364 | 01.02.2008 | PBZ |
| 68 | Magma d.d. | 3. | 45.000.000 | HRK | 45.000.000 | 13.02.2007 | 364 | 12.02.2008 | PBZ |
| 69 | Belišće d.d. | 13. | 13.000.000 | HRK | 13.000.000 | 22.02.2007 | 364 | 21.02.2008 | PBZ |
| 70 | Medika d.d. | 4. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 16.03.2007 | 91 | 15.06.2007 | PBZ |
| 71 | Plodine d.o.o.*** | 1. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 10.04.2007 | 364 | 08.04.2008 | PBZ |
| 72 | PBZ Card d.o.o. | 3. | 80.000.000 | HRK | 80.000.000 | 18.04.2007 | 364 | 16.04.2008 | PBZ |
| 73 | Belišće d.d. | 14. | 10.000.000 | HRK | 10.000.000 | 24.04.2007 | 364 | 22.04.2008 | PBZ |
| 74 | Plodine d.d. | 2. | 40.000.000 | HRK | 40.000.000 | 10.05.2007 | 364 | 08.05.2008 | PBZ |
| 75 | Oktal Pharma d.o.o. | 2. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 17.05.2007 | 364 | 15.05.2008 | RBA |
| 76 | King ICT d.o.o. | 1. | 45.000.000 | HRK | 45.000.000 | 04.06.2007 | 364 | 02.06.2008 | RBA |
| 77 | Jadrolinija | 1. | 70.000.000 | HRK | 70.000.000 | 06.06.2007 | 91 | 05.09.2007 | ESB |
| 78 | Medika d.d. | 5. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 13.06.2007 | 114 | 05.10.2007 | PBZ |
| 79 | Plodine d.d. | 3. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 15.06.2007 | 364 | 13.06.2008 | PBZ |
| 80 | Kamgrad d.o.o. | 1. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 27.06.2007 | 364 | 25.06.2008 | RBA |
| 81 | Varteks d.d. | 1. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 29.06.2007 | 364 | 27.06.2008 | ZB |
| 82 | Digitel M.S. d.o.o. | 1. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 12.07.2007 | 364 | 10.07.2008 | RBA |
| 83 | M SAN Grupa d.d. | 3. | 45.000.000 | HRK | 45.000.000 | 07.09.2007 | 364 | 05.09.2008 | PBZ |
| 84 | Magma d.d. | 4. | 25.000.000 | HRK | 25.000.000 | 18.09.2007 | 182 | 18.03.2008 | PBZ |
| 85 | HG SPOT d.d. | 1. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 21.09.2007 | 364 | 19.09.2008 | ZB |
| 86 | Jadrolinija | 2. | 70.000.000 | HRK | 70.000.000 | 27.09.2007 | 29 | 26.10.2007 | ESB |
| 87 | Ingra d.d. | 4. | 38.000.000 | HRK | 38.000.000 | 05.10.2007 | 364 | 03.10.2008 | PBZ |
| 88 | Medika d.d. | 6. | 70.000.000 | HRK | 70.000.000 | 24.10.2007 | 364 | 22.10.2008 | PBZ |
| 89 | M SAN Grupa d.d. | 4. | 28.900.000 | HRK | 28.900.000 | 09.11.2007 | 364 | 07.11.2008 | PBZ |
| 90 | Belišće d.d. | 15. | 25.000.000 | HRK | 25.000.000 | 30.11.2007 | 102 | 11.03.2008 | PBZ |
| 91 | Wulf sport d.d. | 1. | 8.500.000 | HRK | 8.500.000 | 04.12.2007 | 364 | 02.12.2008 | PBZ |
| 92 | Zagreb-Montaža d.o.o. | 1. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 19.12.2007 | 364 | 17.12.2008 | ZB |
| 93 | M SAN Grupa d.d. | 5. | 10.150.000 | HRK | 10.150.000 | 18.01.2008 | 364 | 16.01.2009 | PBZ |
| 94 | TEAM d.d. | 1. | 40.000.000 | HRK | 40.000.000 | 31.01.2008 | 364 | 29.01.2009 | RBA |
| 95 | Magma d.d. | 5. | 75.000.000 | HRK | 75.000.000 | 08.02.2008 | 364 | 06.02.2009 | PBZ |
| 96 | Zagreb-Montaža d.o.o. | 2. | 20.000.000 | HRK | 20.000.000 | 04.03.2008 | 364 | 03.03.2009 | ZB |
| 97 | Konstruktor Inženjering d.d. | 1. | 100.000.000 | HRK | 100.000.000 | 11.03.2008 | 364 | 10.03.2009 | ZB/ESB |
| 98 | Plodine d.d. | 4. | 40.000.000 | HRK | 40.000.000 | 02.04.2008 | 364 | 01.04.2009 | PBZ |
| 99 | H1 Telekom d.d. | 1. | 45.000.000 | HRK | 45.000.000 | 11.04.2008 | 364 | 10.04.2009 | HPB |
| 100 | Magma d.d. | 6. | 87.222.000 | HRK | 87.222.000 | 18.04.2008 | 364 | 17.04.2009 | PBZ |
| 101 | Varteks d.d. | 2. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 24.06.2008 | 364 | 23.06.2009 | ZB |
| 102 | IGH d.d. | 1. | 80.000.000 | HRK | 80.000.000 | 27.06.2008 | 364 | 26.06.2009 | ZB |
| 103 | Digitel M.S. d.o.o. | 2. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 08.07.2008 | 364 | 07.07.2009 | RBA |
| 104 | ŽITO d.o.o. | 1. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 18.07.2008 | 364 | 17.07.2009 | ZB |
| 105 | Dalekovod d.d. | 4. | 115.000.000 | HRK | 115.000.000 | 24.07.2008 | 364 | 23.07.2009 | PBZ |
| 106 | Ingra d.d. | 5. | 100.000.000 | HRK | 100.000.000 | 21.08.2008 | 364 | 20.08.2009 | PBZ |
| 107 | M SAN Grupa d.d. | 6. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 03.09.2008 | 364 | 02.09.2009 | PBZ |
| 108 | HG SPOT d.d. | 2. | 55.000.000 | HRK | 55.000.000 | 11.09.2008 | 364 | 10.09.2009 | ZB |
| 109 | Dalekovod d.d. | 5. | 110.000.000 | HRK | 110.000.000 | 12.09.2008 | 364 | 11.09.2009 | PBZ |
| 110 | Metronet telekomunikacije d.d. | 1. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 01.10.2008 | 364 | 30.09.2009 | RBA |
| 111 | Medika d.d. | 7. | 60.000.000 | HRK | 60.000.000 | 10.10.2008 | 362 | 07.10.2009 | PBZ |
| 112 | King ICT d.o.o. | 2. | 11.300.000 | HRK | 11.300.000 | 04.11.2008 | 364 | 03.11.2009 | RBA |
| 113 | Zagreb-Montaža d.o.o. | 3. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 12.12.2008 | 364 | 11.12.2009 | ZB |
| 114 | HP-Hrvatska pošta d.d. | 1. | 110.000.000 | HRK | 110.000.000 | 22.12.2008 | 364 | 21.12.2009 | HPB |
| 115 | Metronet telekomunikacije d.d. | 2. | 11.150.000 | HRK | 11.150.000 | 21.01.2009 | 364 | 20.01.2010 | RBA |
| 116 | Magma d.d. | 7. | 60.103.081 | HRK | 60.103.081 | 29.01.2009 | 364 | 28.01.2010 | PBZ |
| 117 | Magma d.d. | 8. | 3.260.763 | HRK | 3.260.763 | 05.02.2009 | 145 | 30.06.2009 | PBZ |
| 118 | Podravka d.d. - VK | 1A | 18.000.000 | EUR | 133.609.212 | 10.02.2009 | 364 | 09.02.2010 | RBA |
| 119 | Metronet telekomunikacije d.d. | 3. | 16.000.000 | HRK | 16.000.000 | 20.02.2009 | 364 | 19.02.2010 | RBA |
| 120 | Zagreb-Montaža d.o.o. | 4. | 15.000.000 | HRK | 15.000.000 | 27.02.2009 | 364 | 26.02.2010 | ZB |

| RB | Izdavatelj | Broj tranše | Nominalni iznos tranše | Valuta | Nominalni iznos tranše (HRK) | Datum izdanja | Ročnost (dana) | Datum dospjeća | Agent izdanja i Dealer |
|-----|--------------------------------|-------------|------------------------|--------|------------------------------|---------------|----------------|----------------|------------------------|
| 121 | Konstruktor Inženjering d.d. | 2. | 10.000.000 | EUR | 73.940.010 | 09.03.2009 | 364 | 08.03.2010 | ZB/ESB |
| 122 | H1 Telekom d.d. | 2. | 7.721.351 | EUR | 57.217.450 | 10.03.2009 | 364 | 09.03.2010 | HPB |
| 123 | Ingra d.d. | 6. | 7.887.578 | EUR | 58.568.549 | 18.03.2009 | 364 | 17.03.2010 | PBZ |
| 124 | Magma d.d. | 9. | 8.335.428 | EUR | 62.108.899 | 26.03.2009 | 364 | 25.03.2010 | PBZ |
| 125 | Nexe Grupa d.d. | 1. | 10.150.000 | EUR | 75.306.880 | 28.04.2009 | 364 | 27.04.2010 | RBA |
| 126 | Ingra d.d. | 7. | 5.437.700 | EUR | 39.928.038 | 22.05.2009 | 364 | 21.05.2010 | PBZ |
| 127 | M SAN Grupa d.d. | 7. | 12.400.000 | HRK | 12.400.000 | 27.05.2009 | 364 | 26.05.2010 | PBZ |
| 128 | Petrokemija d.d. | 1. | 15.000.000 | HRK | 15.000.000 | 29.05.2009 | 119 | 25.09.2009 | PBZ |
| 129 | Petrokemija d.d. | 2. | 2.000.000 | EUR | 14.615.652 | 29.05.2009 | 119 | 25.09.2009 | PBZ |
| 130 | Petrokemija d.d. | 3. | 10.000.000 | HRK | 10.000.000 | 29.05.2009 | 152 | 28.10.2009 | PBZ |
| 131 | Petrokemija d.d. | 4. | 3.000.000 | EUR | 21.923.478 | 29.05.2009 | 152 | 28.10.2009 | PBZ |
| 132 | Petrokemija d.d. | 5. | 7.500.000 | HRK | 7.500.000 | 29.05.2009 | 175 | 20.11.2009 | PBZ |
| 133 | Petrokemija d.d. | 6. | 4.500.000 | EUR | 32.885.217 | 29.05.2009 | 175 | 20.11.2009 | PBZ |
| 134 | H1 Telekom d.d. | 3. | 3.500.000 | EUR | 25.577.391 | 29.05.2009 | 364 | 28.05.2010 | HPB |
| 135 | Institut IGH d.d. | 2. | 10.336.800 | EUR | 74.818.162 | 17.06.2009 | 364 | 16.06.2010 | ZB |
| 136 | Dalekovod d.d. | 6. | 8.915.000 | EUR | 64.962.311 | 23.06.2009 | 294 | 13.04.2010 | PBZ |
| 137 | Dalekovod d.d. | 7. | 26.701.633 | HRK | 26.701.633 | 23.06.2009 | 360 | 18.06.2010 | PBZ |
| 138 | Dalekovod d.d. | 8. | 3.885.000 | EUR | 28.304.594 | 23.06.2009 | 360 | 18.06.2010 | PBZ |
| 139 | H1 Telekom d.d. | 4. | 3.000.000 | EUR | 21.916.695 | 29.06.2009 | 364 | 28.06.2010 | HPB |
| 140 | Digitel M.S. d.o.o. | 3. | 6.500.000 | EUR | 47.356.108 | 06.07.2009 | 364 | 05.07.2010 | RBA |
| 141 | ŽITO d.o.o. | 2. | 4.000.000 | EUR | 29.309.616 | 15.07.2009 | 364 | 14.07.2010 | ZB |
| 142 | Dalekovod d.d. | 9. | 3.290.871 | EUR | 24.117.461 | 17.07.2009 | 364 | 16.07.2010 | PBZ |
| 143 | Ingra d.d. | 8. | 907.584 | EUR | 6.637.196 | 12.08.2009 | 321 | 29.06.2010 | PBZ |
| 144 | Dalekovod d.d. | 10. | 15.451.751 | HRK | 15.451.751 | 04.09.2009 | 364 | 03.09.2010 | PBZ |
| 145 | Petrokemija d.d. | 7. | 2.000.000 | EUR | 14.585.510 | 21.09.2009 | 157 | 25.02.2010 | PBZ |
| 146 | Petrokemija d.d. | 8. | 2.000.000 | HRK | 2.000.000 | 21.09.2009 | 157 | 25.02.2010 | PBZ |
| 147 | Petrokemija d.d. | 9. | 4.000.000 | EUR | 29.073.945 | 21.09.2009 | 235 | 14.05.2010 | PBZ |
| 148 | Petrokemija d.d. | 10. | 10.400.000 | HRK | 10.400.000 | 21.09.2009 | 361 | 17.09.2010 | PBZ |
| 149 | Auto-Dubrovnik d.d. | 1. | 10.000.000 | HRK | 10.000.000 | 22.09.2009 | 364 | 21.09.2010 | AB |
| 150 | Euro Daus d.d. | 1. | 5.000.000 | HRK | 5.000.000 | 22.09.2009 | 364 | 21.09.2010 | AB |
| 151 | Euro Daus 1963 d.d. | 1. | 5.000.000 | HRK | 5.000.000 | 22.09.2009 | 364 | 21.09.2010 | AB |
| 152 | Euroduhan d.d. | 1. | 5.000.000 | HRK | 5.000.000 | 22.09.2009 | 364 | 21.09.2010 | AB |
| 153 | Euroagram nekretnine d.o.o. | 1. | 5.000.000 | HRK | 5.000.000 | 22.09.2009 | 364 | 21.09.2010 | AB |
| 154 | Euroagram Tis d.o.o. | 1. | 5.000.000 | HRK | 5.000.000 | 22.09.2009 | 364 | 21.09.2010 | AB |
| 155 | Medika d.d. | 8. | 4.000.000 | HRK | 4.000.000 | 29.09.2009 | 274 | 30.06.2010 | PBZ |
| 156 | Medika d.d. | 9. | 1.000.000 | EUR | 7.275.163 | 29.09.2009 | 274 | 30.06.2010 | PBZ |
| 157 | Medika d.d. | 10. | 5.486.505 | EUR | 39.921.629 | 29.09.2009 | 364 | 28.09.2010 | PBZ |
| 158 | Petrokemija d.d. | 11. | 4.150.000 | EUR | 29.996.358 | 21.10.2009 | 182 | 21.04.2010 | PBZ |
| 159 | Petrokemija d.d. | 12. | 875.000 | EUR | 6.324.533 | 21.10.2009 | 363 | 19.10.2010 | PBZ |
| 160 | Belišće d.d. | 16. | 2.580.000 | EUR | 18.759.668 | 11.11.2009 | 364 | 10.11.2010 | PBZ |
| 161 | Metronet telekomunikacije d.d. | 4. | 1.730.000 | EUR | 12.604.447 | 17.11.2009 | 364 | 16.11.2010 | RBA |
| 162 | Magma d.d. | 10. | 4.177.427 | EUR | 30.514.083 | 19.11.2009 | 232 | 09.07.2010 | PBZ |
| 163 | Magma d.d. | 11. | 2.000.000 | HRK | 2.000.000 | 19.11.2009 | 232 | 09.07.2010 | PBZ |
| 164 | Magma d.d. | 12. | 1.000.000 | EUR | 7.318.919 | 19.11.2009 | 364 | 18.11.2010 | PBZ |
| 165 | Nexe Grupa d.d. | 2. | 4.500.000 | EUR | 32.842.058 | 08.12.2009 | 364 | 07.12.2010 | RBA |
| 166 | Zagreb-Montaža d.o.o. | 5. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 10.12.2009 | 364 | 09.12.2010 | ZB |
| 167 | Hospitalija trgovina d.o.o. | 1. | 7.715.000 | EUR | 56.184.958 | 23.12.2009 | 91 | 24.03.2010 | ZB |
| 168 | Metronet telekomunikacije d.d. | 5. | 1.960.000 | EUR | 14.254.802 | 23.12.2009 | 364 | 22.12.2010 | RBA |
| 169 | Magma d.d. | 13. | 29.094.795 | HRK | 29.094.795 | 22.01.2010 | 364 | 21.01.2011 | PBZ |
| 170 | Ingra d.d. | 9. | 7.060.663 | EUR | 51.635.349 | 01.02.2010 | 361 | 28.01.2011 | PBZ |
| 171 | Ingra d.d. | 10. | 22.000.000 | HRK | 22.000.000 | 01.02.2010 | 361 | 28.01.2011 | PBZ |
| 172 | Podravka d.d. | 2. | 130.000.000 | HRK | 130.000.000 | 08.02.2010 | 364 | 07.02.2011 | RBA |
| 173 | Konstruktor Inženjering d.d. | 3. | 10.000.000 | EUR | 72.622.890 | 05.03.2010 | 364 | 04.03.2011 | ZB/ESB |
| 174 | H1 Telekom d.d. | 5. | 84.203.921 | HRK | 84.203.921 | 08.03.2010 | 182 | 06.09.2010 | HPB |
| 175 | Ingra d.d. | 11. | 989.530 | EUR | 7.184.888 | 16.03.2010 | 364 | 15.03.2011 | PBZ |
| 176 | Magma d.d. | 14. | 2.483.169 | EUR | 18.016.126 | 19.03.2010 | 364 | 18.03.2011 | PBZ |
| 177 | Dalekovod d.d. | 11. | 14.724.567 | EUR | 106.852.954 | 01.04.2010 | 364 | 31.03.2011 | PBZ |
| 178 | Dalekovod d.d. | 12. | 13.119.000 | HRK | 13.119.000 | 01.04.2010 | 364 | 31.03.2011 | PBZ |
| 179 | Nexe Grupa d.d. | 3. | 15.700.000 | EUR | 114.607.840 | 26.04.2010 | 364 | 25.04.2011 | RBA |
| 180 | Uljanik Plovidba d.d. | 1. | 50.000.000 | HRK | 50.000.000 | 03.05.2010 | 182 | 01.11.2010 | RBA |
| 181 | Petrokemija d.d. | 13. | 2.024.547 | EUR | 14.686.681 | 07.05.2010 | 364 | 06.05.2011 | PBZ |
| 182 | Petrokemija d.d. | 14. | 7.173.666 | HRK | 7.173.666 | 07.05.2010 | 364 | 06.05.2011 | PBZ |
| 183 | Metronet telekomunikacije d.d. | 6. | 1.690.000 | EUR | 12.246.789 | 12.05.2010 | 364 | 11.05.2011 | RBA |
| 184 | Ingra d.d. | 12. | 6.072.796 | HRK | 6.072.796 | 13.05.2010 | 364 | 12.05.2011 | PBZ |
| 185 | M SAN Grupa d.d. | 8. | 9.050.000 | HRK | 9.050.000 | 21.05.2010 | 364 | 20.05.2011 | PBZ |

| RB | Izdavatelj | Broj tranše | Nominalni iznos tranše | Valuta | Nominalni iznos tranše (HRK) | Datum izdanja | Ročnost (dana) | Datum dospjeća | Agent izdanja i Dealer |
|-----|--------------------------------|-------------|------------------------|--------|------------------------------|---------------|----------------|----------------|------------------------|
| 186 | Agram Brokeri d.d. | 1. | 6.537.251 | HRK | 6.537.251 | 31.05.2010 | 361 | 27.05.2011 | AB |
| 187 | Dalekovod d.d. | 13. | 12.100.553 | HRK | 12.100.553 | 11.06.2010 | 364 | 10.06.2011 | PBZ |
| 188 | Dalekovod d.d. | 14. | 2.099.216 | EUR | 15.201.439 | 11.06.2010 | 364 | 10.06.2011 | PBZ |
| 189 | Institut IGH d.d. | 3. | 10.144.800 | EUR | 73.392.434 | 15.06.2010 | 364 | 14.06.2011 | ZB |
| 190 | Digitel M.S. d.o.o. | 4. | 5.500.000 | EUR | 39.593.389 | 02.07.2010 | 364 | 01.07.2011 | RBA |
| 191 | Magma d.d. | 15. | 6.132.292 | EUR | 44.433.156 | 05.07.2010 | 361 | 01.07.2011 | PBZ |
| 192 | ŽITO d.o.o. | 3. | 4.000.000 | EUR | 28.776.276 | 13.07.2010 | 364 | 12.07.2011 | ZB |
| 193 | Agram Brokeri d.d. | 2. | 2.106.208 | HRK | 2.106.208 | 14.07.2010 | 364 | 13.07.2011 | AB |
| 194 | Dalekovod d.d. | 15. | 8.597.678 | HRK | 8.597.678 | 31.08.2010 | 364 | 30.08.2011 | PBZ |
| 195 | Auto-Dubrovnik d.d. | 2. | 10.915.052 | HRK | 10.915.052 | 20.09.2010 | 364 | 19.09.2011 | AB |
| 196 | Euro Daus d.d. | 2. | 5.507.377 | HRK | 5.507.377 | 20.09.2010 | 364 | 19.09.2011 | AB |
| 197 | Euro Daus 1963 d.d. | 2. | 5.420.132 | HRK | 5.420.132 | 20.09.2010 | 364 | 19.09.2011 | AB |
| 198 | Euroduhan d.d. | 2. | 5.407.341 | HRK | 5.407.341 | 20.09.2010 | 364 | 19.09.2011 | AB |
| 199 | Euroagram nekretnine d.o.o. | 2. | 5.407.330 | HRK | 5.407.330 | 20.09.2010 | 364 | 19.09.2011 | AB |
| 200 | Euroagram Tis d.o.o. | 2. | 5.457.183 | HRK | 5.457.183 | 20.09.2010 | 364 | 19.09.2011 | AB |
| 201 | Agram Brokeri d.d. | 3. | 1.356.541 | HRK | 1.356.541 | 04.10.2010 | 361 | 30.09.2011 | AB |
| 202 | Metronet telekomunikacije d.d. | 7. | 4.096.545 | EUR | 30.081.848 | 09.11.2010 | 364 | 08.11.2011 | RBA |
| 203 | Zagreb-Montaža d.o.o. | 6. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 07.12.2010 | 364 | 06.12.2011 | ZB |
| 204 | Magma d.d. | 16. | 2.483.169 | EUR | 18.360.050 | 19.01.2011 | 364 | 18.01.2012 | PBZ |
| 205 | Magma d.d. | 17. | 13.817.018 | HRK | 13.817.018 | 19.01.2011 | 364 | 18.01.2012 | PBZ |
| 206 | Ingra d.d. | 13. | 4.043.550 | EUR | 29.912.539 | 25.01.2011 | 364 | 24.01.2012 | PBZ |
| 207 | Ingra d.d. | 14. | 12.011.410 | HRK | 12.011.410 | 25.01.2011 | 182 | 26.07.2011 | PBZ |
| 208 | Uljanik Plovidba d.d. | 2. | 70.000.000 | HRK | 70.000.000 | 28.01.2011 | 364 | 27.01.2012 | RBA |
| 209 | Ingra d.d. | 15. | 412.743 | EUR | 3.052.308 | 11.03.2011 | 189 | 16.09.2011 | PBZ |
| 210 | Nexe Grupa d.d. | 4. | 15.500.000 | EUR | 114.042.242 | 21.04.2011 | 54 | 14.06.2011 | RBA |
| 211 | Petrokemija d.d. | 15. | 34.000.000 | HRK | 34.000.000 | 04.05.2011 | 364 | 02.05.2012 | PBZ |
| 212 | Metronet telekomunikacije d.d. | 8. | 1.840.000 | EUR | 13.573.654 | 06.05.2011 | 364 | 04.05.2012 | RBA |
| 213 | Ingra d.d. | 16. | 4.715.517 | HRK | 4.715.517 | 10.05.2011 | 364 | 08.05.2012 | PBZ |
| 214 | Agram Brokeri d.d. | 4. | 6.919.311 | HRK | 6.919.311 | 19.05.2011 | 364 | 17.05.2012 | AB |
| 215 | Institut IGH d.d. | 4. | 11.100.000 | EUR | 82.515.047 | 10.06.2011 | 364 | 08.06.2012 | ZB |
| 216 | Dalekovod d.d. | 16. | 23.484.985 | HRK | 23.484.985 | 20.06.2011 | 361 | 15.06.2012 | PBZ |
| 217 | Dalekovod d.d. | 17. | 2.507.163 | EUR | 18.557.611 | 20.06.2011 | 361 | 15.06.2012 | PBZ |
| 218 | Agram Brokeri d.d. | 5. | 3.578.178 | HRK | 3.578.178 | 08.07.2011 | 364 | 06.07.2012 | AB |
| 219 | ŽITO d.o.o. | 4. | 4.000.000 | EUR | 29.598.768 | 11.07.2011 | 182 | 09.01.2012 | ZB |
| 220 | Dalekovod d.d. | 18. | 10.606.413 | HRK | 10.606.413 | 29.08.2011 | 364 | 27.08.2012 | PBZ |
| 221 | Ingra d.d. | 17. | 328.000 | EUR | 2.455.620 | 15.09.2011 | 32 | 17.10.2011 | PBZ |
| 222 | Auto-Dubrovnik d.d. | 3. | 11.921.225 | HRK | 11.921.225 | 15.09.2011 | 364 | 13.09.2012 | AB |
| 223 | Euroduhan d.d. | 3. | 5.852.721 | HRK | 5.852.721 | 15.09.2011 | 364 | 13.09.2012 | AB |
| 224 | Euro Daus 1963 d.d. | 3. | 5.879.868 | HRK | 5.879.868 | 15.09.2011 | 364 | 13.09.2012 | AB |
| 225 | Euroagram nekretnine d.o.o. | 3. | 5.852.709 | HRK | 5.852.709 | 15.09.2011 | 364 | 13.09.2012 | AB |
| 226 | Euroagram Tis d.o.o. | 3. | 5.960.238 | HRK | 5.960.238 | 15.09.2011 | 364 | 13.09.2012 | AB |
| 227 | Euro Daus d.d. | 3. | 6.069.109 | HRK | 6.069.109 | 15.09.2011 | 364 | 13.09.2012 | AB |
| 228 | Ingra d.d. | 18. | 216.000 | EUR | 1.616.273 | 14.10.2011 | 34 | 17.11.2011 | PBZ |
| 229 | Metronet telekomunikacije d.d. | 9. | 4.474.000 | EUR | 33.533.292 | 07.11.2011 | 364 | 05.11.2012 | RBA |
| 230 | Ingra d.d. | 19. | 150.000 | EUR | 1.120.885 | 16.11.2011 | 16 | 02.12.2011 | PBZ |
| 231 | Zagreb-Montaža d.o.o. | 7. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 05.12.2011 | 364 | 03.12.2012 | ZB |
| 232 | Petrokemija d.d. | 16. | 47.176.464 | HRK | 47.176.464 | 06.12.2011 | 276 | 07.09.2012 | PBZ |
| 233 | Uljanik Plovidba d.d. | 3. | 35.000.000 | HRK | 35.000.000 | 26.01.2012 | 182 | 26.07.2012 | RBA |
| 234 | Ingra d.d. | 20. | 4.503.655 | EUR | 34.069.249 | 31.01.2012 | 274 | 31.10.2012 | PBZ |
| 235 | Petrokemija d.d. | 17. | 42.000.000 | HRK | 42.000.000 | 27.04.2012 | 364 | 26.04.2013 | PBZ |
| 236 | Metronet telekomunikacije d.d. | 10. | 2.010.000 | EUR | 15.117.831 | 03.05.2012 | 364 | 02.05.2013 | RBA |
| 237 | Dalekovod d.d. | 19. | 26.000.000 | HRK | 26.000.000 | 13.06.2012 | 364 | 12.06.2013 | PBZ |
| 238 | Dalekovod d.d. | 20. | 2.750.000 | EUR | 20.803.200 | 13.06.2012 | 364 | 12.06.2013 | PBZ |
| 239 | Dalekovod d.d. | 21. | 4.000.000 | HRK | 4.000.000 | 14.06.2012 | 28 | 12.07.2012 | PBZ |
| 240 | Agram Brokeri d.d. | 6. | 2.731.995 | HRK | 2.731.995 | 05.07.2012 | 364 | 04.07.2013 | AB |
| 241 | Dalekovod d.d. | 22. | 10.001.032 | HRK | 10.001.032 | 24.08.2012 | 364 | 23.08.2013 | PBZ |
| 242 | Petrokemija d.d. | 18. | 40.000.000 | HRK | 40.000.000 | 05.09.2012 | 364 | 04.09.2013 | PBZ |
| 243 | Euro Daus d.d. | 4. | 13.041.871 | HRK | 13.041.871 | 12.09.2012 | 364 | 11.09.2013 | AB |
| 244 | Euroagram Tis d.o.o. | 4. | 12.775.843 | HRK | 12.775.843 | 12.09.2012 | 364 | 11.09.2013 | AB |
| 245 | Euroduhan d.d. | 4. | 6.329.876 | HRK | 6.329.876 | 12.09.2012 | 364 | 11.09.2013 | AB |
| 246 | Auto-Dubrovnik d.d. | 4. | 12.987.858 | HRK | 12.987.858 | 12.09.2012 | 364 | 11.09.2013 | AB |
| 247 | Metronet telekomunikacije d.d. | 11. | 4.840.000 | EUR | 36.460.359 | 31.10.2012 | 364 | 30.10.2013 | RBA |
| 248 | Zagreb-Montaža d.o.o. | 8. | 30.000.000 | HRK | 30.000.000 | 30.11.2012 | 364 | 29.11.2013 | ZB |

* program euro-komercijalnih zapisa - iznos izdanih KZ-a odnosi se samo na kunsa izdanja

** Atlantic Grupa je 9. svibnja 2006. iz društva sa ograničenom odgovornošću transformirana u dioničko društvo

***Plodine su 24. svibnja 2007. iz društva sa ograničenom odgovornošću transformirane u dioničko društvo

****Rijeka promet je 23. travnja 2007. iz društva sa ograničenom odgovornošću transformirana u dioničko društvo

*****M SAN Grupa je 28. svibnja 2007. iz društva sa ograničenom odgovornošću transformirana u dioničko društvo

Izvor: Privredna banka Zagreb, ZSE, SKDD

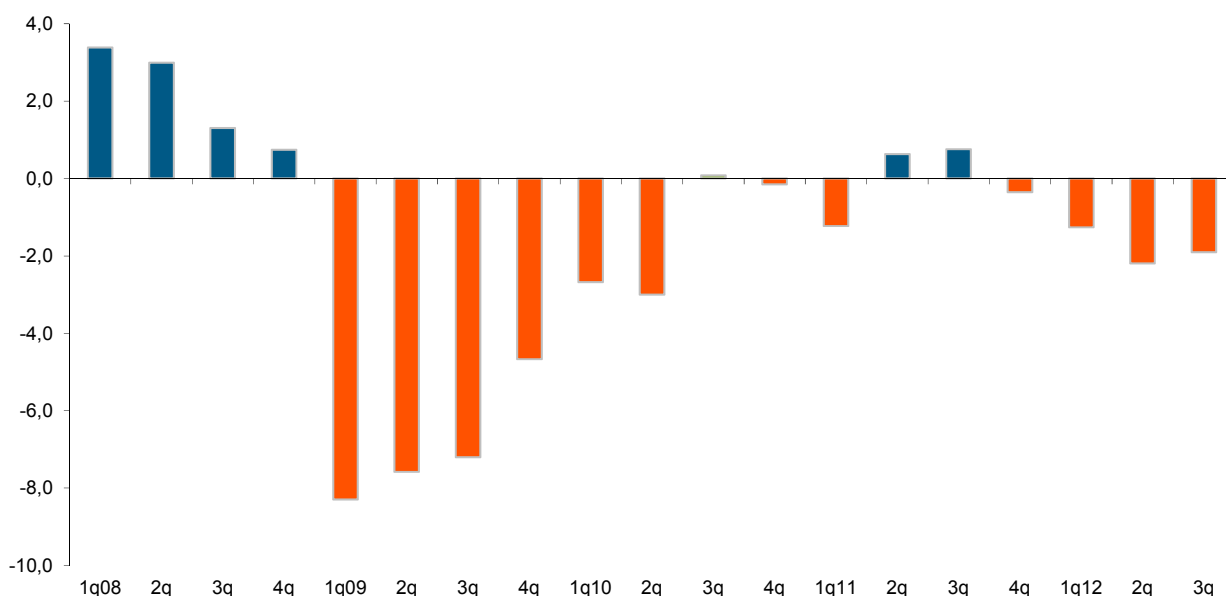
2. Makroekonomski pregled

2.1. Produžena kriza

Nakon stagnacije gospodarstva zabilježene tijekom 2011. (realna stopa rasta BDP-a 0,0%) krizna kretanja ponovno su se intenzivirala početkom 2012. godine te je u prvom kvartalu zabilježen pad 1,3%. U drugom i trećem kvartalu kriza uzima maha te BDP bilježi pad od 2,2 odnosno 1,9% u odnosu na iste kvartale prethodne godine. Konstantan pad domaće te

usporavanje inozemne potražnje već četiri godine zaredom čine poslovno okruženje poduzetnika i po svemu sudeći preživjeti će samo najsposobniji. Naša je ocjena da će ukupni pad BDP u 2012. godini doseći 1,8%.

Bruto domaći proizvod, stalne cijene (2000. referentna godina)



Izvor: DZS

2.2. Slom realnog sektora

U prva tri kvartala industrijska proizvodnja zabilježila je pad od 5,6% u odnosu na isto razdoblje 2011. godine, što je posljedica prvenstveno kontrakcije domaće potražnje, ali i usporavanja izvoza te činjenice da se u dijelu poduzeća provodi restrukturiranje. Negativna kretanja nastavljena su i u listopadu kada je zabilježen pad proizvodnje od 5,8% na godišnjoj razini. Istovremeno, zalihe su smanjene za gotovo 20%. Na razini cijele godine očekujemo pad industrijske proizvodnje od oko 6%.

Negativna kretanja na tržištu rada i dalje ruše osobnu potrošnju što potvrđuju i kretanja u trgovini na malo koja je u prvih devet mjeseci bilježi pad aktivnosti od 3,6% realno. I ovdje su negativna kretanja nastavljena i u posljednjem kvartalu te je u listopadu zabilježen daljnji pad prometa u trgovini na malo od

5,7% u odnosu na isti mjesec 2011. Na razini godine očekujemo zadržavanje stope pada na razini od oko 3,6%.

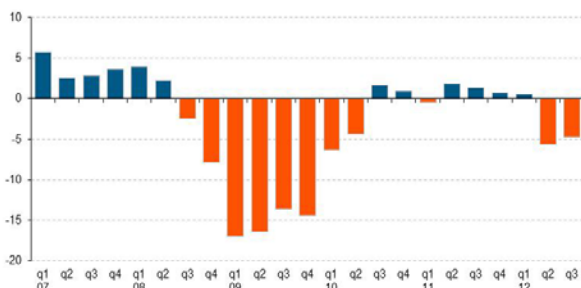
U prva tri kvartala 2012. robni uvoz smanjen je 0,9% (dakle pada sporije od domaće potražnje što možemo dijelom objasniti rastom uvoznih cijena); dok je izvoz smanjen 1,9%. Iako je u listopadu zabilježen snažan rast izvoza (+16,3%) te ubrzanje uvoza (+5,4%) smatramo da na razini cijele godine možemo očekivati stagnaciju obje kategorije. U prvih osam mjeseci ove godine indeks građevinskih radova zabilježio je pad od 11,0% u odnosu na isto razdoblje lani što je u skladu s našim očekivanjima da će i ova godina, u nedostatku privatnih i javnih investicija, donijeti novu snažnu dvoznamenkastu kontrakciju građevinskog sektora.

Industrijska proizvodnja, godišnja stopa promjene (%)



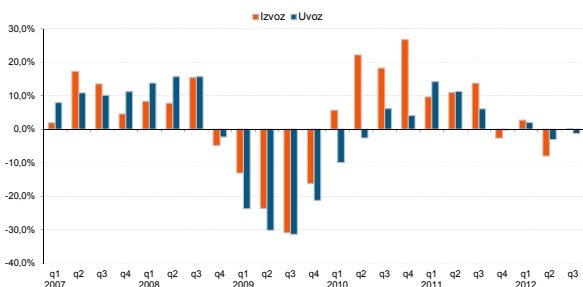
Izvor: Eurostat

Trgovina na malo, realno, godišnje stope rasta (%)



Izvor: DZS

Robna razmjena, godišnje stope promjene (%)



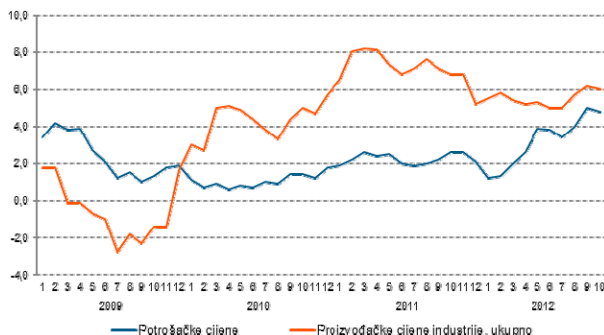
Izvor: DZS

Prethodno opisana kretanja odražavaju se kroz oslabljenu likvidnost poslovnog sektora uslijed koje je vrijednost nepodmirenenih obveza za plaćanje dosegla u rujnu 45 mlrd kn, 7% više nego krajem prethodne godine. Najveći rast duga na godišnjoj razini zabilježen je u djelatnostima građevinarstva i poslovanja nekretninama, koje ujedno čine gotovo trećinu ukupnog duga pravnih osoba. Očekujemo da će se primjenom Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnog nagodbi ova situacija raščistiti (s obzirom da je velik broj pravnih subjekata insolventan), no s obzirom da je primjena započela tek nedavno teško je preciznije procijeniti kakav će biti njegov učinak.

2.3. Jačanje inflatornih pritisaka

U 2012. godini došlo je do jačanja inflatornih pritisaka uslijed povećanja stope PDV-a za 2 p.b. (s 23% na 25%, od ožujka), zatim snažne korekcije cijene energenata (električne energije i plina za oko 20%, od svibnja) te rasta cijena hrane (zbog suše) i goriva na svjetskom i domaćem tržištu. Istovremeno su proizvođačke cijene industrije zabilježile međugodišnju stopu rastu od oko 6%. Stoga je unatoč i dalje mršavoj domaćoj potražnji došlo do skoka potrošačkih cijena prema razinama do 5% na godišnjoj razini. U listopadu je tako dvanaestomjesečni prosjek potrošačkih cijena dosegao 3,1%, 0,9 p.b. više nego u prosincu 2011. te očekujemo da će se na razini godine prosječna stopa inflacije kretati oko 3,2% na godišnjoj razini.

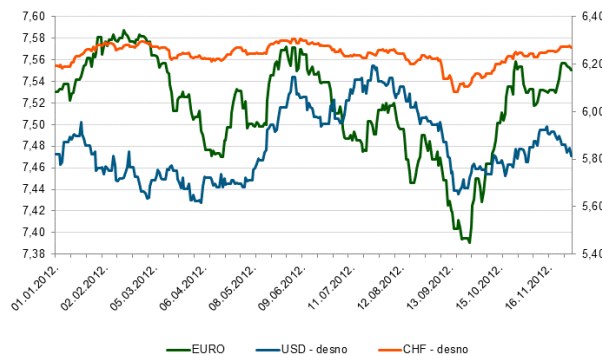
Cijene, godišnja stopa promjene (%)



Izvor: DZS, HNB

2.4. Kuna deprecirala prema euru

Srednji tečaj kune 2012.



Izvor: HNB

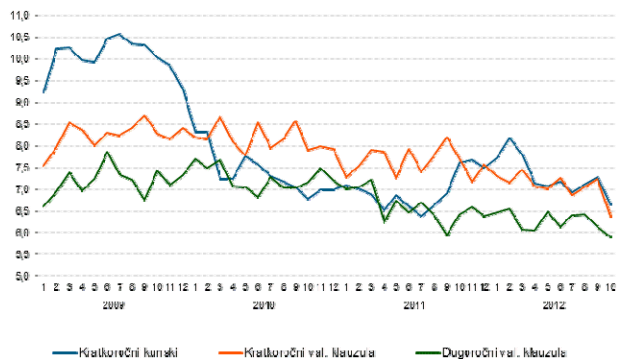
Povećana potražnja korporativnog sektora za devizama radi otplate inozemnog duga u kombinaciji s nižim priljevima od izvoza rezultirala je porastom deprecijacijskih pritisaka na kunu u 2012. godini. Prosječan je tečaj tako u prvih jedanaest mjeseci dosegao 7,52 kune za euro (2011: 7,43), a do kraja godine očekujemo njegovo zadržavanje na trenutnoj ravnotežnoj razini koja se kreće oko 7,5 kuna za euro. Kuna je u 2012. oslabila i prema dolaru i franku (zbog jačanja dolara i franka prema euru na svjetskim deviznim tržištima) pa se prosječan tečaj kune prema dolaru u prvih jedanaest mjeseci kretao oko 5,86 kuna za dolar (2011: 5,34), odnosno 6,24 kune za franak (2011: 6,04). Do kraja godine ne očekujemo veće promjene.

2.5. Kamate na kredite poduzećima u laganom padu

Kamatne stope na kredite poduzećima u prvih deset mjeseci 2012. godine su u odnosu na prosjek 2011. zabilježile pad u slučaju kredita s valutnom klauzulom, odnosno rast kod kratkoročnih kunskih kredita. Tako su kamate na novoodobrene kratkoročne kredite poduzećima s valutnom klauzulom snižene za oko 50 b.b., a na dugoročne za 30-ak b.b. Istovremeno su kamate na kratkoročne kunske kredite u prosjeku porasle za 30-ak b.b. što je posljedica viših kamata na novčanom tržištu u prvom tromjesečju ove godine, dok je u narednim mjesecima zabilježen njihov postupan pad. Kamate na kredite se prema podacima iz listopada kreću na sve valute i rokove oko 6%.

Iako su poduzetnici uvelike očekivali da kamate na kredite poduzećima zabilježe i oštriji pad zbog slabije potražnje i nižih prihoda korporativnog sektora, do navedenoga nije došlo iz više razloga, a to su a) rast loših plasmana u bilancama banaka koji pojačava averziju banaka prema riziku b) izostanak pada troškova izvora (stagnacija kamata na depozite, CDS spread) te c) regulatorni troškovi. U tom pogledu sam ulazak u EU neće donijeti bitnije pomake, već na njih treba računati kada dođe do oporavka ekonomske aktivnosti i smanjenja makroekonomskih neravnoteža u RH (što će sniziti cijenu izvora i rizičnost klijenata) te s promjenom regulative (primjerice spuštanje stope obvezne pričuve).

Kamatne stope na kredite poduzećima



Izvor: HNB



Sektor investicijskog bankarstva

Radnička 50
HR-10000 Zagreb

Hrvoje Bujanović, CFA

Izvršni direktor
Tel: +385 (0)1 636 0784
E-mail: hrvoje.bujanovic@pbz.hr**Direkcija tržišta kapitala**

Goran Kursan, CFA, direktor; tel: 01/ 636 0761; e-mail: goran.kursan@pbz.hr
Ivana Radotić, glavni analitičar; tel. 01/ 636 0762; e-mail: ivana.radotic@pbz.hr
Lana Topić, viši analitičar; tel. 01/636 0783; e-mail: ana.topic@pbz.hr
Marko Znaor, viši analitičar; tel. 01/636 0763; e-mail: marko.znaor@pbz.hr
Vladimir Rešković, viši analitičar; tel. 01/636 0743; e-mail: vladimir.reskovic@pbz.hr

e-mail: capital.markets@pbz.hr**Ured Uprave za ekonomska istraživanja i strateško planiranje**

dr. Marko Škreb, glavni ekonomist i strateg; tel: 01/ 636 0240; e-mail: marko.skreb@pbz.hr
Ivana Jović, pomoćnik Izvršnog direktora; tel: 01/ 636 0233; e-mail: ivana.jovic@pbz.hr
Ana Lokin, glavni analitičar; tel. 01/ 636 0231; e-mail: ana.lokin@pbz.hr

Važna napomena

Ovaj je dokument pripremljen samo u informacijske svrhe. Isti ne sadrži cjelokupan opis tržišta vrijednosnih papira spomenutog u ovom materijalu. Informacije na kojima se ovaj dokument zasniva dobivene su iz izvora koje smatramo pouzdanim, ali nismo samostalno provjeravali dotične informacije, te ne jamčimo njihovu točnost ni potpunost. Informacije iznesene ovdje mogu biti sažetak ili prijevod. Sve projekcije i predviđanja sadržana u ovom dokumentu temelje se na pretpostavkama utemeljenim na dostupnim informacijama. Takve pretpostavke mogu ili ne moraju biti točne. Na stvarni ishod mogu djelovati ekonomske promjene i ostale okolnosti koje se ne mogu predvidjeti, te nikakvo jamstvo nije dano da će neka od procjena sadržana u izvješću biti ostvarena. Zaključci sadržani u ovom dokumentu predstavljaju PBZ-ovo mišljenje s danom ovog izvješća, te se isključivo temelje na primljenim informacijama do dana njegove izrade.

Sva dana mišljenja podliježu promjeni bez prethodne obavijesti. Pravni savjet je nužan kako bi se ovdje iznesene informacije mogle primijeniti na vašu specifičnu situaciju. Prije oslanjanja na sadržaj ovog dokumenta, čitatelj bi trebao pribaviti stručan pravni savjet. Privredna banka Zagreb d.d. i/ili bilo koja s njom povezana osoba ne prihvaća nikakvu odgovornost za bilo kakvu izravnu ili neizravnu, materijalnu ili nematerijalnu štetu i/ili izmaklu dobit koja proizlazi iz upotrebe ovog dokumenta ili bilo kojeg dijela njegovog sadržaja. Svi vrijednosni papiri i ostala imovina što se spominju u ovom dokumentu mogu biti predmetom zauzimanja pozicija od strane Privredne banke Zagreb d.d. Ovaj dokument ili njegovi dijelovi ne smiju se kopirati, ili na bilo koji drugi način reproducirati bez navođenja izvora.