

# UTJECAJ FINANCIJSKE KRIZE TRGOVAČKOG DRUŠTVA "AGROKOR d.d." NA TRŽIŠTE KAPITALA

---

Šupe, Niko

Master's thesis / Diplomski rad

2018

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:716659>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-23**

*Repository / Repozitorij:*

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



**SVEUČILIŠTE U SPLITU  
EKONOMSKI FAKULTET**

**DIPLOMSKI RAD**

**UTJECAJ FINANCIJSKE KRIZE  
TRGOVAČKOG DRUŠTVA "AGROKOR d.d."  
NA TRŽIŠTE KAPITALA**

**Mentor:**

**izv. prof. dr. sc. Branka Marasović**

**Student:**

**Niko Šupe**

**Split, kolovoz 2018.**

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD.....</b>	<b>4</b>
1.1. Problem rada.....	4
1.2. Predmet rada.....	6
1.3. Hipoteze.....	7
1.4. Svrha i ciljevi rada.....	8
1.5. Metode rada.....	9
1.6. Doprinos rada.....	10
1.7. Struktura diplomskog rada.....	11
<b>2. POVIJEST I STRUKTURA DRUŠTVA.....</b>	<b>12</b>
2.1. Razvoj društva do 2017. godine.....	12
2.2. Razvoj društva od 2017. godine do danas.....	15
2.3. Struktura društva.....	17
<b>3. UTJECAJ NA TRŽIŠTE KAPITALA REPUBLIKE HRVATSKE.....</b>	<b>20</b>
3.1. Uvodne informacije.....	20
3.2. Analiza sastavnica društva.....	22
3.2.1. Zvijezda.....	25
3.2.2. Jamnica.....	29
3.2.3. Tisak.....	33
3.2.4. Ledo.....	37
3.2.5. Belje.....	41
3.2.6. Vupik.....	45
3.3. Efikasna granica.....	49
3.3.1. Razdoblje od 1.1.2016. do 31.12.2016. ....	49
3.3.2. Razdoblje od 1.1.2017. do 2.5.2017. ....	51
3.3.3. Razdoblje od 3.11.2017. do 21.2.2018. ....	53
3.4. Analiza tržišnih indeksa.....	55
3.5. Analiza ostalih društava.....	57
3.5.1. Zagrebačka banka.....	57
3.5.2. Kraš.....	58
3.5.3. Podravka.....	59
3.5.4. Atlantic grupa.....	60

<b>4. SAŽETAK.....</b>	<b>61</b>
<b>5. SUMMARY.....</b>	<b>62</b>
<b>6. ZAKLJUČAK.....</b>	<b>63</b>
<b>7. LITERATURA.....</b>	<b>65</b>

# 1. UVOD

## 1.1. Problem rada

Koncern Agrokor najveće je trgovačko društvo u privatnom vlasništvu u Republici Hrvatskoj. Primarna djelatnost društva je proizvodnja i distribucija prehrambenih proizvoda i pića te maloprodaja. Društvo je jedno od vodećih ne samo u Hrvatskoj, već u cijeloj jugoistočnoj Europi te posjeduje vlasničke udjele u 61 trgovačkom društvu s područja Hrvatske, Srbije, Bosne i Hercegovine, Slovenije te Mađarske. Društvo zapošljava oko 60.000 zaposlenika te ostvaruje konsolidirane prihode od nekoliko desetaka milijardi kuna.

Društvo nastaje 1976. godine kada Ivica Todorčić osniva privatnu tvrtku koja je za primarnu djelatnost imala proizvodnju cvijeća i cvjetnih sadnica. Društvo u narednim godinama ostvaruje zavidne poslovne rezultate te širi područje svoje djelatnosti u skladu s postupnom liberalizacijom tadašnje socijalističke ekonomije.

Prava prekretnica za društvo nastaje početkom 90-ih godina prošlog stoljeća kada dolazi do raspada Jugoslavije i uspostave samostalne i suverene Republike Hrvatske. Sva poduzeća koja su do tada bila u društvenom vlasništvu preuzima država te kreće u njihovu privatizaciju. Agrokor na čelu s Ivicom Todorčićem prepoznaje poslovnu priliku te preuzima društva koja su zbog prijašnjeg ekonomskog sustava bila ili monopolisti ili sudjelovala na oligopolističkim tržištima s malim brojem sudionika. Agrokor preuzima takva društva te vrši ulaganja u njih u svrhu modernizacije proizvodnih procesa te tako uspijeva zadržati tržišnu poziciju i moć istih.

Društvo je godinama upražnjavalo strategiju veoma agresivnog širenja akvizicijom drugih društava. Takva ekspanzija i diversifikacija krovnog društva godinama je financirana gotovo isključivo zaduživanjem putem kredita financijskih institucija i izdavanjem obveznica, a gotovo nimalo dokapitalizacijom tj. izdavanjem novih dionica.

Navedena strategija počinje predstavljat problem za trgovačko društvo u nekoliko prethodnih godina. Naime, događa se da na tržište Republike Hrvatske ulaze strani maloprodajni lanci (neki od njih su Lidl i Interspar) koji stvaraju veliku konkurenciju Agrokorovom " krunskom dragulju" Konzumu koji dugi niz godina ima krajnje značajnu ulogu u Agrokorovom integriranom distribucijskom lancu. Spomenuti maloprodajni lanci su višestruko veća tržišta

koja se na stranim tržištima kapitala zadužuju po veoma niskim kamatnim stopama za razliku od Agrokora koji im u tom aspektu ne može parirati.

Početakom 2017. godine postaje očito da Agrokoru prijete potpuni krah što bi zbog veličine društva i svih njegovih sastavnica predstavljalo veliku prijetnju za krhko i tromo gospodarstvo Republike Hrvatske. U svega nekoliko mjeseci situacija je eskalirala do 6. travnja kada je Hrvatski sabor izglasao Zakon o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku. Zakonom je predviđeno da upravljanje društvom preuzima povjerenik kojeg predlaže Vlada Republike Hrvatske.

Situacija nadalje eskalira kada se iz dana u dan doznaju nove informacije o ozbiljnosti problema društva te o tome kako su povezana društva upletena u cijelu situaciju kroz iznimno povezano poslovanje, ali i financiranje kroz razna jamstva i pozajmice. Državno odvjetništvo započinje istragu protiv čelnih ljudi društva te oni bivaju uhićeni, a Iвица Todorić napušta Hrvatsku i odlazi u Veliku Britaniju.

S druge strane, hrvatsko tržište kapitala već godinama proživljava stagnaciju i totalni izostanak razvoja i napretka. Naime, u godinama koje su prethodile početku krize, tržište je raslo rekordnim stopama, sve više investitora se uključivalo u tržište, a promet se mjerio u desecima, ponekad i stotinama milijuna kuna. No početkom 2008. godine tržište doživljava nagli krah te biva desetkovano. Dugogodišnja ekonomska kriza stvara animozitet prema tržištima kapitala te kao sudionici ostaju samo manji krug malih i institucionalnih investitora.

Dugogodišnja stagnacija prestaje 2016. kada tržište po prvi puta nakon dugog niza godina počinje značajno rasti. Nakon dugo vremena tržišni indeks CROBEX prvi puta prelazi vrijednost od 2.000. Jedan od generatora tog rasta upravo je bio Agrokor tj. njegove sastavnice koje su uvrštene na Zagrebačkoj burzi te su ostvarivale rast prinosa u navedenom razdoblju.

No, početkom kraha Agrokora na tržištu je zavladao panika te ono opet počinje padati. Cijene svih Agrokorovih dionica naglo su padale no strah od sistemskog kraha prouzročivao je i pad cijena drugih društava koja nemaju direktnu vezu s Agrokorom. Taj događaj je uvelike unazadio tržište i vratio ga u stagnaciju.

## 1.2. Predmet rada

Predmet istraživanja ovog rada utjecaj financijske krize trgovačkog društva Agrokor d.d. na sudionike hrvatskog tržišta kapitala, ali i na tržište kapitala u cijelosti. Kao što je već rečeno, kriza je ostavila negativan trag na tržište pogotovo u pogledu pada cijena dionica sastavnica Agrokora. Koliko je negativan utjecaj govori i činjenica da je trgovanje dionicama navedenih društava u nekoliko navrata obustavljeno.

U radu će se promatrati sva poduzeća koja su sastavnice Agrokora, a uvrštena su na Zagrebačkoj burzi. Promatrat će se njihovi poslovni rezultati u posljednjih nekoliko godina, a primarni fokus biti će stavljen na kretanje cijena dionica u razdoblju koje je prethodilo krizi, a pogotovo od trenutka početka krize pa nadalje.

Također, bitno je promotriti kakav trag je kriza ostavila i na tržište kapitala Republike Hrvatske u cijelosti, stoga će se promatrati nekoliko tržišnih indeksa Zagrebačke burze kao relevantnih pokazatelja kretanja cjelokupnog tržišta kapitala.

Nadalje, zbog svoje enormne veličine i značaja u gospodarstvu, Agrokor je bio s u poslovnim odnosima s mnogim trgovačkim društvima u Republici Hrvatskoj. Neka od tih društava uvrštena su na Zagrebačkoj burzi. Financijska kriza Agrokora za ta društva značila je velika probleme u operativnom poslovanju zbog nemogućnosti naplate potraživanja te potencijalno veoma značajne gubitke. Upravo iz tog razloga potrebno je promotriti kako je kriza utjecala na takva društva te kretanje cijena njihovih dionica.

### **1.3. Hipoteze**

Na temelju postavljenog problema istraživanja, ali i predmeta istraživanja, postavljaju se istraživačke hipoteze. Navedene hipoteze će se u empirijskom dijelu rada testirati te će se uz pomoć rezultata prihvatiti ili odbaciti.

Četiri istraživačke hipoteze su:

**H1: Kriza Agrokora značajno je umanjila tržišnu vrijednost dionica društava u vlasništvu Agrokora**

Navedenom hipotezom istražiti će se kretanje cijena dionica, ali i prometa, sastavnica Agrokora prije i za vrijeme krize.

**H2: Kriza Agrokora ostvarila je negativan utjecaj na tržište kapitala Republike Hrvatske**

Navedenom hipotezom istražiti će se koliko je dubok trag ostavila kriza Agrokora promatranjem vrijednosti cjelokupnog tržišta kroz prizmu tržišnih, dioničkih indeksa Zagrebačke burze.

**H3: Kriza Agrokora ostvarila je negativan utjecaj na društva sa značajnom operativnom izloženošću Agrokoru**

Navedenom hipotezom istražiti kretanje cijene dionice društava na čije je poslovanjem i financijsko stanje kriza Agrokora ostavila negativan utjecaj.



#### **1.4. Svrha i ciljevi rada**

Nakon što su definirani problem i predmet istraživanja te definirane hipoteze utvrđuju se svrha i ciljevi istraživanja.

Osnovni cilj istraživanja je dobiti kvantificirane podatke koji će stvoriti stvaran i precizan prikaz utjecaja jednog od najvećih gospodarskih događaja u povijesti Republike Hrvatske. Tu se prvenstveno misli na kretanje prinosa dionica sastavnica koncerna Agrokor, ali i na kretanje cijelog tržišta promatranog kroz tržišne indekse Zagrebačke burze.

Nadalje, cilj je i promotriti utjecaj navedenog događaja na dionička društva sa značajnom operativnom izloženošću koncernu Agrokor kojima je navedena kriza nanijela gubitke u poslovanju, prouzrokovala financijsku nestabilnost te dovela do pada cijena dionica opisanih društava.

Svrha istraživanja je stvaranje akademskog, kvantificiranog, uvida u određeni, investicijski, aspekt jednog od najvećih i najznačajnijih događaja u povijesti ekonomije Republike Hrvatske te postavljanje podloge za mnoga buduća istraživanja i radove.

## 1.5. Metode rada

Prilikom izrade rada i provođenja istraživanja koristit će se različite znanstvene metode da bi se došlo do rezultata.

Metode koje će se koristiti su sljedeće<sup>1</sup>:

- **Induktivna metoda** - metoda kojom se do zaključka o općem sudu dolazi na temelju analize pojedinačnih činjenica
- **Deduktivna metoda** - metoda kojom se od općeg suda dolazi do pojedinačnih činjenica, suprotna je induktivnoj metodi
- **Metoda analize** - metoda kojom se složeni pojmovi rastavljaju na jednostavnije cjeline
- **Metoda sinteze** - metoda kojom se jednostavni sudovi slažu u složenije
- **Metoda deskripcije** - metoda kojom se na jednostavan način opisuju i očitavaju činjenice, procesi i predmeti te se potvrđuje njihova povezanost
- **Metoda klasifikacije** - metoda kojom se vrši sistemska i potpuna podjela općeg pojma na posebne
- **Metoda kompilacije** - metoda kojom se preuzimaju tuđi rezultati znanstveno - istraživačkih radova
- **Statistička metoda** - metoda kojom se primjenom znanja iz područja statistike izračunavaju srednje mjere vrijednosti te mjere disperzije
- **Metoda komparacije** - metoda kojom se uspoređuju iste ili slične činjenice, odnosi i pojave
- **Metoda dokazivanja** - metoda kojom se utvrđuje točnost određene spoznaje

U empirijskom dijelu rada koristit će se sekundarni podaci za dobijanje rezultata koristeći tablični kalkulator Microsoft Excel.

---

<sup>1</sup> Zelenika, R. (2000): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog rada, IV. izdanje, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka

## **1.6. Doprinos rada**

Kao što je već rečeno, financijska kriza koncerna Agrokor jedan je od najvećih i najznačajnijih gospodarskih događaja u suvremenoj povijesti Republike Hrvatske. Događaj je to koji će ostavit dubok trag u hrvatskom gospodarstvu, ali i politici te zakonodavstvu te će sigurno godinama ostati tema mnogih znanstvenih istraživanja i javnih rasprava. Mnoge posljedice svih događaja vezanih uz krah Agrokora biti će vidljive tek u budućnosti.

Doprinos ovoga rada je da će pružiti uvid u jedan određeni dio posljedica koje je uzrokovala financijska kriza Agrokora. Nadalje, pružit će kvalitativne podatke koji će direktno i kvalitetno objasniti u kojoj mjeri je financijska kriza Agrokora utjecala na tržišta kapitala te na njihove sudionike.

Također, empirijski podaci dobiveni u ovom istraživanju predstavljat će osnovicu za druga znanstvena istraživanja u budućnosti koja će se baviti istom ili sličnom tematikom.

## **1.7. Struktura diplomskog rada**

Ovaj diplomski rad sastojat će se od četiri poglavlja, uključujući uvod i zaključak.

U uvodnom poglavlju definiraju se problem i predmet istraživanja ovoga diplomskog rada. Nadalje, postavljaju se istraživačke hipoteze koje će se koristeći empirijske podatke prihvatiti ili odbaciti. Također, definira svrha, cilj, struktura i doprinos te se navode znanstvene metode koje će se koristiti pri izradi rada.

Drugo poglavlje pružit će uvid u povijest koncerna Agrokor od nastanka pa sve do današnjeg dana što će dati kvalitetan kontekst za razumijevanje glavnog događaja. Također, predstaviti će se i analizirati vlasnička te organizacijska struktura.

U trećem poglavlju analizirat će se društva u kojima Agrokor ima većinsko vlasništvo, promatrat će se njihovo poslovanje, kretanje cijene njihovih dionica, ali i promet istih u razdoblju prije krize koncerna, ali i za vrijeme. Nadalje, analizirat će se i kretanje burzovnih indeksa kao pokazatelja kretanja cjelokupnog tržišta. Također, promatrat će se i performanse društava koje nisu u direktnoj vezi s Agrokorom da bi se dobio uvid u razmjer posljedica.

Završno poglavlje predstavlja zaključak te će se u njemu donijeti odluke mogu li se prihvatiti ili odbaciti istraživačke hipoteze postavljene u uvodu rada.

## **2. POVIJEST I STRUKTURA DRUŠTVA**

### **2.1. Razvoj društva do 2017. godine**

1976. Ivica Todorić osniva privatnu tvrtku Agrokor kojoj je primarna djelatnost bila proizvodnja cvijeća i cvjetnih sadnica. Usprkos društvenom uređenju socijalizma koje je bilo izrazito nepovoljno za privatno poduzetništvo, tvrtka ostvaruje pozitivne poslovne rezultate, širi proizvodne pogone u obliku staklenika za proizvodnju cvijeća, razvija distribucijsku mrežu širom zemlje te zapošljava više od pedeset ljudi.

Već iduće godine Agrokor postaje vodeća tvrtka u prometu cvijećem te širi poslovanje uvozom i izvozom žitarica, uljarica, voća i povrća. Širenje tvrtke prate i pozitivni poslovni rezultati. Tvrtka nastavlja rast u nadolazećim godinama te je 1989. registrirano dioničko društvo Agrokor.

Raspadom Jugoslavije te uspostavom Republike Hrvatske dolazi do promjene društvenog uređenja koje je mnogo pogodnije za privatno poduzetništvo. Tadašnja vlast kreće u privatizaciju tvrtki koje su do tada bile u društvenom vlasništvu. Agrokor to iskorištava te već 1992. stječe većinski vlasnički udio u Jamnici i Agropreradi.

Jamnica je dioničko društvo za proizvodnju gaziranih i negaziranih napitaka. Društvo je u kasnijim godinama izraslo u jedno od najprofitabilnijih u Agrokorovom vlasništvu te izgradilo neke od najpoznatijih hrvatskih brendova.

Već iduće, 1993. godine društvo preuzima Zvijezdu, dioničko društvo čija je primarna djelatnost proizvodnja ulja, margarina, a kasnije i majoneze. Iste godine Zvijezda stvara marku margarina "Margo" koja će kasnije prerasti u jedno od vodećih na hrvatskom tržištu. Nadalje, Agrokor ulaže u izgradnju novih proizvodnih pogona, ali i obnovu starih koji su uništeni početkom Domovinskog rata.

1994. godine Agrokor preuzima većinske vlasničke udjele u sljedećim društvima: Ledo, Konzum, Silos-mlinovi, Bobis i Solana Pag. Ledo je dioničko društvo koje se bavi proizvodnjom sladoleda i zamrznutih prehrambenih proizvoda. Društvo je danas vodeći

proizvođač sladoleda u Republici Hrvatskoj te vlasnik jednih od najprepoznatljivijih brendova.

Stjecanje Konzuma (koji se tada zvao Unikonzum) odigralo je ključnu ulogu u vertikalnoj integraciji Agrokor te omogućilo društvu veći stupanj kontrole nad prodajom proizvoda iz ostalih povezanih društava. Društvo je u narednim godinama postalo vlasnik najvećeg maloprodajnog lanca u Hrvatskoj te steklo i druge maloprodajne lance u Srbiji te Bosni i Hercegovini.

1995. registriran je Agrokor Koncern. Tri godine kasnije, 1998. godine, Agrokor preuzima vinariju Jaska vina iz Jastrebarskog. 1999. godine Agrokor kreće u izgradnju svog distribucijskog centra na zagrebačkom Žitnjaku koji je u to vrijeme bio najveći distribucijski centar u Hrvatskoj, ali i cijeloj jugoistočnoj Europi. Iste godine Agrokor unutar Leda uvodi robnu marku "Ledo riba" te Silos Mlinove i SRC Andrijaševci registrira kao dioničko društvo PIK Vinkovci.

2000. godine Agrokor pušta u pogon već spomenuti distribucijski centar te stiče 97,4% dionica Sarajevskog kiseljaka, tvornice za proizvodnju najprodavanije mineralne vode u Bosni i Hercegovini.

2002. godine Agrokor kupuje Alastor d.o.o. koji je u to vrijeme bio jedan od vodećih maloprodajnih lanaca Osječko-baranjske županije. Iste godine Agrokor kreće i u gradnju tvornice prirodne izvorske vode na izvoru Svete Jane te izdaje euroobveznice na luksemburškoj burzi u iznosu od 130 milijuna eura.

2003. Agrokor postaje vlasnik 55,49% dionica srpskog Frikoma te 51% kapitala Distributivnog centra Sarajevo. 2004. godine Agrokor kupuje 58,11% dionica porečke Agrolagune, koja je kasnije prerasla u najvećeg proizvođača maslinovog ulja u Republici Hrvatskoj te jednog od većih proizvođača vina. Nadalje, postojeća emisija korporativnih obveznica na međunarodnom tržištu proširena je na 100 milijuna eura te je cijela emisija obveznica uvrštena na Zagrebačku burzu. Također, vrše se znatna ulaganja u proizvodnji sladoleda te se otvaraju novi pogoni i distribucijski centri u sljedećim gradovima regije: Čitluk, Sarajevo, Beograd, Zagreb i Maribor.

2005. godinu obilježila je još jedna velika akvizicija u vidu stjecanja većinskog vlasništva u Belju i PIK Vrbovcu. Belje je najveće trgovačko društvo u Republici Hrvatskoj koje se bavi poljodjelstvom dok je PIK Vrbovec izrastao u najvećeg proizvođača mesnih proizvoda u državi. Iste godine Agrokor se širi i u Srbiji te postaje vlasnikom Dijamanta iz Zrenjanina te društva Idea iz Beograda. Nadalje, otvara si i prva prodavaonica drogerija Kozmo.

Već iduće, 2006. godine Agrokor potpisuje ugovor u ulaganju 110 milijuna eura s Europskom bankom za obnovu i razvoj (EBRD) čime banka postaje vlasnik 8,33% dionica koncerna. Također, završava se proces restrukturiranja i refinanciranja ukupnog duga kroz sindicirani kreditni aranžman nekoliko banaka.

2007. godine Agrokor postaje većinskim vlasnikom trgovačkog društva Tisak, najvećeg maloprodajnog lanca kioska u Republici Hrvatskoj. Iste godine, Konzum širi poslovanje van granica države te otvara prvu prodavaonicu u Bosni i Hercegovini.

2009. godine Agrokor izdaje 400 milijuna eura obveznica na europskom tržištu kapitala na rok od sedam godine i uz kuponsku stopu od 10%. Ugovaratelji izdanja bili su banke BNP Paribas te UniCredit grupa, tj. njena članica Zagrebačka banka.

2010. godine Agrokor potpisuje ugovor o sindiciranom kreditu s nekoliko međunarodnih banaka u iznosu od 352 milijuna eura te tako završava proces restrukturiranja svoje bilance. Iste godine Agrokor preuzima i dionički društvo Vupik te otvara logističko-distributivni centar u Dugopolju koji je pri svom otvorenju bio najveći u regiji.

2012. godine Agrokor uspješno zaključuje financijski aranžman u iznosu od 700 milijuna eura te uspješno provodi dokapitalizaciju Leda. Navedena dokapitalizacija predstavlja najveću transakciju javne ponude vlasničkih papira na primarnom tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj.

2014. godine Agrokor izvršava najskuplje stjecanje u povijesti koncerna te postaje većinskim vlasnikom slovenskog maloprodajnog lanca Mercator za 544 milijuna eura. Iste godine koncern objavljuje sindicirani zajam s ruskom Sberbankom u iznosu od 600 milijuna eura.

## 2.2. Razvoj društva od 2017. godine do danas

Tokom siječnja 2017. godine u medijima se počinje pisati u financijskim problemima Agrokora. Situacija eskalira iz dana u dan te u kratkom vremenu postaje očigledno da Agrokoru prijeti bankrot. Svakim danom objavljuju se nove informacije o velikoj prezaduženosti koncerna te o lošim poslovnim praksama istog. Legalnost poslovanja dovodi se u upit te postaje evidentno da će situacija imati negativan utjecaj na gospodarstvo Republike Hrvatske. Nadalje, vjerodostojnost financijskih izvještaja Agrokora dovedena je u pitanje te se počinje pisati i o mogućim kaznenim progonima članova uprave.

U veoma kratkom roku Vlada Republike Hrvatske donosi, po mnogima ishitrenu, odluku o zaštiti Agrokora od bankrota. Tako je 6. travnja stupio na snagu Zakon o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku. Zakon je u javnosti dočekan iznimno negativno, posebno zbog činjenice da je ministar financija Zdravko Marić bivši izvršni direktor za strategiju i tržište kapitala u Agrokoru što mnogi shvaćaju kao pokušaj Vlade Republike Hrvatske da "spašava Agrokora novcem iz državnog proračuna".

10. travnja Ante Ramljak imenovan je Vladinim povjerenikom za Agrokora. Istog dana Ivica Todorčić podnio je ostavku na svim pozicijama u Agrokoru i povezanim društvima.

2. svibnja Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) donosi rješenje o privremenoj obustavi trgovanja dionicama svih društava u vlasništvu Agrokora, a koja su uvrštena u redovno tržište Zagrebačke burze. Razlog tomu je mogućnost grešaka u financijskim izvještajima. Ovom događaju prethodio je strmoglav pad cijena dionica svih društava u vlasništvu Agrokora te će upravo ti događaji biti tema ovog rada.

U narednim mjesecima nastavlja se kriza te svi nestrpljivo iščekuju objavu revidiranih financijskih izvještaja društava u vlasništvu Agrokora, ali i samog koncerna koji će pružiti uvid u stvarno financijsko stanje društva. Nakon nekoliko odgoda, izvještaji bivaju objavljeni početkom listopada. Prema tim izvještajima, sva društva u vlasništvu koncerna pretrpjela enormne gubitke koji bi se za njih mogli pokazati pogubni. Nadalje, financijski izvještaj samog koncerna pokazuje također značajne gubitke, a revizijom su utvrđene velike nepravilnosti te se počinju pojavljivati indicije kriminalnih radnji.



Svega nekoliko dana nakon, svi bivši članovi uprave koncerna Agrokora bivaju uhićeni i privedeni u istražni zatvor osim Ivice Todorića koji je napustio državu. U narednim danima se u medijima počinju pojavljivati nagađanja gdje se on nalazi te početkom studenoga izlazi informacija da se on nalazi u Londonu. Tada biva uhićen, ali i pušten te do daljnega ostaje u Velikoj Britaniji.

21. prosinca 2017. u medijima se pojavljuje prvi nacrt nagodbe prema kojem bi imovina svih Agrokorovih sastavnica bila prenesa u zrcalna društva što bi značilo da će svi postojeći dioničari izgubiti svoj ulog.

Nadalje, proces izvanredne uprave biva obavijen sve većim kontroverzama, a poseban naglasak stavljen je na odabir konzultanata te cijenama koje su ispostavili za svoje usluge. Točnije, izvanrednog povjerenika Antu Ramljaka optužuje se da je uspostavio poslovni odnos Agrokora i konzultantskog društva u kojem je bio zaposlen prije nego što je postao izvanredni povjerenik Agrokora. Pritisak javnosti se nastavlja te 20. veljače 2018. godine Ante Ramljak podnosi ostavku na mjesto izvanrednog povjerenika te ga zamjenjuje Fabris Peruško.

Novi izvanredni povjerenik nastavlja postupak postizanja nagodbe s vjerovnicima no tada dolazi do nove afere. Početkom svibnja 2018. godine u javnosti izlaze e-mailovi ministrice gospodarstva, poduzetništva i obrta Martine Dalić u kojima je vidljiva njena komunikacija s grupom koja je radila na izradi samog zakona. To dovodi do toga da ona 14. svibnja 2018. godine podnosi ostavku na mjesto ministrice, ali i podpredsjednice Vlade Republike Hrvatske.

Za svo to vrijeme, nastavlja se postupak postizanja nagodbe, te ona u srpnju 2018. godine biva izglasana.

### 2.3. Struktura društva

Dioničko društvo Agrokor pravno je strukturirano kao koncern. Koncern je poslovno-pravna struktura koja nastaje udruživanjem većeg broja trgovačkih društava čije su primarne djelatnosti iste ili povezane u distributivnom lancu. Na prvi pogled je struktura koncerna vrlo slična holdingu no postoji značajna razlika.

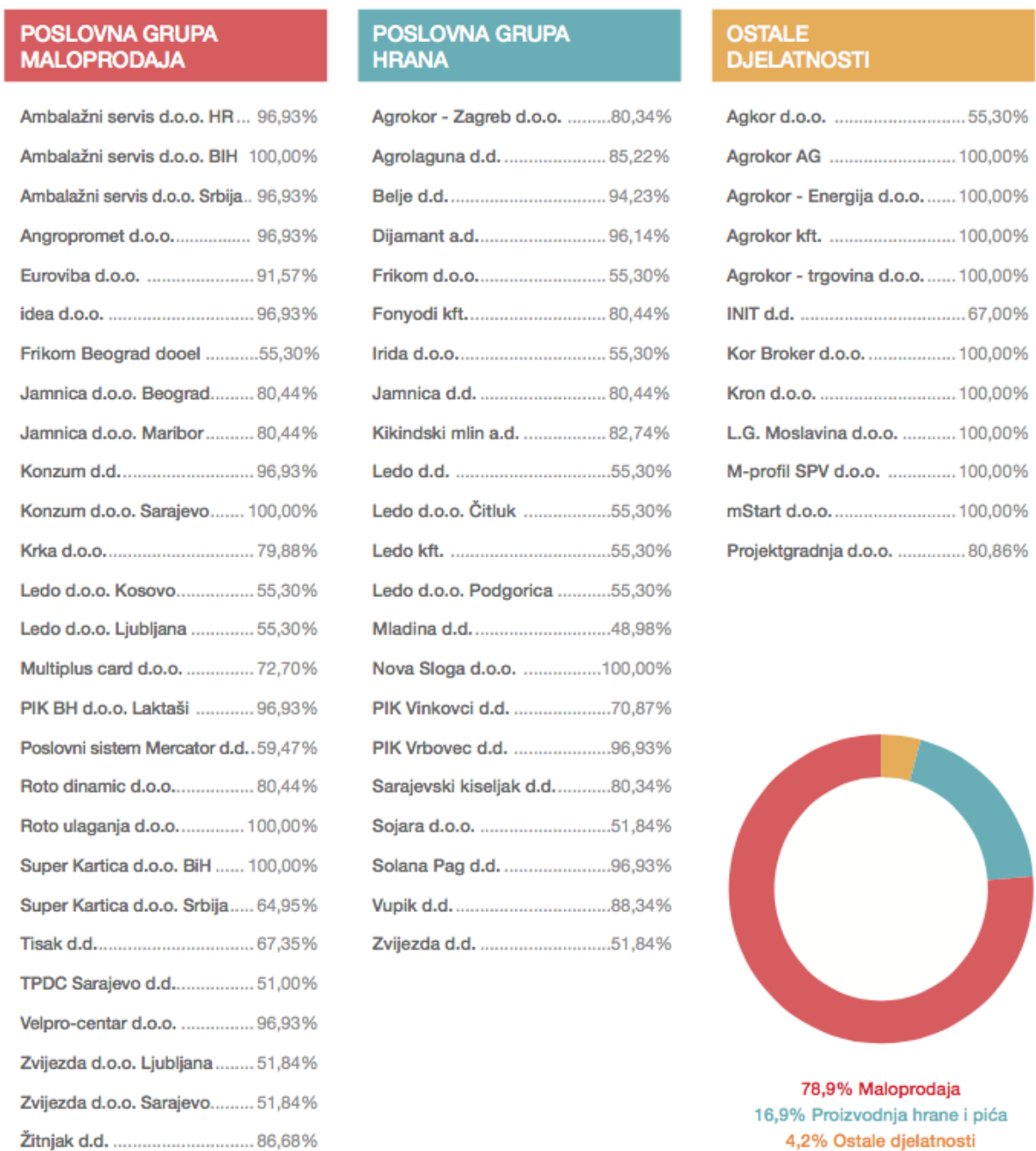
**Poduzećima koje holding posjeduje upravljaju njihovi direktori samostalno i na vlastitu odgovornost, a svi dioničari, većinski i manjinski, imaju jednaka prava. Kod koncerna "vladajuće društvo" upravlja poduzećima koje posjeduje, a ne njihovi direktori. A vladajuće društvo, kao većinski suvlasnik, smije direktorima ovisnih tvrtki potpuno zakonito dati nalog koji može biti štetan za manjinske suvlasnike, a oni ga svejedno moraju provesti.<sup>2</sup>**

Agrokor je jedini ili većinski vlasnik ukupno šezdeset i jednog trgovačkog društva u sljedećim zemljama: Hrvatska, Srbija, Bosna i Hercegovina, Mađarska, Švicarska, Makedonija, Kosovo, Slovenija i Crna Gora. Upravljanje ovisnim društvima podijeljeno je na tri grupe:

1. "Poslovna grupa maloprodaja" koja je zadužena za upravljanje svim trgovačkim društvima unutar koncerna čija je primarna djelatnost maloprodaja i veleprodaja te društvima vezanim za navedene djelatnosti
2. "Poslovna grupa hrana" koja je zadužena za upravljanje trgovačkim društvima čija je primarna djelatnost proizvodnja prehrambenih proizvoda, ali i alkoholnih i bezalkoholnih napitaka
3. "Ostale djelatnosti" koja upravljanja svim društvima čija djelatnost nema ulogu u vertikalno integriranom distribucijskom lancu kakav je sam koncern

---

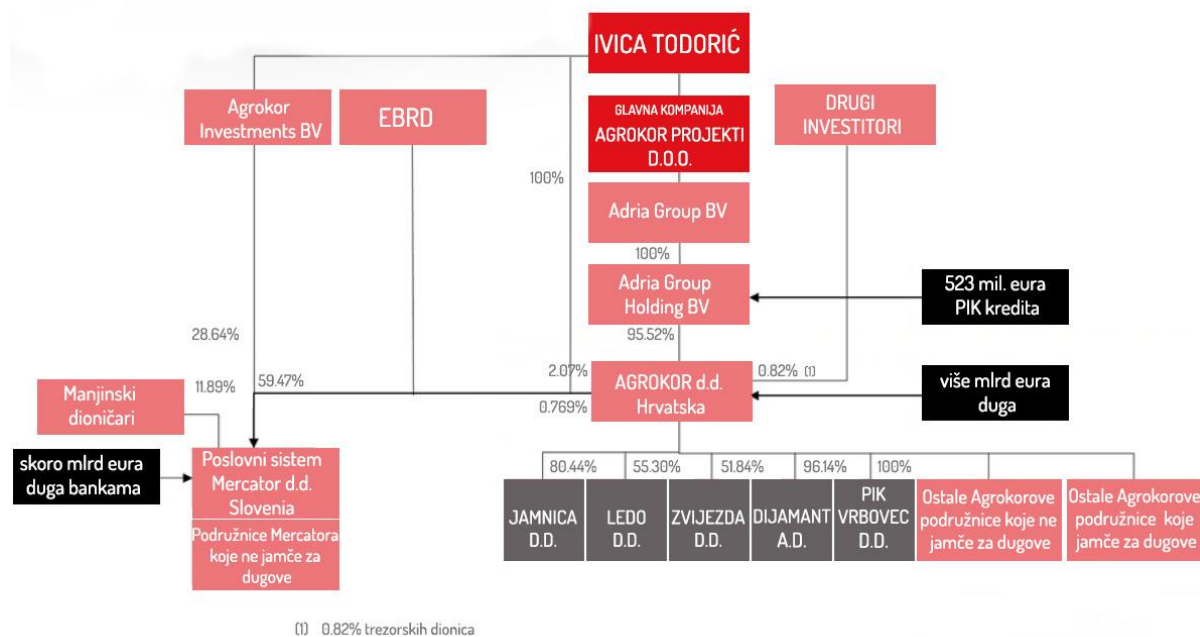
<sup>2</sup> Bošković, R. (2017): Agrokorov poučak: koncern u Njemačkoj nije isto što i u Hrvatskoj, Večernji list, [Internet], raspoloživo na: <https://www.vecernji.hr/premium/ratko-boskovic-agrokor-koncern-njemacka-holding-ivica-todoric-1187583>



### Slika 1: Upravljačka struktura Agrokora

Izvor: Agrokor godišnje izvješće 2015., <http://www.agrokor.hr/>

Slika 1 prikazuje sve tri upravljačke grupe, poduzeća koja spadaju pod njih te postotak vlasništva nad svakim društvom. "Poslovna grupa maloprodaja" je najveća s čak 27 trgovačkih društava te udjelom u konsolidiranom poslovanju od 78,9%. Sljedeća je "Poslovna grupa hrana" koja upravlja s 22 ovisna društva te nosi 16,9% poslovanja. Zadnja je grupa "Ostale djelatnosti" koja upravlja s 12 trgovačkih društava te nosi samo 4,2% poslovanja.



**Slika 2: Vlasnička struktura Agrokor**

Izvor: Index, <http://www.index.hr>

Slika 2 prikazuje iznimno kompleksnu vlasničku strukturu Agrokor. Iz prikaza je vidljivo da je 95,52% dionica Agrokor u vlasništvu nizozemskog društva Adria Group Holding BV. To društvo je osnovano 2014. godine kada je Agrokor preuzeo slovenski Mercator. Sve dionice u vlasništvu društva korištene su kao zalag pri izdavanju payment in kind (PIK) obveznica kojima se financirala kupovina Mercatora.

Payment in kind je financijski aranžman pri kojem izdavatelj obveznica sve kuponske stope, ali i glavnice, isplaćuje tek po dospijeću obveznice. U slučaju da izdavatelj nije u mogućnosti izvršiti svoju obvezu, imatelji obveznica automatski stječu vlasništvo nad založenim dionicama Agrokor. Zbog takve strukture, ovaj aranžman je izrazito rizičan te ga mnogi smatraju "okidačem" u financijskom padu Agrokor.

Nadalje, društvo Agrokor Investments BV drži 28,64% dionica Mercatora. Te su dionice dane u zalag za kredit od ruske banke Sberbank.

## **3. UTJECAJ DRUŠTVA NA TRŽIŠTE KAPITALA REPUBLIKE HRVATSKE**

### **3.1. Uvodne informacije**

U ovom poglavlju analizirat će se utjecaj opisane situacije Agrokora na tržište kapitala Republike Hrvatske promatranjem kretanja cijena dionica svih dioničkih društava u vlasništvu Agrokora. Također, promatrat će se i kretanje dnevnog prometa svake od dionica kao veoma važnog indikatora utjecaja opisane situacije. Društava čije će se dionice promatrati su sljedeća:

1. Zvijezda d.d. (ZVZD)
2. Jamnica dioničko društvo za proizvodnju mineralnih voda (JMNC)
3. Tisak trgovačko dioničko društvo (TISK)
4. Ledo dioničko društvo za proizvodnju i promet sladoleda i smrznute hrane (LEDO)
5. BELJE dioničko društvo za privređivanje u poljodjelstvu, prerađivačkoj industriji i prometu roba. Darda (BLJE)
6. Vukovarski poljoprivredno industrijski kombinat d.d. (VPIK)

Navedena društva su jedina u vlasništvu Agrokora koja su uvrštena na Zagrebačkoj burzi stoga je samo na njima moguće provesti ovakvu analizu. Svi podaci koji će se koristiti bit će preuzeti sa službene stranice Zagrebačke burze. Društvo PIK Vinkovci je također uvršteno, ali se njega neće analizirati zbog izrazite nelikvidnosti.

Također, analizirat će se dionička društva koja su imala veliku izloženost operativnu izloženost Agrokoru tj. njegovim sastavnicama što im je prouzrokovalo probleme u poslovanju. Navedena društva su:

1. Zagrebačka banka (ZABA)
2. Kraš (KRAS)
3. Podravka (PODR)
4. Atlantic Grupa (ATGR)

Nadalje, analizirat će se i kretanje tržišnih indeksa Zagrebačke burze čije su neke od navedenih dionica bile sastavnice. Indeksi koje će se analizirati su sljedeći:

1. CROBEX
2. CROBEX10
3. CROBEXtr

Za sve navedene dionice, ali i tržište indekse promatrat će se tri razdoblja. Ta razdoblja su sljedeća:

1. Razdoblje od 1.1.2016. do 31.12.2016. tj godina koja je prethodila kriznoj godini za Agrokor. Ona predstavlja razdoblje u kojem javnosti nisu bili poznati poslovni problemi društva te će analiza tog razdoblja dati uvid u način na koji su investitori tretirali sastavnice prije nastanka krize.
2. Razdoblje od 1.1.2017. do 2.5. 2017. što predstavlja razdoblje od početka krize do trenutka kada Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) uvodi obustavu trgovanja svim dionicama članica Agrokora.
3. Razdoblje od 3.11.2017. do 21.2.2018. što predstavlja razdoblje od ponovnog početka trgovanja sve do ponovne obustave trgovanja uslijed puštanja u javnost informacija o nagodbi prema kojoj bi sve članice Agrokora trebale ići u stečaj.

### 3.2. Analiza sastavnica društva

U ovoj cjelini testirat će se prva hipoteza o utjecaju krize Agrokor na tržišnu vrijednost dionica društava u vlasništvu Agrokor.

**Tablica 1: Prinos i promet Agrokorovih dionica u 2016. godini**

	Prosječni dnevni prinos	Prosječni dnevni promet	Najveći dnevni promet
Zvijezda	0,43%	96.215,98	1.099.188,02
Jamnica	0,32%	555.863,21	3.397.162,00
Tisak	-0,23%	7.503,58	26.164,71
Ledo	0,08%	310.147,04	3.157.995,01
Belje	-0,02%	49.329,50	523.606,61
Vupik	0,03%	19.965,53	195.917,99

Izvor: Izračun autora

Tablica 1 prikazuje prosječni dnevni prinos i promet svih analiziranih dionica u 2016. godini. Vidljivo je da su jedino dionice Tiska i Belja ostvarivale negativan prosječan dnevni prinos. To se može pripisati činjenici da Belje već godinama posluje s gubitkom dok Tisak ostvaruje iznimno malu dobit u odnosu na ukupne prihode. Najveći prosječni dnevni prinos ostvaruju Zvijezda i Jamnica što se svakako može pripisati dugogodišnjim profitabilnim poslovanjem te vlasništvom nad mnogim poznatim brendovima.

Najveći prosječni dnevni promet ostvarivale su Jamnica i Ledo. Oba društva su godinama bila popularna među mnogim investitorima zbog svog iznimno uspješnog i profitabilnog poslovanja te kontinuiranog rasta. Najmanji prosječni promet ima Tisak što bi se opet moglo pripisati izrazito niskom profitabilnošću.

Nadalje, može se vidjeti da su čak tri društva imala milijunski dnevni promet. Ta društva su: Jamnica, Zvijezda i Ledo. Kao što je već prije rečeno, sva tri godinama kontinuirano rastu i posluju profitabilno.

**Tablica 2: Prinos i promet Agrokorovih dionica od 1.1.2017. do 2.5.2017. godine**

	Prosječni dnevni prinos	Prosječni dnevni promet	Najveći dnevni promet
Zvijezda	-1,44%	112.236,56	521.820,03
Jamnica	-1,46%	2.456.878,40	8.176.400,00
Tisak	-0,28%	8.584,91	32.000,00
Ledo	-1,48%	2.916.334,73	18.508.387,83
Belje	-1,32%	278.284,51	2.811.665,75
Vupik	-1,15%	63.904,93	776.898,06

Izvor: Izračun autora

Tablica 2 prikazuje prosječne dnevne prinose i promete Agrokorovih dionica u 2017. godini do prekida trgovanja 2. svibnja. Vidljivo je da su sve dionice imale iznimno velike negativne prosječne dnevne prinose. Najveći pad su pretrpjeli Zvijezda, Jamnica i Ledo. Sve tri dionice su i prošlom razdoblju (2016. godini) bile iznimno likvidne stoga nije čudno da su upravo one imale i najveći pad. Također, kod svih dionica pad je bio veći nego rast ili pad u prošlom razdoblju.

Nadalje sve dionice su imali značajno veći prosječni dnevni promet nego u 2016. godini. Ta činjenica samo govori o razmjeru cijele financijske krize. U promatranom razdoblju, najveći prosječni dnevni promet ostvarile su Jamnica i Ledo. Njihov prosječni promet dosegao je milijunske cifre što je pokazatelj da je i u tom razdoblju bilo velikog interesa za kupnju.

Najmanje promjene u odnosu na prethodno razdoblje vidljive su kod Tiska. Njegov prosječni dnevni prinos pao je samo za dodatnih 0,05 postotnih poena dok je prosječni dnevni promet porastao za samo 1.081,33 kune.



**Tablica 3: Prinos i promet Agrokorovih dionica od 3.11.2017. do 21.2.2018. godine**

	Prosječni dnevni prinos	Prosječni dnevni promet	Najveći dnevni promet
Zvijezda	-1,34%	27.269,58	197.100,00
Jamnica	-0,20%	362.309,80	2.613.201,00
Tisak	-0,45%	3.241,70	14.400,00
Ledo	-0,60%	913.346,83	11.197.316,23
Belje	-0,04%	124.994,78	703.256,72
Vupik	-1,26%	5.712,09	39.970,00

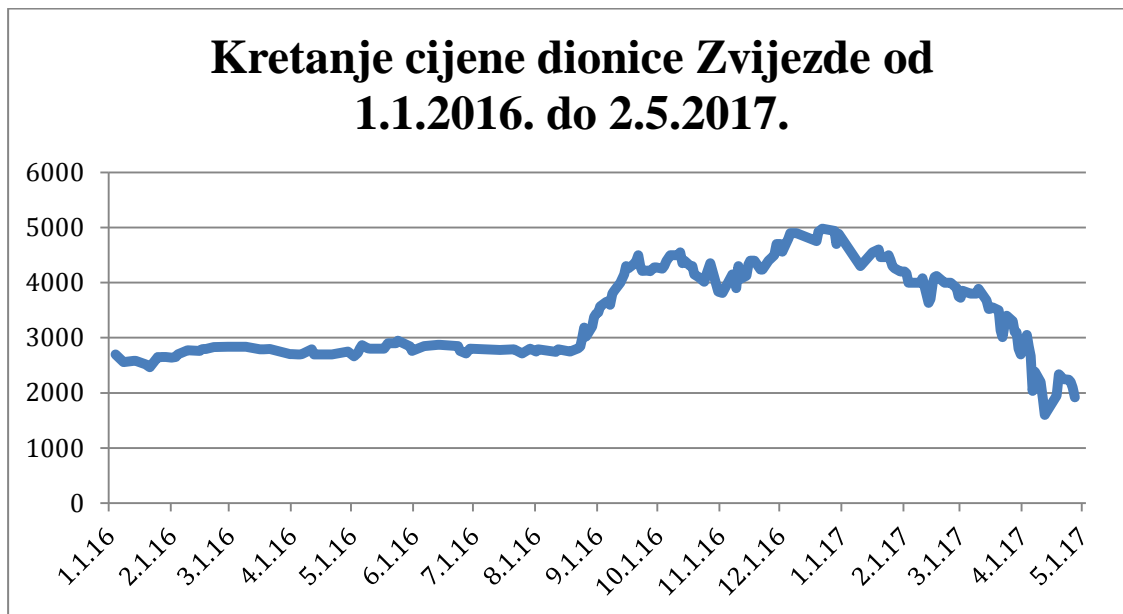
Izvor: Izračun autora

Tablica 3 prikazuje prosječne dnevne prinose i promete Agrokorovih dionica od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018. godine. Vidljivo je da se, kao i u prošlom razdoblju od 1.1.2017 do 2.5.2017., nastavljaju negativni prinosi svih sastavnica. No kod većina sastavnica tj. Zvijezde, Jamnice, Leda i Belja taj je pad manji nego u prošlom razdoblju. Nasuprot tomu, Tisak je povećao negativan prinos za 0,17 postotnih poena dok je Vupik povećao za 0,11 postotnih poena.

Nadalje, sve dionice imali su manji prosječni dnevni promet u odnosu na prošlo razdoblje. U usporedbi s 2016. godinom, Ledo i Belje imaju veći promet nego u navedenoj godini, dok sve ostale sastavnice imaju manji.

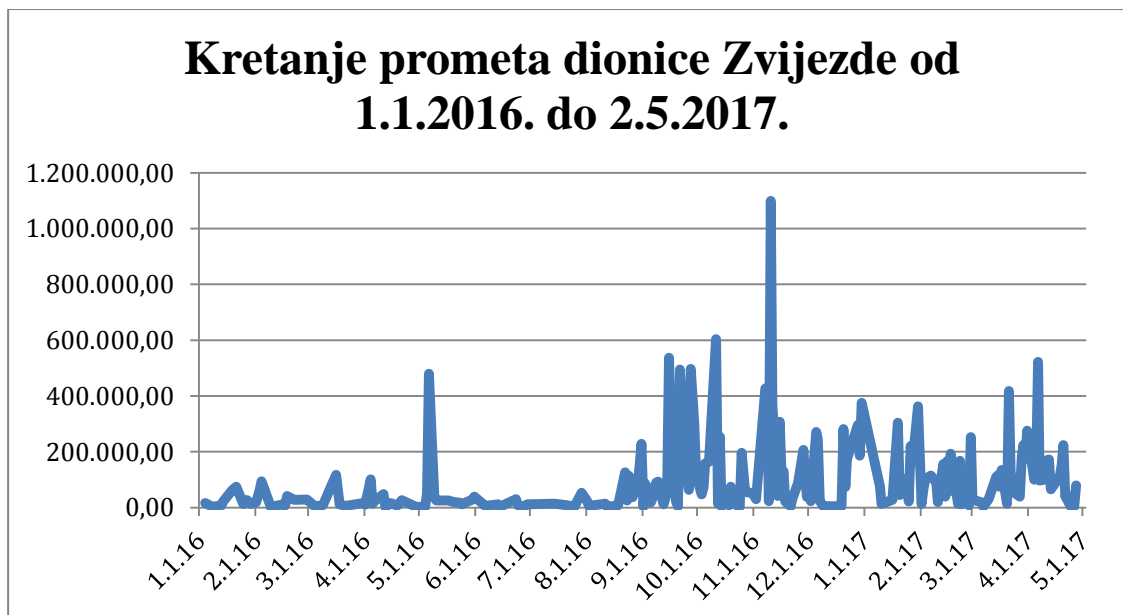
Najveći dnevni promet također je značajno manji u usporedbi s prethodnim razdobljem, dok su u usporedbi s 2016. godinom, najveći dnevni promet ostvarili Ledo i Belje.

### 3.2.1. Zvijezda



**Slika 3: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Zvijezde u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

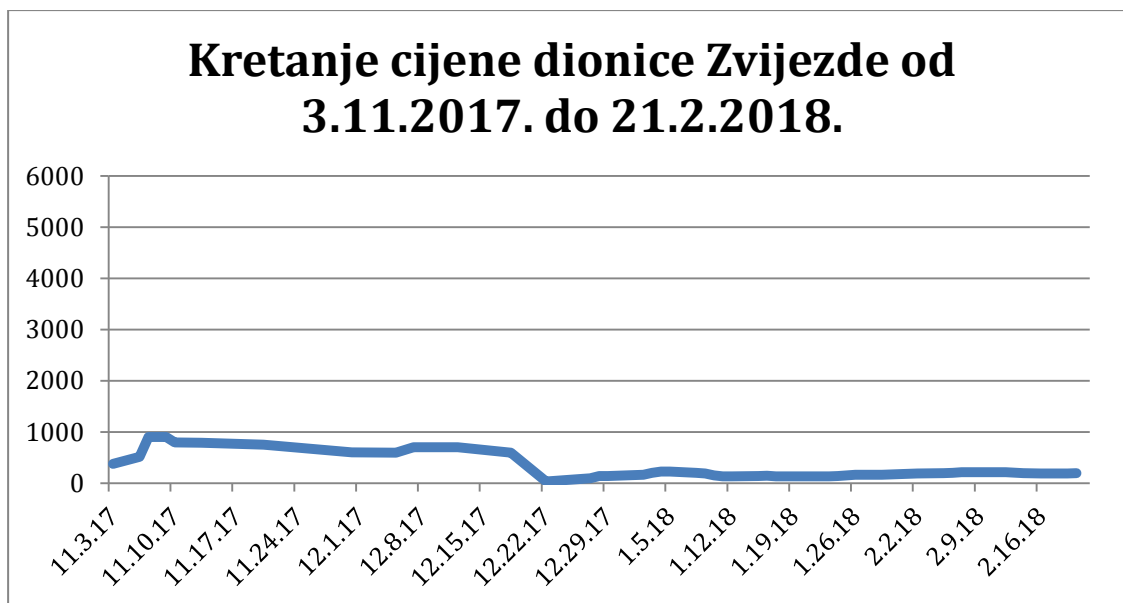


**Slika 4: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Zvijezde u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

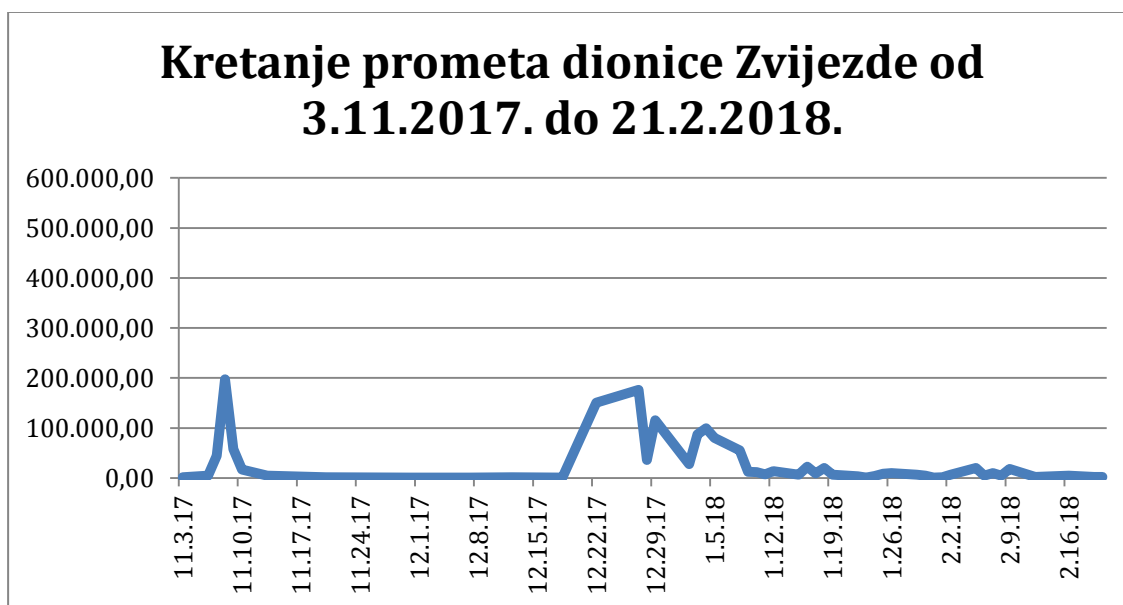
Slika 3 prikazuju kretanje cijene dionice Zvijezde u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz slike 3 može se vidjeti kako je cijena dionice stagnirala na razini od oko 2.800kn od početka 2016. godine sve do početka 9. mjeseca iste godine. Tada počinje impresivan rast cijene koji, s kratkoročnim fluktuacijama, doseže vrhunac krajem godine na razini od 5.000 kn. Tada kreće 2017. godina kada počinju izlaziti informacije o financijskim problemima Agrokora. Investitori postaju sve više zabrinuti što se uvelike odrazilo na cijenu. Iz grafičkog prikaza može se se vidjeti da je cijena tokom razdoblja od 1.1.2017. do 2.5.2017. kontinuirano padala te je u svega četiri mjeseca izgubila više od pola vrijednost.

Slika 4 prikazuju kretanje prometa dionice Zvijezde u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Vidljivo je da se dnevni promet od početka 2016. godine do 9. mjeseca iste u velikoj većini dana kretao na razini ispod 100.000 kn. No od početka 9. mjeseca do kraja godine dolazi do naglog rasta prometa uz značajne fluktuacije te u jednom danu promet doseže razinu od čak 1.100.000 kn. Nakon toga kreće krizno razdoblje te je vidljivo da je promet u tom razdoblju uvelike fluktuirao u odnosu na prethodnu godinu što govori o turbulentnom razdoblju na burzi u to vrijeme. Prosječni dnevni promet u to vrijeme bio je 112.236,56 kn. To također govori kako je čak i u tim trenucima bilo velikog interesa za kupovinu spomenute dionice.



**Slika 5: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Zvijezde u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora



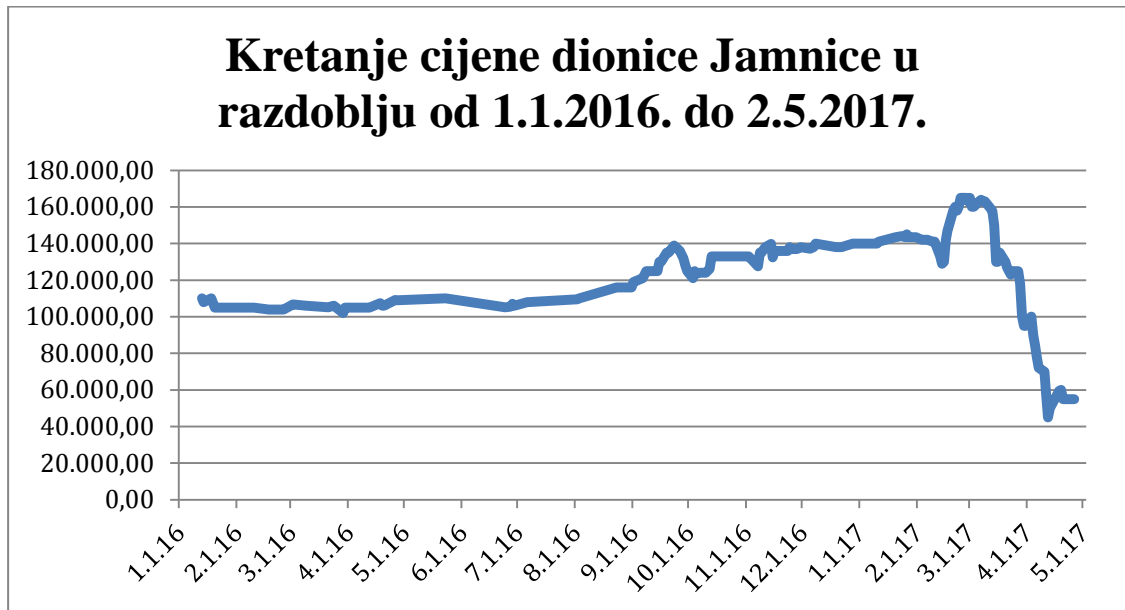
**Slika 6: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Zvijezde u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2017.**

Izvor: Prikaz autora

Slika 5 prikazuje cijenu po prestanku obustave trgovanja koja je trajala čak 6 mjeseci. Vidljivo je da cijena od početka navedenog razdoblja bila ispod 1.000kn tj. značajno niže nego u prethodnom razdoblju što uvelike pokazuje skepticizam investitora prema cijelom procesu restrukturiranja. Također, značajan pad cijene koji se dogodio 21.12.2017. uzrokovan je viješću da će bi prema nacrtu nagodbe dioničari trebali izgubiti svoje ulaganje. Zbog toga je cijena dionice u trenutku obustave trgovanja 21.2.2018. bila na razini od samo 200 kn.

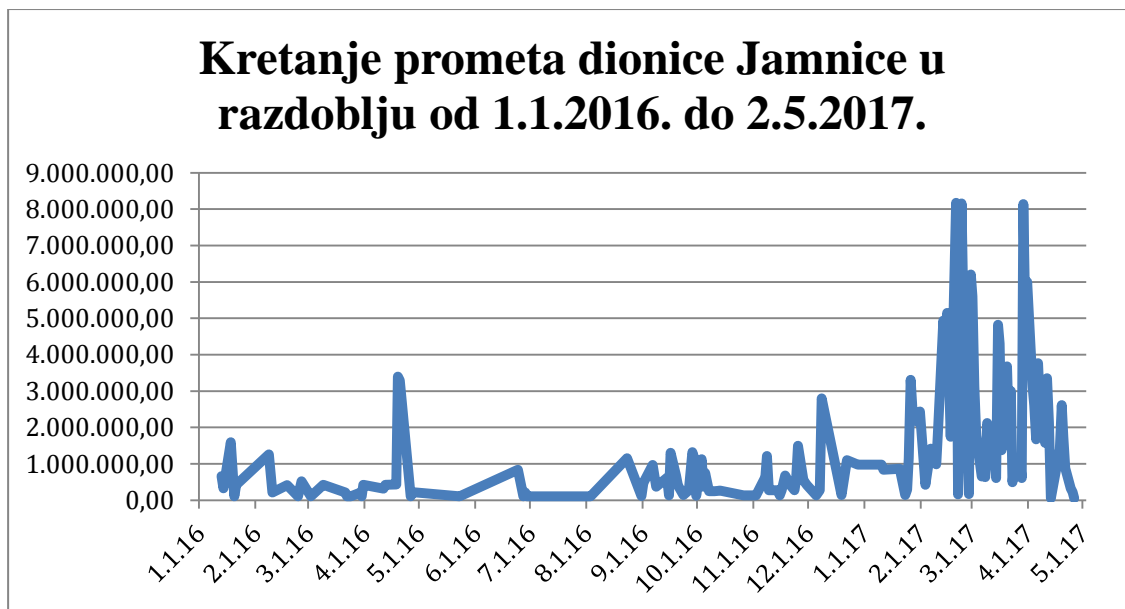
Slika 6 prikazuje promet po nastavku trgovanja nakon obustave od 6 mjeseci te je vidljivo da je dionica od početka trgovanja pa sve do sredine 12. mjeseca bila uvelike nelikvidna. Sredinom mjeseca dolazi do povećanja prometa no on ubrzo pada na neznajne razine na kojima se zadržava sve do ponovne obustave trgovanja 21.2.2018. Nadalje, vidljivo je da je razdoblje obilježeno povećom nelikvidnošću te da dionica nije trgovana svaki dan.

### 3.2.2. Jamnica



**Slika 7: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Jamnice u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

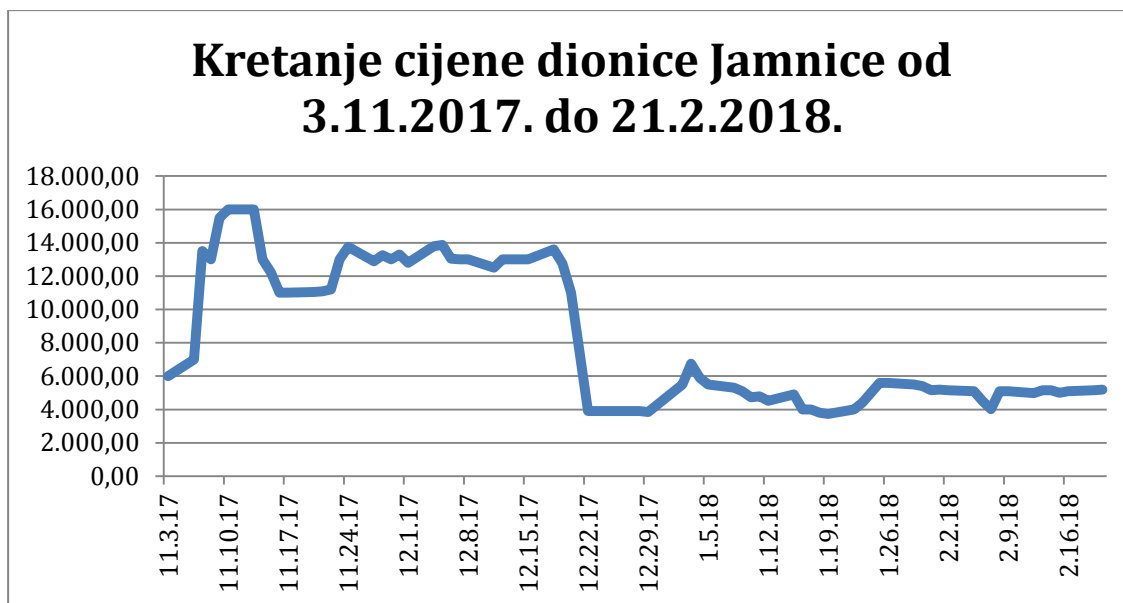


**Slika 8: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Jamnice u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

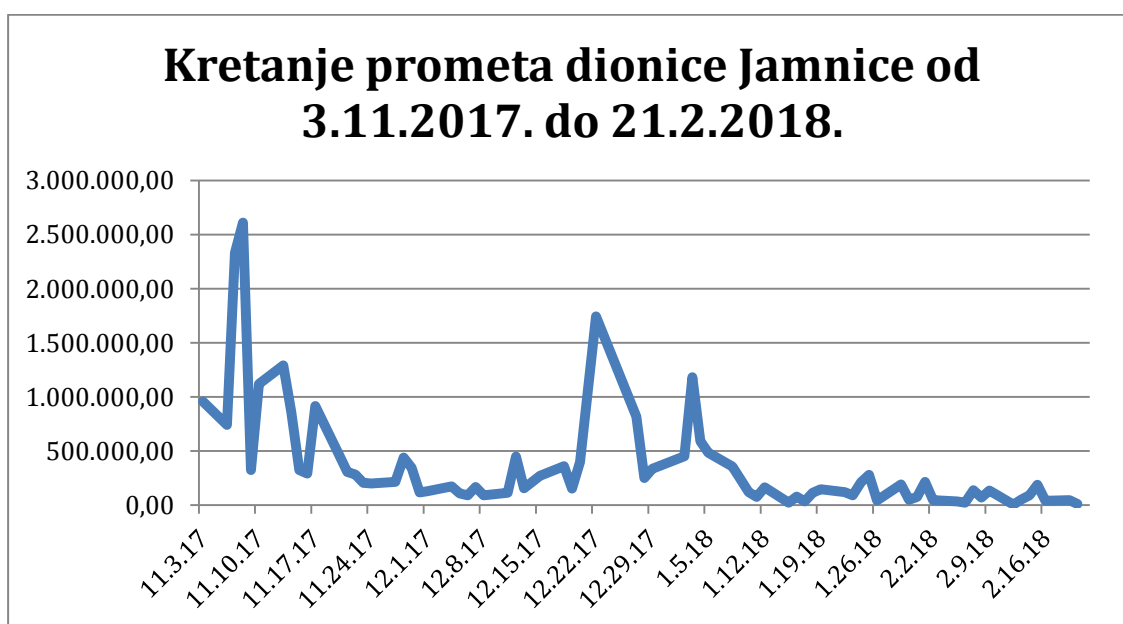
Slika 7 prikazuju kretanje cijene dionice Jamnice u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da se cijena, uz manje fluktuacije, kretala na razini od 105.000 kn od početka 2016. godine pa sve do 8. mjeseca iste godine. Tada kreće postupni rast cijene dionice koji traje sve do početka 3 mjeseca 2017. godina kada cijena doseže rekordnu razinu od 165.000 kn. Za razliku od Zvijezde, cijena dionice Jamnice nije počela padati odmah po izlasku vijestima o problemima u Agrokoru već je nastavila rasti još 2 mjeseca. No onda kreće strmoglavi pad cijene koja u svega 2 mjeseca pada na razinu od 60.000 kn što predstavlja gubitak od preko 60% vrijednosti.

Slika 8 prikazuju kretanje prometa dionice Jamnice u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza može se vidjeti da se dnevni promet, uz određene fluktuacije, cijelu 2016. godinu kretao na prosječnoj razini od 555.863,21kn. No početkom 2017. dolazi do naglog rasta prometa. Od početka 2017. godine pa sve do obustave trgovanja 2.5.2017. prosječni dnevni promet iznosio je čak 2.456.878,40 kn što je gotovo 5 puta više nego prosječni promet u 2016. godini. Nadalje, ostvaren je i najveći dnevni promet iznosu od 8.176.000 kn.



**Slika 9: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Jamnice u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora



**Slika 10: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Jamnice u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

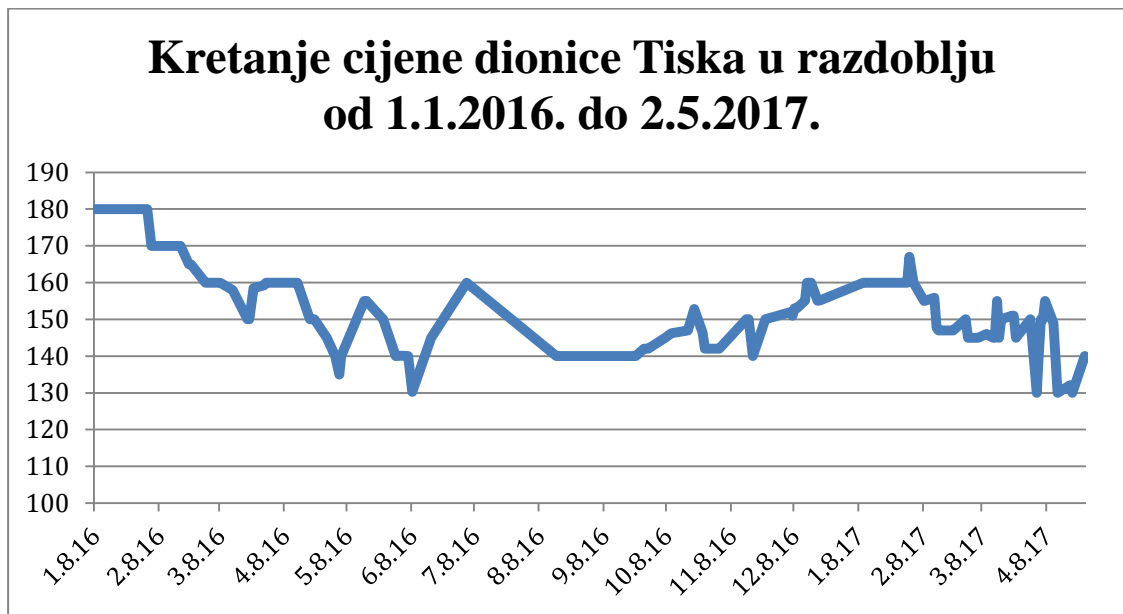
Izvor: Prikaz autora



Slika 9 prikazuje cijenu dionice Jamnice po prestanku obustave trgovanja koja je trajala čak 6 mjeseci. Vidljivo je da cijena u prvih nekoliko dana razdoblja naglo porasla te se gotovo udvostručila. No onda dolazi do stagnacije, a značajan pad događa se kao i kod Zvijezde, 21.12.2017. Zbog toga je cijena dionice u trenutku obustave trgovanja 21.2.2018. bila na razini od samo 5.150 kn.

Slika 10 prikazuje promet po nastavku trgovanja nakon obustave od 6 mjeseci te je vidljivo da je dionica od početka trgovanja pa sve do sredine 12. mjeseca bila likvidna, ali ne kao u prijašnjem razdoblju. Prosječni dnevni promet iznosio je 362.309,80 kn.

### 3.2.3. Tisak



**Slika 11: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Tiska u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

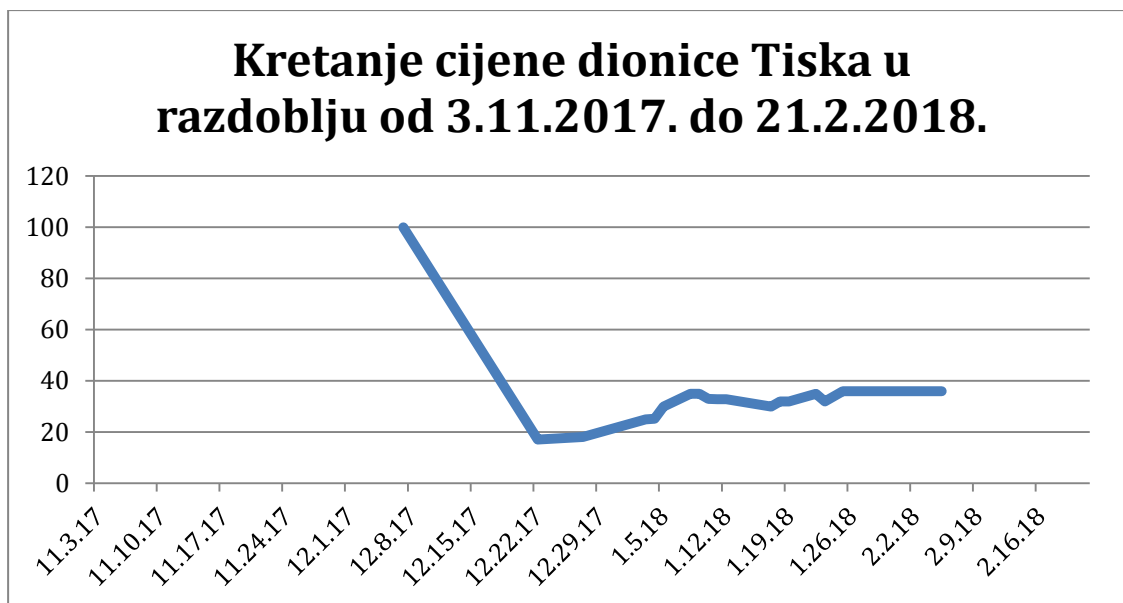


**Slika 12: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Tiska u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

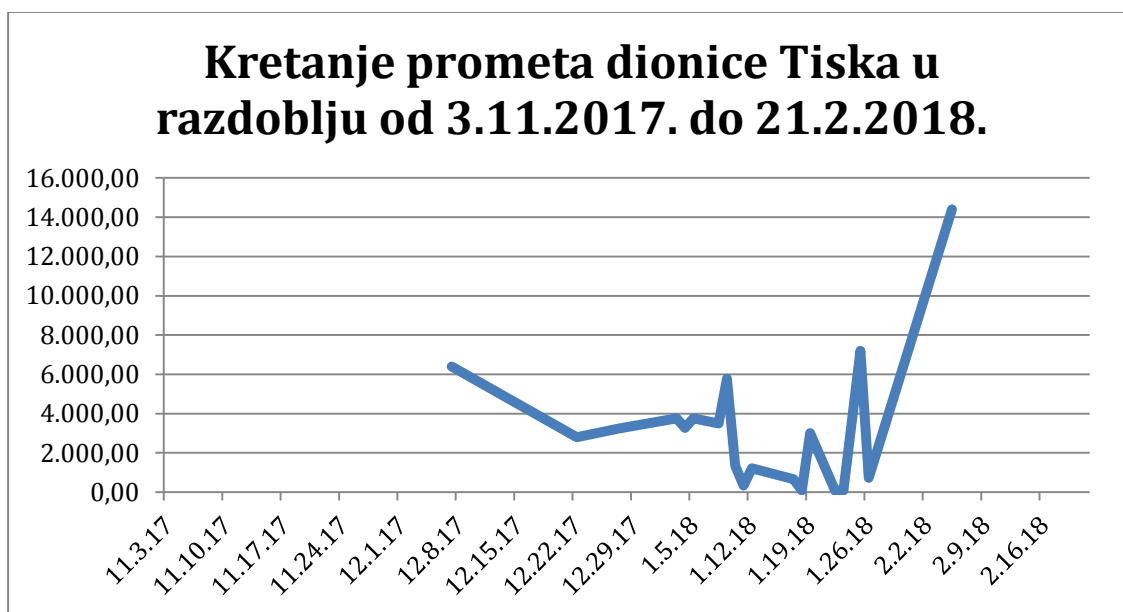
Slika 11 prikazuju kretanje cijene dionice Tiska u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da cijena od početka 2016. godine bila u padu sve do kraja 9. mjeseca iste godine kada kreće njen rast. Taj rast trajao je sve do 2. mjeseca 2017. godine kada kreće koji se nastavlja sve do obustave trgovanja.

Slika 12 prikazuju kretanje prometa dionice Tiska u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da je promet značajno manji nego kod Jamnice i Zvijezde. U 2016. godini prosječni dnevni promet iznosio je svega 7.503,58 kn, dok je u razdoblju od 1. siječnja 2017. do 2. svibnja 2017. iznosio 8.584,91 kn.



**Slika 13: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Tiska u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora

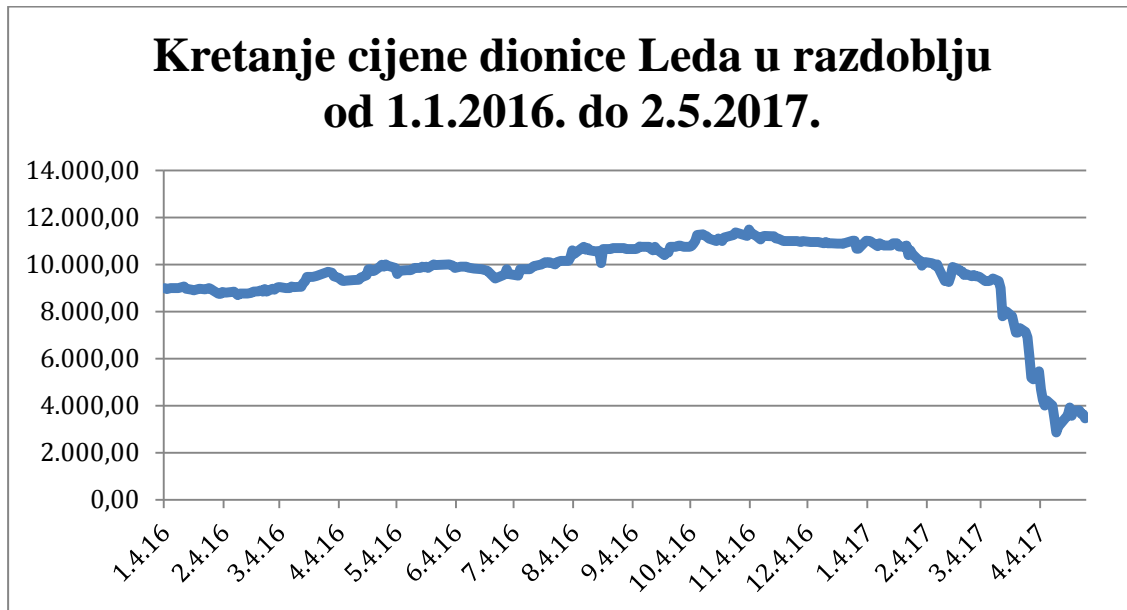


**Slika 14: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Tiska u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora

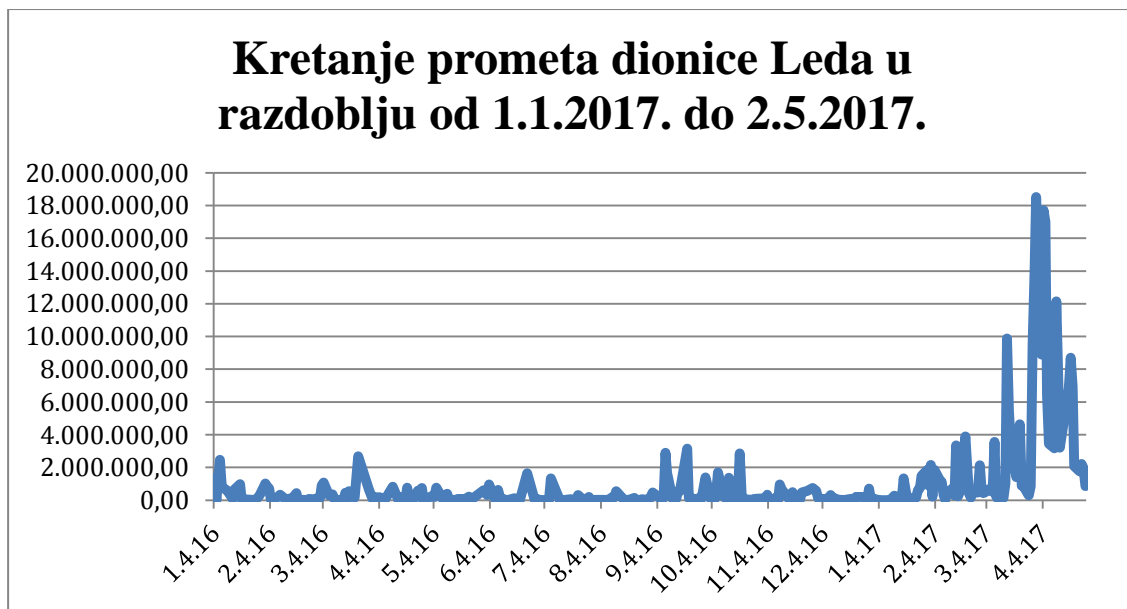
Slika 13 prikazuje cijenu dionice Tiska po prestanku obustave trgovanja 3.11.2017. pa sve do 21.2.2018. Slika 14 prikazuje promet dionice Tiska u istom razdoblju. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da je razdoblje obilježeno izrazitom nelikvidnošću, tj. dionicom je u navedenom razdoblju trgovano svako nekoliko dana. Cijena je ostvarila značajan pad te se po završetku razdoblja zadržala na razini od 36 kn. Dok je prosječan dnevni promet iznosio svega 3.241,70 kn.

### 3.2.4. Ledo



**Slika 15: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Leda u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora



**Slika 16: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Leda u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

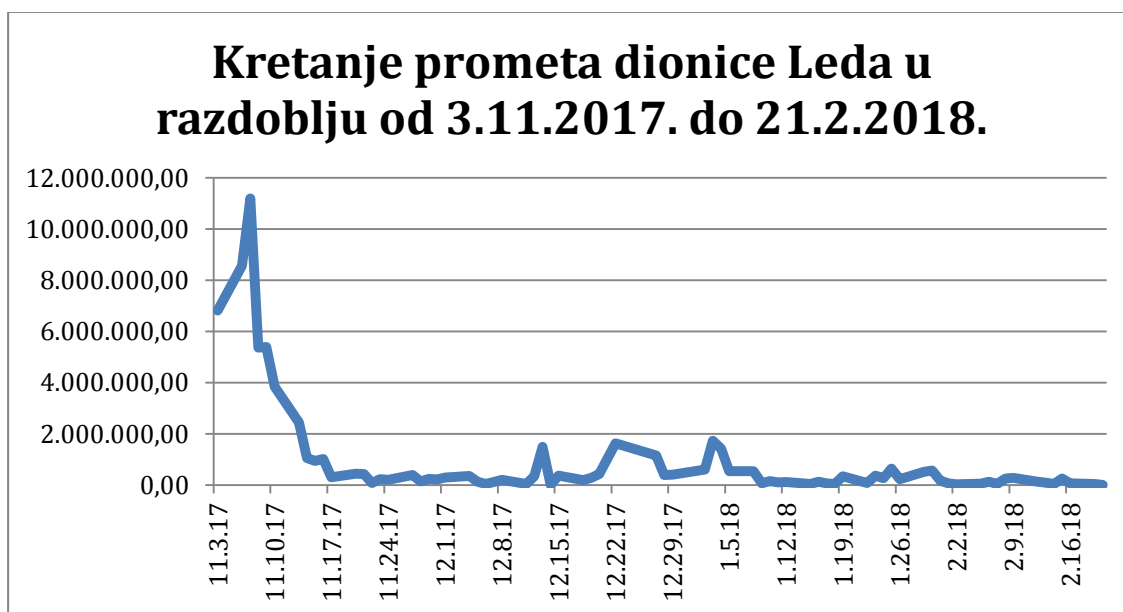
Slika 15 prikazuju kretanje cijene dionice Leda u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza može se vidjeti da je cijena postupno rasla od početka 2016. godine sve do 11. mjeseca iste godine. tada počinje postupni pad koji se naglo ubrzava krajem 1. mjeseca 2017. godine. Po obustavi trgovanja cijena je bila samo 3.799kn što je veoma značajan pad ako se uzme u obzir da je na početku razdoblja cijena iznosila 9.000 kn.

Slika 16 prikazuju kretanje prometa dionice Leda u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da je tokom cijele 2016. godine promet bio jednolik, tj. nije imao značajnije fluktuacije. Prosječan dnevni promet u 2016. godini iznosio je 310.147,04 kn. No u razdoblju od 1.1.2017. do 2.5.2017. dolazi do naglog rasta prometa. U tom razdoblju prosječan dnevni promet iznosio je čak 2.916.334,73 kn što je izniman skok u odnosu na prijašnje razdoblje.



**Slika 17: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Leda u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora



**Slika 18: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Leda u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

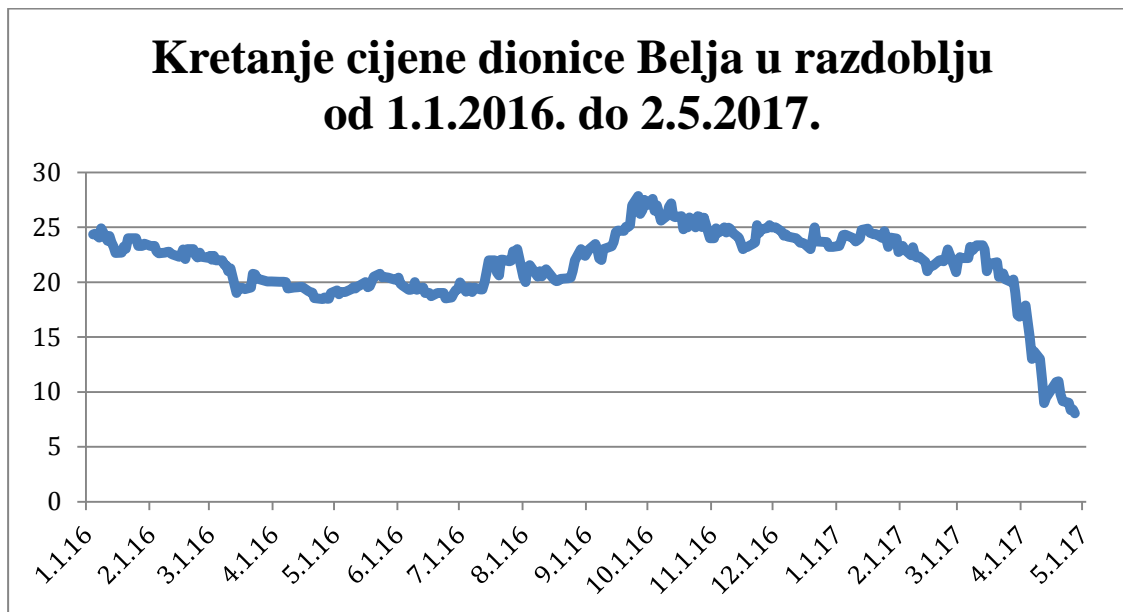
Izvor: Prikaz autora



Slika 17 prikazuje cijenu dionice Leda po prestanku obustave trgovanja 3.11.2017. pa sve do 21.2.2018. Iz grafičkog prikaza se može vidjeti da je cijena u promatranom razdoblju znatno niža nego u prošlom razdoblju. Cijena je u početku razdoblja doživjela rast no onda dolazi do pada i stagnacije na razini od oko 800 kn. 22.12.2017. dolazi do naglog pada na razinu od 269 kn. U nastavku razdoblja, cijena nastavlja rasti te se po ponovnoj obustavi trgovanja nalazila na razini od 380 kn.

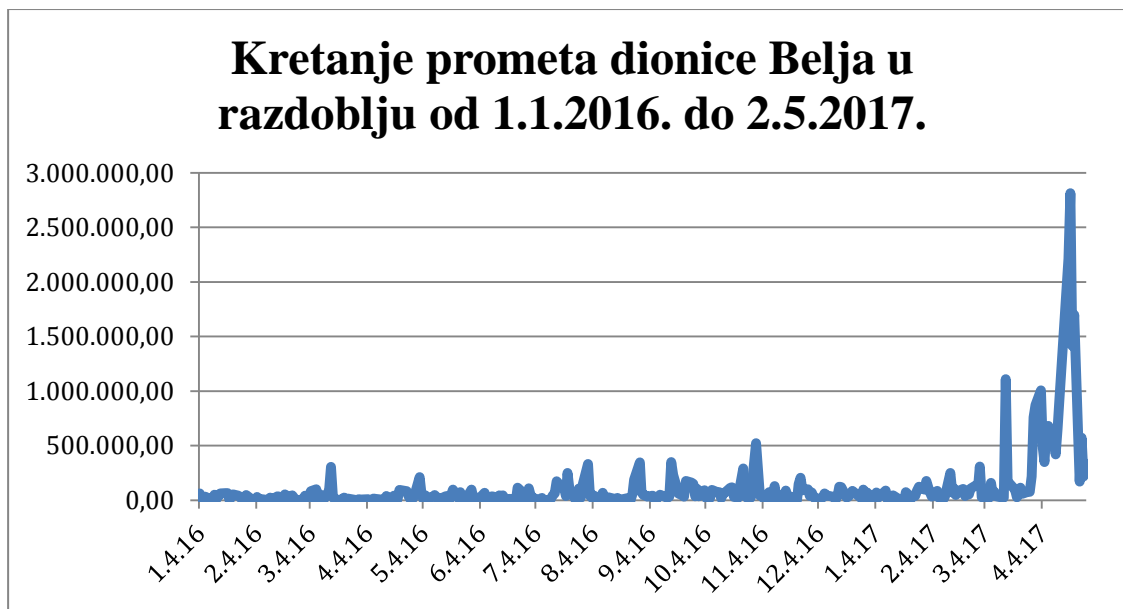
Slika 18 prikazuje promet dionice Leda po prestanku obustave trgovanja 3.11.2017. pa sve do 21.2.2018. Vidljivo je da je promet na početku razdoblja naglo porastao te dosegnuo razinu od čak 11.197.316,23 kn. no onda dolazi do pada i do kraja razdoblja se promet zadržava na znatno nižoj razini. Prosječni dnevni promet u razdoblju iznosio je 913.346,83 kn.

### 3.2.5. Belje



**Slika 19: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Belja u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

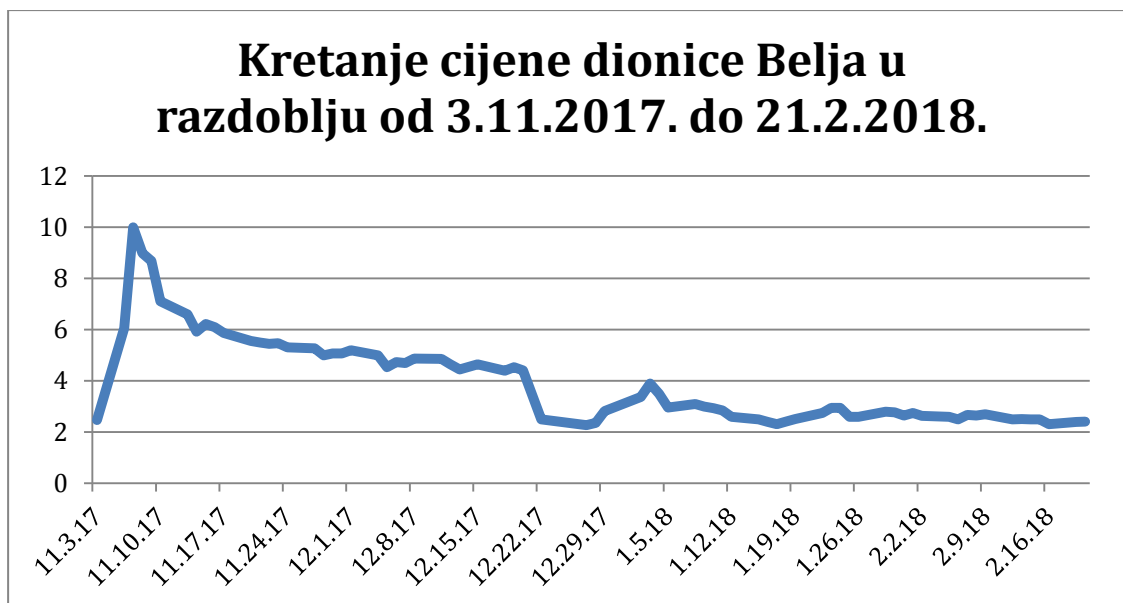


**Slika 20: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Belja u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

Slika 15 prikazuju kretanje cijene dionice Belja u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da je dionica ostvarivala pad cijena od početka 2016. godine pa sve do kraja 6. mjeseca iste godine. Tada kreće postupni rast cijene koji dostiže svoj vrhunac krajem 9. mjeseca 2016. godine kada cijena dostiže razinu od 27,84 kn. Nakon toga slijedi postupni pad cijene koji se u 3. mjesecu 2017. samo dodatno ubrzao.

Slika 16 prikazuju kretanje prometa dionice Leda u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza se vidi da je promet tokom skoro cijele 2016. godine bio jednolik i manji od 500.000 kuna. Prosječni dnevni promet u 2016. godini iznosio je 49.329,50 kn. No u razdoblju od 1.1.2017. do 2.5.2017. dolazi do naglog rasta prometa uslijed početka krize. U tom razdoblju prosječni dnevni promet iznosio je 278.284,51 kn što je višestruko više u odnosu na 2016. godinu. Najveći dnevni promet ostvaren u tom razdoblju iznosio je 2.811.665,75 kn.



**Slika 21: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Belja u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora



**Slika 22: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Belja u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora

Slika 21 prikazuje cijenu dionice Belja po prestanku obustave trgovanja 3.11.2017. pa sve do 21.2.2018. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da je, usprkos početnom rastu, cijena kroz ostatak razdoblja bila u konstantnom padu te je pri ponovnoj obustavi trgovanja iznosila 2,39 kn.

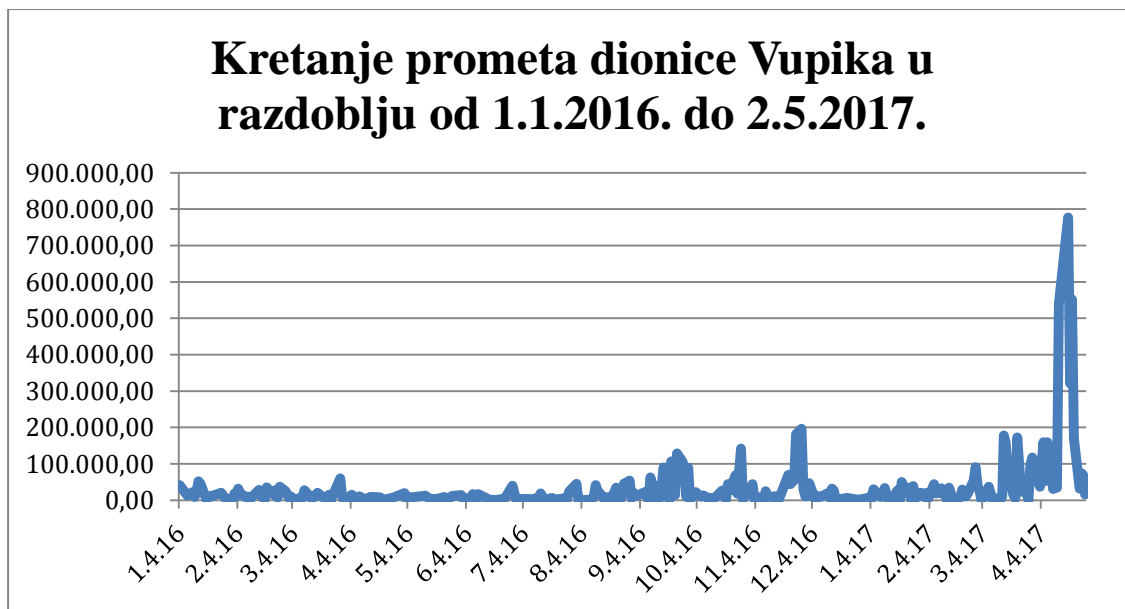
Slika 22 prikazuje promet dionice Belja po prestanku obustave trgovanja 3.11.2017. pa sve do 21.2.2018. Iz prikaza je vidljivo da je promet dionice prolazio kroz velike fluktuacije kroz promatrano razdoblje. Tek od 1. mjeseca 2018. godine dolazi do stabilizacije. Prosječni dnevni promet u promatranom razdoblju iznosio je 124.994,78 kn.

### 3.2.6. Vupik



**Slika 23: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Vupika u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

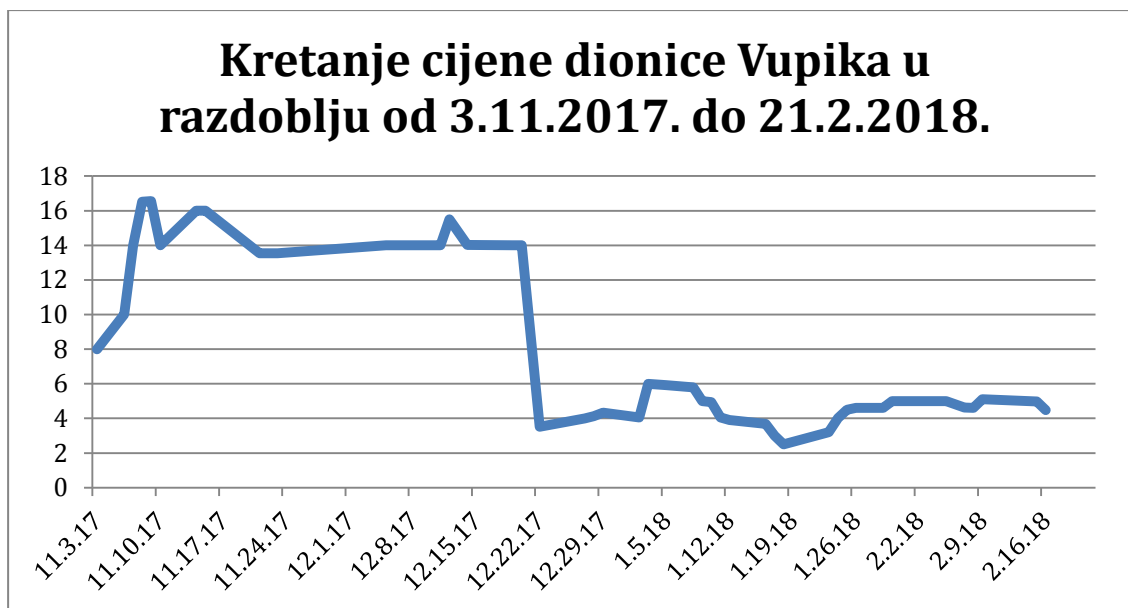


**Slika 24: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Vupika u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017.**

Izvor: Prikaz autora

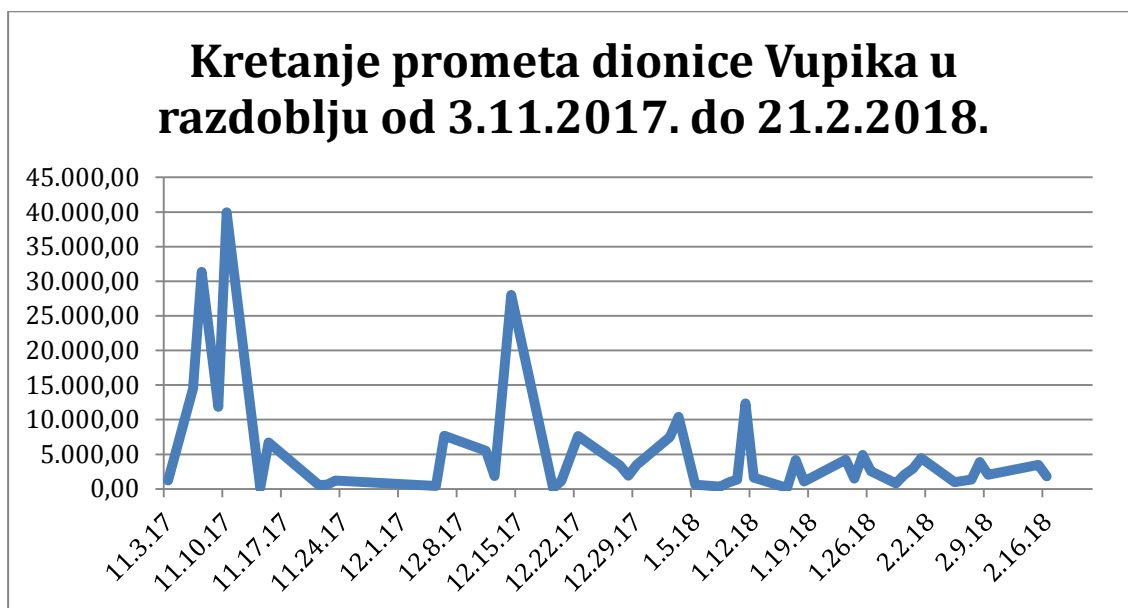
Slika 23 prikazuju kretanje cijene dionice Belja u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da je cijena od početka 2016. godine pa sve do početka 7. mjeseca iste godine bila u kontinuiranom padu. No tada počinje rast koji traje sve do kraja 9. mjeseca 2016. godine. Tada cijena dionice počinje opet padati no krajem 11. mjeseca doživljava kratkotrajni rast. Nakon toga opet počinje padati, a u prolaskom vremena taj se pad samo dodatno ubrzao.

Slika 24 prikazuju kretanje prometa dionice Leda u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 2. svibnja 2017. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da je kroz gotovo cijelu 2016. godinu promet dionice bio stabilan te na razini ispod 100.000 kuna. Tek krajem godine se u nekoliko dana dogodilo da je promet prešao tu razinu. U 2016. godini prosječni dnevni promet iznosio je 19.965,53 kn. No u 2017. godini dolazi do rasta dnevnog prometa koji je kulminirao krajem 4. mjeseca iste godine. Prosječni dnevni promet u razdoblju od 1.1.2017. do 2.5.2017. iznosio je 63.904,93 kn.



**Slika 24: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Vupika u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora



**Slika 25: Grafički prikaz kretanja prometa dionice Vupika u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora



Slika 24 prikazuje cijenu dionice Belja po prestanku obustave trgovanja 3.11.2017. pa sve do 21.2.2018. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da je cijena u početku razdoblja doživjela rast no onda nastupa stagnacija koja traje sve do 22.12.2017. kada nastupa nagli pad cijene. Nakon toga trgovanje se nastavlja uz omanje fluktuacije te dolazi do 4,48 kn prilikom obustave trgovanja.

Slika 25 prikazuje promet dionice Belja po prestanku obustave trgovanja 3.11.2017. pa sve do 21.2.2018. Iz grafičkog prikaza vidljivo je da je promet značajno manji nego u prošlom razdoblju te je u najprometnijem danu iznosio svega 39.970 kn. Iz prikaza se također mogu vidjeti i kraća razdoblja nelikvidnosti. U promatranom razdoblju prosječni dnevni promet iznosio je svega 5.712,09 kn.

### 3.4. Efikasna granica

U nastavku će biti prikazani efikasni portfelji za tri promatrana razdoblja te grafički prikazi efikasne granice za iste. Pri izračunu su korišteni tjedni podaci. Nadalje, za sve dionice u promatranim razdobljima izračunati su očekivani prinos te rizik mjeren standardnom devijacijom.

#### 3.3.1. Razdoblje od 1.1.2016. do 31.12.2016.

**Tablica 4: Očekivani prinos i rizik sastavnica portfelja za razdoblje od 1.1.2016. do 31.12.2016.**

	ZVZD	JMNC	TISK	LEDO	BLJE	VPIK
Očekivani prinos	1,27%	0,39%	-0,29%	0,33%	-0,14%	0,02%
Standardna devijacija	4,70%	2,76%	4,16%	1,61%	4,52%	7,11%

Izvor: Izračun autor

**Tablica 5: Efikasna granica i efikasni portfelji za razdoblje od 1.1.2016. do 31.12.2016.**

Udjel dionica u portfelju								
ZVZD	JMNC	TISK	LEDO	BLJE	VPIK	Očekivani prinos	Standardna devijacija	S
6,15%	13,15%	10,04%	66,22%	4,44%	0,00%	0,31%	1,31%	1,31%
18,34%	13,17%	1,85%	66,65%	0,00%	0,00%	0,50%	1,50%	1,50%
26,57%	10,12%	0,00%	63,32%	0,00%	0,00%	0,59%	1,70%	1,70%
33,58%	7,13%	0,00%	59,29%	0,00%	0,00%	0,65%	1,90%	1,90%
39,66%	4,55%	0,00%	55,78%	0,00%	0,00%	0,71%	2,10%	2,10%
45,25%	2,23%	0,00%	52,52%	0,00%	0,00%	0,76%	2,30%	2,30%
50,54%	0,00%	0,00%	49,46%	0,00%	0,00%	0,81%	2,50%	2,50%
55,49%	0,00%	0,00%	44,51%	0,00%	0,00%	0,85%	2,70%	2,70%
60,26%	0,00%	0,00%	39,74%	0,00%	0,00%	0,90%	2,90%	2,90%
64,91%	0,00%	0,00%	35,09%	0,00%	0,00%	0,94%	3,10%	3,10%
69,47%	0,00%	0,00%	30,53%	0,00%	0,00%	0,98%	3,30%	3,30%
73,95%	0,00%	0,00%	26,05%	0,00%	0,00%	1,03%	3,50%	3,50%
78,37%	0,00%	0,00%	21,63%	0,00%	0,00%	1,07%	3,70%	3,70%
82,75%	0,00%	0,00%	17,25%	0,00%	0,00%	1,11%	3,90%	3,90%
87,08%	0,00%	0,00%	12,92%	0,00%	0,00%	1,15%	4,10%	4,10%
91,38%	0,00%	0,00%	8,62%	0,00%	0,00%	1,19%	4,30%	4,30%
95,66%	0,00%	0,00%	4,34%	0,00%	0,00%	1,23%	4,50%	4,50%
100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,27%	4,70%	4,70%

Izvor: Izračun autor



**Slika 26: Grafički prikaz efikasne granice u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 31. prosinca 2016.**

Izvor: Prikaz autora

Tablica 5 prikazuje efikasne portfelje za razdoblje od 1. siječnja 2016. godine do 31. prosinca 2016. godine. Iz tablice je vidljivo da najveći prinos ostvaruje portfelj koji je sastavljen isključivo od dionica Zvijezde te njegov očekivani tjedni prinos iznosi 1,27% dok mu je standardna devijacija 4,70% stoga je to ujedno i najriskantniji portfelj te se nalazi na desnom kraju efikasne granice. Portfelj s najmanjom standardnom devijacijom tj. rizikom ima sljedeći sastav: 6,15% Zvijezda, 13,15% Jamnica, 10,04% Tisak i 4,44% Belje. Očekivani tjedni prinos tog portfelja iznosi 0,31% dok standardna devijacija iznosi 1,31%. Bitno je naglasiti da se u tom portfelju ne nalaze dionice Vupika. Također, razlika između standardne devijacije najrizičnijeg te portfelja s najmanjim rizikom iznosi 3,39 postotnih bodova.

3.3.2. Razdoblje od 1.1.2017. do 2.5.2017.

**Tablica 6: Očekivani prinos i rizik sastavnica portfelja za razdoblje od 1.1.2017. do 2.5.2017.**

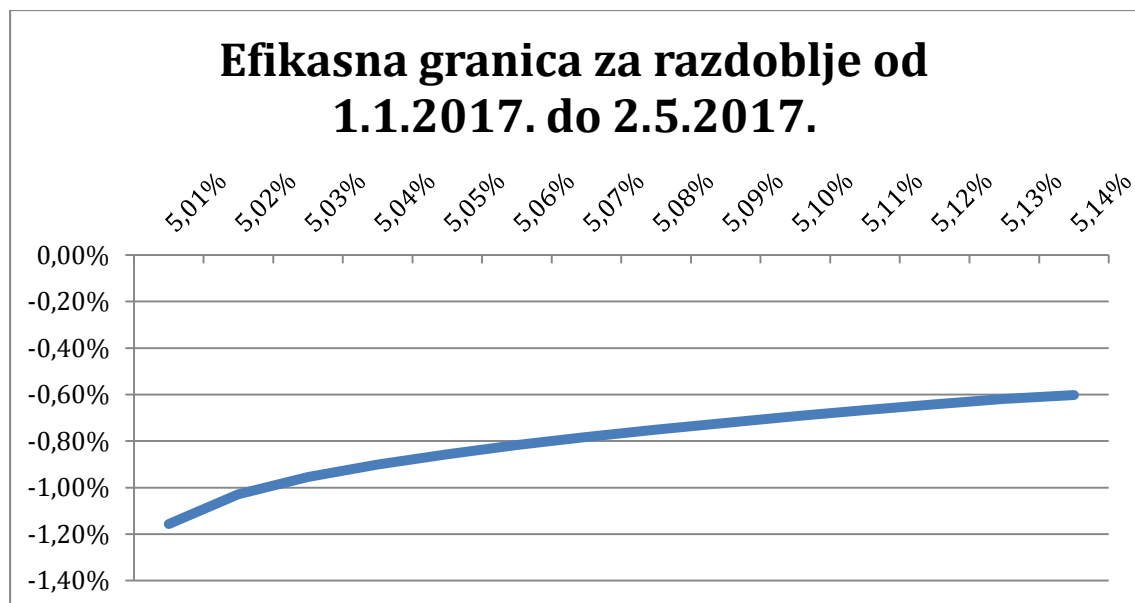
	ZVZD	JMNC	TISK	LEDO	BLJE	VPIK
Očekivani prinos	-5,26%	-5,51%	-0,60%	-6,82%	-6,51%	-5,49%
Standardna devijacija	13,26%	13,31%	5,14%	12,50%	10,36%	10,15%

Izvor: Izračun autor

**Tablica 7: Efikasna granica i efikasni portfelji za razdoblje od 1.1.2017. do 2.5.2017.**

Udjel dionica u portfelju								
ZVZD	JMNC	TISK	LEDO	BLJE	VPIK	Očekivani prinos	Standardna devijacija	S
0,00%	0,00%	91,09%	8,92%	0,00%	0,00%	-1,16%	5,01%	5,01%
0,00%	0,00%	93,15%	6,85%	0,00%	0,00%	-1,03%	5,02%	5,02%
0,00%	0,00%	94,35%	5,65%	0,00%	0,00%	-0,95%	5,03%	5,03%
0,00%	0,00%	95,21%	4,79%	0,00%	0,00%	-0,90%	5,04%	5,04%
0,00%	0,00%	95,92%	4,08%	0,00%	0,00%	-0,86%	5,05%	5,05%
0,00%	0,00%	96,54%	3,46%	0,00%	0,00%	-0,82%	5,06%	5,06%
0,00%	0,00%	97,10%	2,90%	0,00%	0,00%	-0,78%	5,07%	5,07%
0,00%	0,00%	97,61%	2,39%	0,00%	0,00%	-0,75%	5,08%	5,08%
0,00%	0,00%	98,09%	1,91%	0,00%	0,00%	-0,72%	5,09%	5,09%
0,00%	0,00%	98,53%	1,47%	0,00%	0,00%	-0,69%	5,10%	5,10%
0,00%	0,00%	98,96%	1,04%	0,00%	0,00%	-0,67%	5,11%	5,11%
0,00%	0,00%	99,36%	0,64%	0,00%	0,00%	-0,64%	5,12%	5,12%
0,00%	0,00%	99,74%	0,26%	0,00%	0,00%	-0,62%	5,13%	5,13%
0,00%	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,60%	5,14%	5,14%

Izvor: Izračun autora



**Slika 27: Grafički prikaz efikasne granice u razdoblju od 1. siječnja 2017. do 2. svibnja 2016.**

Izvor: Prikaz autora

Tablica 7 prikazuje efikasne portfelje za razdoblje od 1. siječnja 2017. godine do 2. svibnja 2017. godine. Iz tablice je vidljivo da svi portfelji imaju negativan očekivani prinos. Portfelj s najmanjom standardnom devijacijom ima sljedeći sastav: 91,09% Tisak te 8,92% Belje. Taj portfelj ima očekivani prinos -1,16% dok mu standardna devijacija iznosi 5,01%. Portfelj s najvećim rizikom tj. standardnom devijacijom je sastavljen isključivo od dionica Tiska te ima očekivani prinos -0,60% te standardnu devijaciju 5,14%. Nadalje, iz tablice je također vidljivo da dionice Zvijezde, Jamnice, Belja i Vupika nisu uključene ni u jedan portfelj. Također, razlika između standardna devijacije najriscantnijeg te portfelja s najmanjim rizikom tj. standardnom devijacijom iznosi svega 0,13 postotnih bodova.

3.3.3. Razdoblje od 3.11.2017. do 21.2.2018.

**Tablica 8: Očekivani prinos i rizik sastavnica portfelja za razdoblje od 3.11.2017. do 21.2.2018.**

	ZVZD	JMNC	TISK	LEDO	BLJE	VPIK
Očekivani prinos	-4,20%	-0,89%	-6,39%	-2,76%	-0,18%	-3,62%
Standardna devijacija	86,95%	43,15%	45,82%	30,11%	30,86%	44,49%

Izvor: Izračun autora

**Tablica 9: Efikasna granica i efikasni portfelji za razdoblje od 3.11.2017. do 21.2.2018.**

Udjel dionica u portfelju								
ZVZD	JMNC	TISK	LEDO	BLJE	VPIK	Očekivani prinos	Standardna devijacija	S
0,00%	0,00%	27,54%	44,69%	27,77%	0,00%	-3,04%	24,36%	24,36%
0,00%	0,00%	21,59%	25,92%	52,49%	0,00%	-2,19%	25,00%	25,00%
0,00%	0,00%	19,45%	19,34%	61,22%	0,00%	-1,88%	25,50%	25,50%
0,00%	0,00%	17,72%	14,00%	68,27%	0,00%	-1,64%	26,00%	26,00%
0,00%	0,00%	16,26%	9,30%	74,44%	0,00%	-1,43%	26,50%	26,50%
0,00%	0,00%	14,89%	5,18%	79,93%	0,00%	-1,24%	27,00%	27,00%
0,00%	0,00%	13,67%	1,29%	85,05%	0,00%	-1,06%	27,50%	27,50%
0,00%	0,00%	11,58%	0,00%	88,42%	0,00%	-0,90%	28,00%	28,00%
0,00%	0,00%	9,21%	0,00%	90,79%	0,00%	-0,75%	28,50%	28,50%
0,00%	0,00%	7,04%	0,00%	92,96%	0,00%	-0,62%	29,00%	29,00%
0,00%	0,00%	5,00%	0,00%	95,00%	0,00%	-0,49%	29,50%	29,50%
0,00%	0,00%	3,08%	0,00%	96,92%	0,00%	-0,37%	30,00%	30,00%
0,00%	0,00%	1,26%	0,00%	98,74%	0,00%	-0,26%	30,50%	30,50%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%	-0,18%	30,86%	31,00%

Izvor: Izračun autor

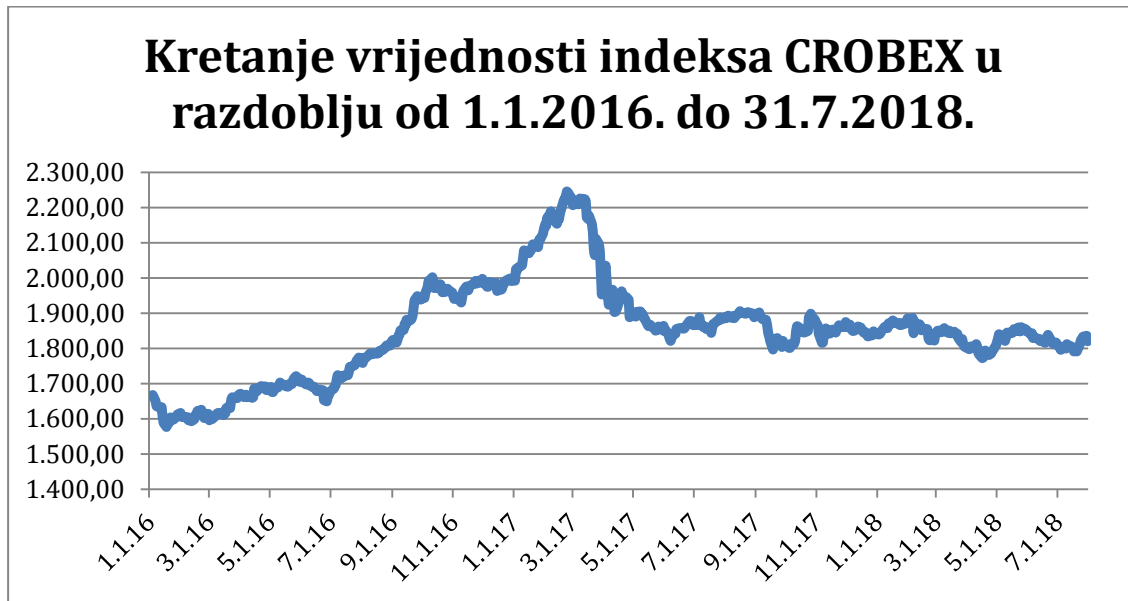


**Slika 28: Grafički prikaz efikasne granice u razdoblju od 3. studenoga 2017. do 21. veljače 2018.**

Izvor: Prikaz autora

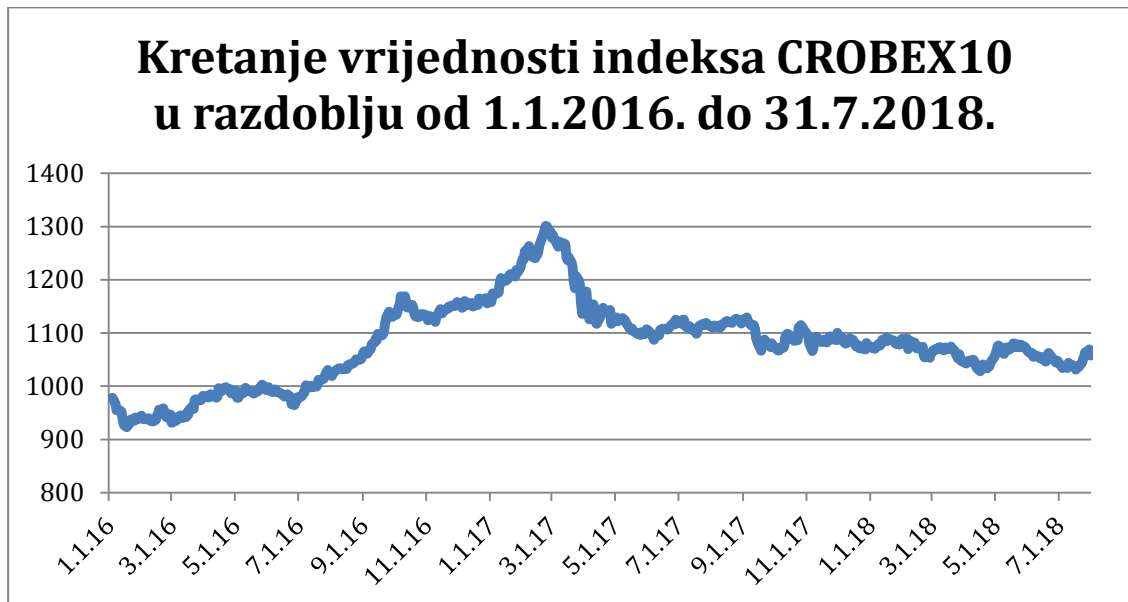
Tablica 9 prikazuje efikasne portfelje za razdoblje od 3. studenoga 2017. godine do 21. veljače 2018. godine. Iz tablice se može vidjeti da svi portfelji imaju negativan očekivani prinos te iznimno visoku standardnu devijaciju. Portfelj s najmanjom standardnom devijacijom ima sljedeći sastav: 27,54% Tisak, 44,69% Ledo te 27,77% Belje. Taj portfelj ima očekivani prinos -3,04% te standardnu devijaciju 24,36%. Portfelj s najvećom standardnom devijacijom je sastavljen isključivo od dionica Belja te ima očekivani prinos -0,18% te standardnu devijaciju od čak 30,86%. Nadalje, razlika između portfelja s najmanjom i najvećom standardnom devijacijom iznosi 6,50 postotnih bodova. Za kraj, bitno je naglasiti da podatke i rezultate za ovo razdoblje treba uzeti s dozom rezerve iz razloga što je u promatranom razdoblju dolazilo do ekstremnih kretanja cijena te izrazite nelikvidnosti određenih dionice što je moglo utjecati na valjanost modela.

### 3.4. Analiza tržišnih indeksa



**Slika 29:** Grafički prikaz kretanja vrijednosti indeksa CROBEX u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 31. srpnja 2018.

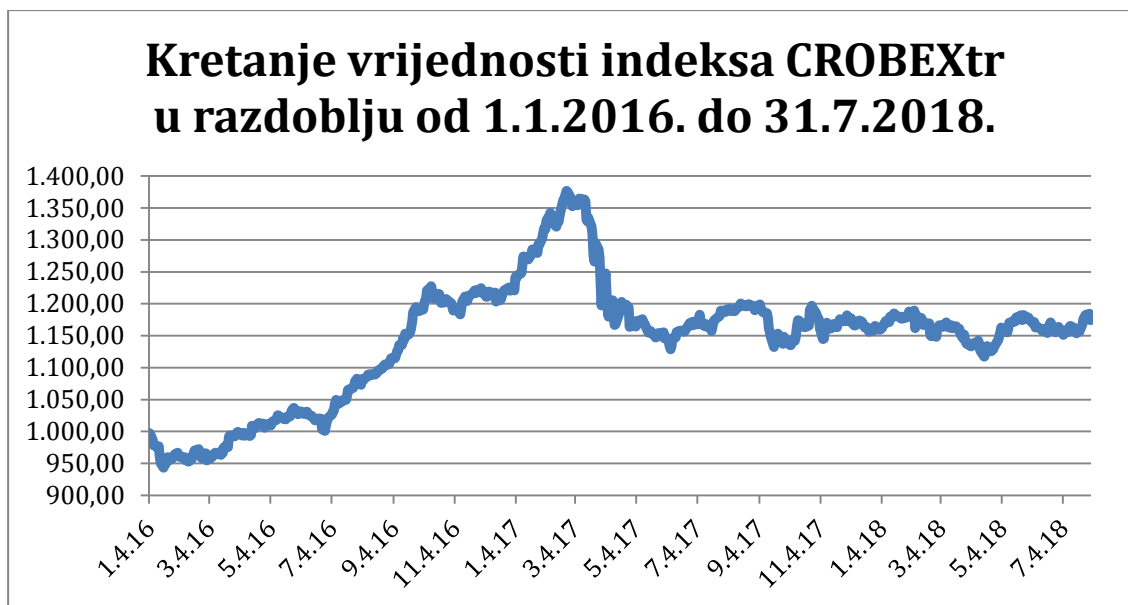
Izvor: Prikaz autora



**Slika 30:** Grafički prikaz kretanja vrijednosti indeksa CROBEX10 u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 31. srpnja 2018.

Izvor: Prikaz autora





**Slika 31: Grafički prikaz kretanja vrijednosti indeksa CROBEXtr u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 31. srpnja 2018.**

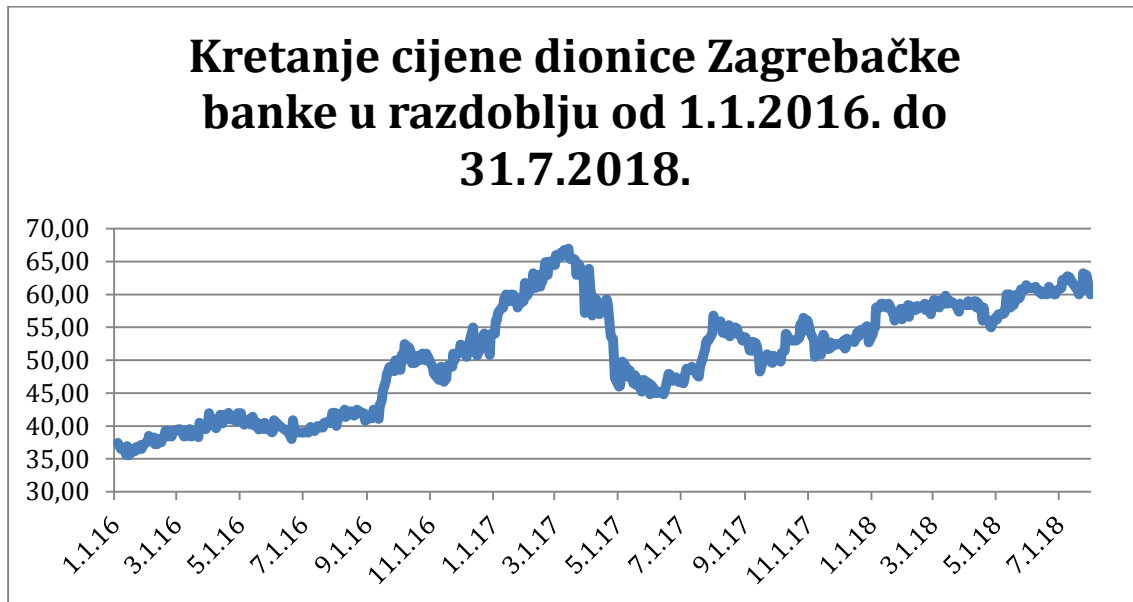
Izvor: Prikaz autora

Slike 26, 27 i 28 prikazuju kretanje tri tržišna indeksa: CROBEX, CROBEX10 i CROBEXtr u razdoblju od 1.1.2016. do 31.7.2018. Iz grafičkih prikaza vidljivo je da su sva tri indeksa imala poprilično slično kretanje. Od početka 2016. godine sva tri indeksa bila su u kontinuiranom rastu s manjim dnevnim fluktuacijama. taj impresivan rast trajao je sve do sredine 2. mjeseca 2017. godine kada sva tri indeksa doživljavaju svoj vrhunac u promatranom razdoblju. Tada problemi Agrokora postaju vidljivi te sva tri indeksa počinju padati i padaju sve do 11. mjeseca 2017. godine kada nastupa stagnacija koja traje sve do danas. Ovime se također potvrđuje hipoteza o utjecaju krize Agrokora na cjelokupno tržište kapitala.

### 3.5. Analiza ostalih društava

U ovoj cjelini testirat će se treća hipoteza o utjecaju Agrokora na društva sa značajnom operativnom izloženošću koncernu promatranjem kretanja cijena njihovih dionica.

#### 3.5.1. Zagrebačka banka

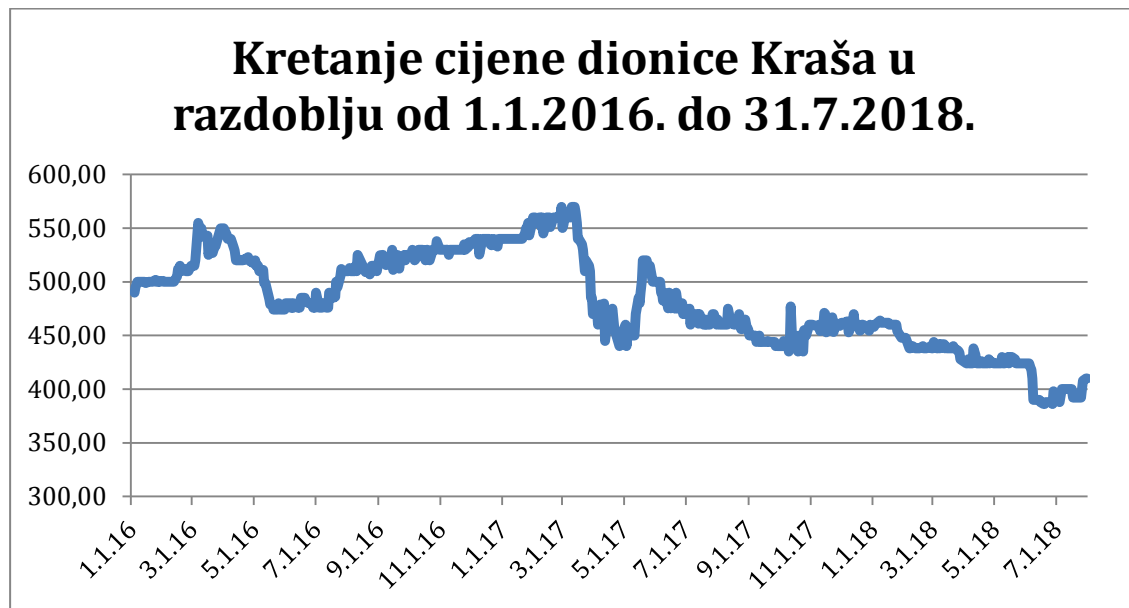


**Slika 32: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Zagrebačke banke u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 31. srpnja 2018.**

Izvor: Prikaz autora

Prema popisu tražbina iz nagodbe, Zagrebačka banka od Agrokora potražuje gotovo 2,5 milijarde kuna. Također, Zagrebačka banka je morala značajno podići rezervacije po svim kreditima Agrokoru što je prouzrokovalo značajan pad prihoda i dobiti. U 2017. godini, Zagrebačka banka ostvarila je 839.000.000 kuna dobiti što je pad od preko 50% u odnosu na 2016. godinu kada je ostvarila 1.709.000.000 kuna dobiti. Takva situacija ostavila je i negativan utjecaj na cijenu dionica Zagrebačke banke. U razdoblju prije krize cijena je kontinuirano rasla te se u 15 mjeseci gotovo udvostručilo te dostiže vrhunac pri cijeni od 66,80 kuna. No tada kreće kriza i cijena naglo pada na razinu ispod 50 kuna. No kako je Zagrebačka banka ipak najveća hrvatska banka koja godinama ostvaruje pozitivne poslovne rezultate cijena dionice opet počinje rasti te u svibnju 2018. godine opet prelazi cijenu od 60 kuna te nastavlja rasti.

### 3.5.2. Kraš

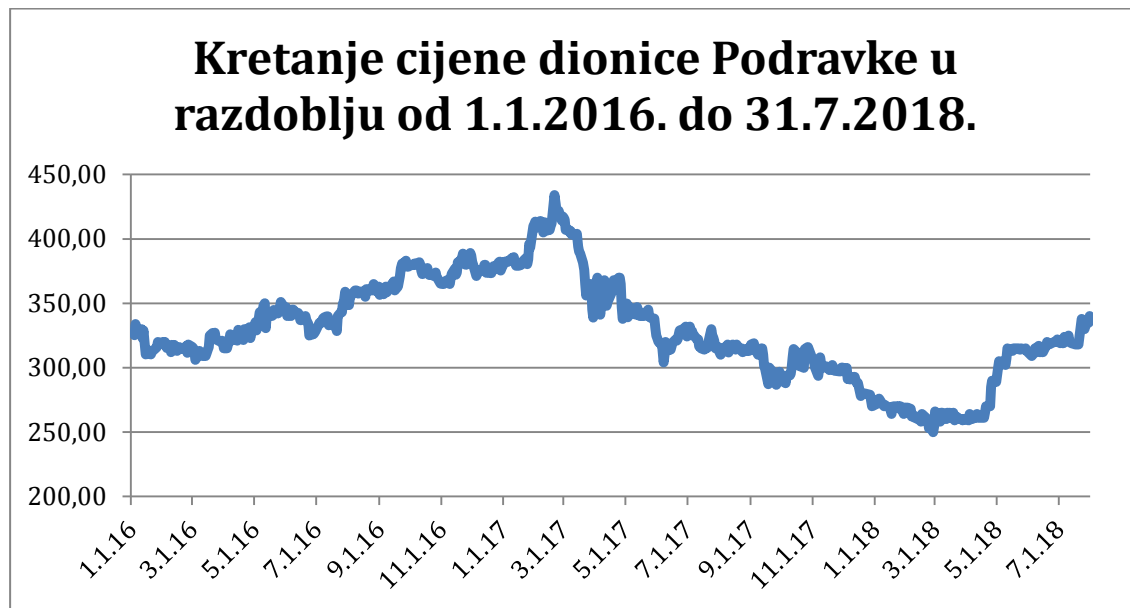


**Slika 34: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Kraša u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 31. srpnja 2018.**

Izvor: Prikaz autora

Prema popisu tražbina iz nagodbe, Kraš od Agrokora potražuje 60.218.000 kuna. Nadalje, Konzum je za Kraš predstavlja iznimno važan prodajni kanal stoga je razumljivo zašto je kriza Agrokora ostavila na Kraš. Cijena dionice Kraša je, uz fluktuacije, rasla od sredine svibnja 2016. pa sve ožujka 2017. kada kriza Agrokora uzima maha. Prije samog pada, najveća cijena dionice Kraša iznosila je 570 kuna. Tada kreće pad cijena dionica Kraša koji, uz kraća razdoblja omanjeg rasta, traje sve do danas. Pad cijene događa se iako Kraš kontinuirano ostvaruje dobit koja raste iz godine u godinu što samo govori koliko je kriza Agrokora ostavila snažan trag na industriju hrane i pića, ali i cijelo tržište kapitala.

### 3.5.3. Podravka

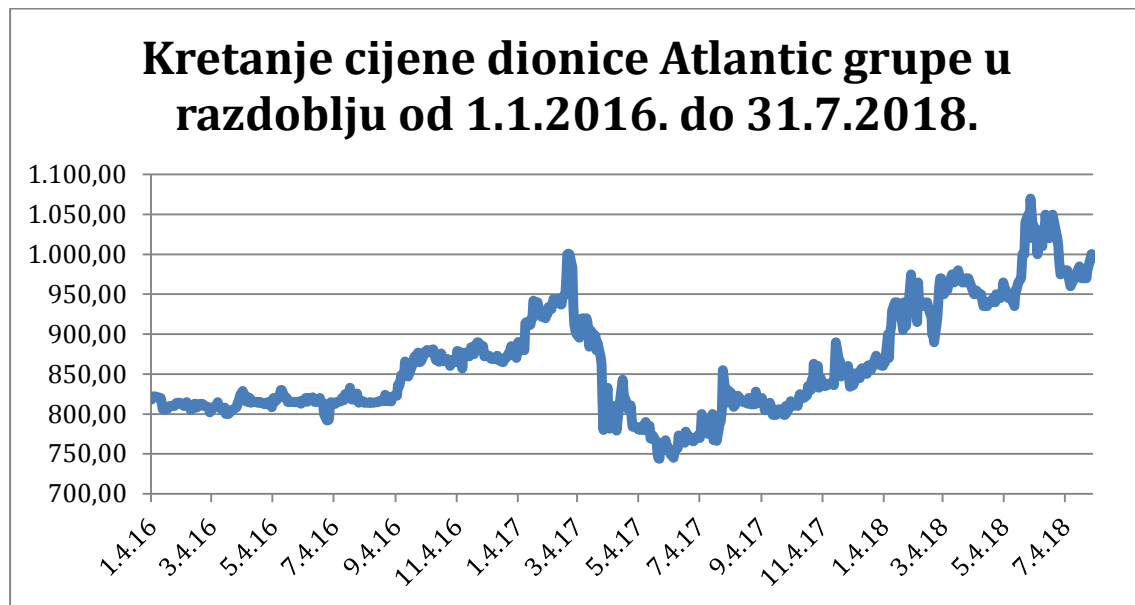


**Slika 33: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Podravke u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 31. srpnja 2018.**

Izvor: Prikaz autora

Prema popisu tražbina iz nagodbe, Podravka od Agrokora potražuje 137.629.000 kuna. Kao i kod Kraša, Agrokora je za Podravku predstavlja iznimno važan prodajni kanal stoga je kriza Agrokora i Podravku ostavila negativan utjecaj što je vidljivo iz kretanja cijene njenih dionica. Cijena dionica Podravke rasla je u razdoblju od početka 2016. godine pa sve do kraja veljače 2017. godine kada kriza Agrokora postaje javna. S vrhunca od 434 kune, cijena kontinuirano pada sve do svibnja 2018. godine. U tom razdoblju, Podravkine dionice izgubile su više od 40% vrijednosti. No u svibnju 2018. godine cijena dionice nakon više od godinu dana počinje rasti, a taj rast i dalje traje.

### 3.5.4. Atlantic grupa



**Slika 35: Grafički prikaz kretanja cijene dionice Podravke u razdoblju od 1. siječnja 2016. do 31. srpnja 2018.**

Izvor: Prikaz autora

Atlantic grupa je još jedno trgovačko društvo u nizu koje se bavi proizvodnjom prehrambenih proizvoda i napitaka za koje je Konzum predstavljao značajan prodajni kanal stoga je potrebno promotriti kretanje njegove cijene dionica. 10. travnja 2017. godine ukupna potraživanja Atlantic grupe prema Agrokoru iznosila su 290 milijuna kuna. Cijena dionica Atlantic grupe rasla je od početka 2016. godine sve do kraja veljače 2017. godine kada dostiže svoj vrhunac pri razini od 1.000 kuna. Tada počinje kriza i cijena dionica počinje padati, ali samo do lipnja iste godine kada cijena opet kreće rasti. Ipak, u razdoblju od svega 3 mjeseca, dionice je izgubila 25% vrijednosti. Rast koji počinje u lipnju 2016. godine traje, uz manje fluktuacije, sve do danas, a krajem svibnja 2018. godine cijena je prvi put nakon početka krize prešla razinu od 1.000 kuna.

## 4. SAŽETAK

Kriza trgovačkog društva Agrokor d.d. nenadano je stvorila značajne probleme za Republiku Hrvatsku te je predstavljala velik rizik za stabilnost gospodarstva. Navedena kriza ostavila je dubok trag na mnogo aspekte društva i gospodarstva koji će se biti prisutan još mnogi niz godina. Jedno od aspekata gospodarstva na koje je kriza ostvarila izniman utjecaj je tržište kapitala.

Cilj ovog diplomskog rada bio je utvrditi kakav i koliki utjecaj je navedena kriza ostavila na tržište kapitala u Republici Hrvatskoj. U radu je prvenstveno izvršen pregled razvoja koncerna Agrokor kroz povijest što je dalo dobar uvid u nastalu krizu.

Nadalje, u empirijskom dijelu rada testirane su 3 hipoteze postavljene u uvodu. Prvo je promatran utjecaj krize na tržišnu vrijednost dionica trgovačkih društava u vlasništvu Agrokoru kroz prizmu kretanja cijena, ali i prometa dionica tih društava u razdoblju koje je prethodilo krizi, a zatim i za vrijeme same krize. Također, primjenom moderne teorije portfelja, sastavljene su efikasne granice za sva tri promatrana razdoblja.

U nastavku rada su promatrani dionički indeksi Zagrebačke burze kao pokazatelji cjelokupnog tržišta. Također, promatran je i utjecaj tržišnu vrijednost dionica trgovačkih društava koja su imala značajnu operativnu izloženostu Agrokoru.

Provedenim istraživanjem dokazano je da je kriza Agrokoru ostavila iznimno negativan utjecaj na tržište kapitala Republike Hrvatske.

**KLJUČNE RIJEČI: Agrokor, tržište kapitala, moderna teorija portfelja**

## **5. SUMARRY**

The crisis of public company Agrokor d.d. suddenly created significant problems for the Republic of Croatia and represented a high risk for the stability of the economy. This crisis has left a deep mark on many aspects of society and economy that will be present for many years. One of the aspects of economy that the crisis has had an extraordinary impact is the capital market.

The goal of this graduate thesis was to determine the impact of the said crisis on the capital market in the Republic of Croatia. In the paper, an overview of Agrokor's development through history was historically carried out, giving a good insight into the crisis that emerged.

Furthermore, in the empirical part of the paper three hypotheses were tested that were introduced in the introduction. Firstly, the impact of the crisis on the market value of shares of the companies owned by Agrokor was analyzed through the price movements, but also through the stock turnover of these companies in the period preceding the crisis and then during the crisis itself. Also, applying the modern portfolio theory, efficient frontiers have been created for all three observed periods.

The stock indexes of the Zagreb Stock Exchange have been observed as the indicators of the overall market. Also, the market value of shares of the companies that had a significant operating exposure to Agrokor was also observed.

The research carried out has shown that the crisis of Agrokor left an extremely negative impact on the Croatian capital market.

**KEYWORDS: Agrokor, capital market, modern portfolio theory**

## 6. ZAKLJUČAK

Koncern Agrokor d.d. je od svog osnutka 1989. godine pa do danas postao najveće privatno trgovačko društvo s preko 60.000 zaposlenih u 61 trgovačkom društvu u više zemalja jugoistočne Europe. Društvo se godinama agresivno širilo, ostvarivalo višemilijunske dobiti, prihode od više desetaka milijardi kuna. Godinama je slovalo kao najveće društvo u regiji za proizvodnju i distribuciju prehrambenih proizvoda te vertikalno integriran lanac.

No početkom 2017. godine za Agrokor počinju problemi. Počinju se pojavljivati informacije kako je društvo prezaduženo te kako mu prijete mogućnost stečaja. U svega nekoliko mjeseci nastaje potpuna eskalacija te društvo postaje prijetnja za stabilnost gospodarstva Republike Hrvatske te Vlada Republike Hrvatske biva prisiljena intervenirati. U nastavku dolazi do otkrića značajnih financijskih malverzacija u društvu te počinju kazneni progoni svih odgovornih osoba.

Kriza koju je prouzrokovalo trgovačko društvo jedinstven je događaj u gospodarstvu Republike Hrvatske. Kriza je ostavila velik negativan utjecaj na mnoge aspekte gospodarstvom i financijskog sustava države. Među ostalim, iznimno negativan utjecaj ostavila je na tržište kapitala Republike Hrvatske što je i bila tema ovoga rada.

Hrvatsko tržište kapitala dugi je niz godina bilo u stagnaciji nakon velike krize 2008. godine. Tek 2016. godine dolazi do postepenog rasta aktivnosti na tržištu, cijene dionica počinju rasti kao i promet dionicama. Najbolje o tome govori činjenica da je tržišni indeks Zagrebačke burze CROBEX početkom 2017. godine prešao vrijednost od 2.000 tek prvi put nakon 2013. godine. No početkom krize Agrokora sav ostvaren rast biva poništen.

U svega nekoliko mjeseci, cijene dionica svih Agrokorovih sastavnica doživljavaju strmoglavi pad. Upravo neke od tih dionica su u prethodnoj godini ostvarivale impresivne stope rasta cijena da bi tada doživjele strmoglavi pad te nanijele velike gubitke investitorima. Dodatna šteta investitorima nastaje kada Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) donosi odluku o obustavi trgovanja svim sastavnicama Agrokora. Tada dolazi do situacije da investitori koji su imali dionice Agrokorovih sastavnica u portfeljima više ne mogu prodati svoje dionice te su prisiljeni podnijeti gubitke.



Nadalje, kriza nije samo ostavila negativan utjecaj na cijene dionice Agrokorovih sastavnica već na cjelokupno tržište. Naime, velike gubitke pretrpjela su trgovačka društva koja su imala značajnu operativnu izloženost prema koncernu. Ta društva većinom su bila banke (koje su financirale poslovanje Agrokora davanjem kredita) te društva kojima je primarna djelatnost proizvodnja prehrambenih namirnica i pića, a kojima je Agrokor, točnije Konzum, bio distributer te primarni prodajni kanal. Također, na tržištu je nastala sveopća panika te je došlo do stagnacije i pada cijena dionica društava koje nisu imale nikakvu izloženost Agrokoru (npr. Valamar Riviera).

Dubok trag koji je kriza ostavila na tržište kapitala osjetit će se još dugo vremena. Naime, ovakav događaj uvelike je erodirao povjerenje investitora, a poglavito malih investitora, u tržište kapitala te je samo produljilo trajanje negativnog stava naroda prema ulaganju u vrijednosne papire koje traje još od 2008. godine.

Također, ovakav događaj šalje veome negativnu sliku potencijalnim stranim investitorima za kojima hrvatsko tržište kapitala već dugu niz godina ima potrebu. Naime, ovakav događaj ostavlja dojam da je moguće da se sustavno naprave takvi propusti da dioničko društvo kojim se javno trguje na burzi objavljuje netočna i lažirana financijska izvješća koja zavaravaju investitore i pružaju krivi uvid u stvarno stanje trgovačkog društva. Nadalje, cijeli Zakon o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku predstavlja iznimno kontroverzan presedan kojim su dioničarima oduzeta prava, a naknadno nagodbom dioničari bivaju potpuno razvlašteni. Sve navedeno dugoročno će ostaviti iznimno negativan utjecaj na hrvatsko tržište kapitala.

Nadalje, sve tri hipoteze navedene u uvodu su potvrđene s naglaskom na prve dvije. Treću hipotezu o utjecaju Agrokora na trgovačka društva s značajnom operativnom izloženošću treba uzeti s dozom reserve iz razloga što postoji još takvih društava s čijim dionicama se javno trguje no ona nisu mogla biti uključena u analizu zbog izrazite nelikvidnosti njihovih dionica.

Za kraj, ovaj događaj će još godinama biti aktualan te će sigurno biti tema mnogih znanstvenih istraživanja i radova.

## 7. LITERATURA

1. Agrokor d.d. (2017): Povijest Agrokora, [Internet], raspoloživo na: <http://www.agrokor.hr/hr/koncern/povijest-agrokora/>
2. Agrokor d.d. (2015): Godišnje izvješće 2015., [Internet], raspoloživo na: <http://www.agrokor.hr/repository/files/0/f/0fbd2958526587ca2a9d553d9e02010f.pdf>
3. Aljinović, Z., Marasović, B., Šego, B. (2011): Financijsko modeliranje, Ekonomski fakultet u Splitu, Split
4. Bošković, R. (2017): Agrokorov poučak: koncern u Njemačkoj nije isto što i u Hrvatskoj, Večernji list, [Internet], raspoloživo na: <https://www.vecernji.hr/premium/ratko-boskovic-agrokor-koncern-njemacka-holding-ivica-todoric-1187583>
5. Bošković, R. (2017): Ivica Todorić - biografija palog kralja biznisa i politike, Profil, Zagreb
6. Jutarnji list (2017): Kronologija stvaranja velikog koncerna, [Internet], raspoloživo na: <http://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/kronologija-stvaranja-velikog-koncerna-znate-li-koje-je-godine-osnovan-agrokor-i-koliko-je-kostala-najveca-transakcija-u-povijesti-regije/5776463/>
7. Markowitz, H. M. (1952.): Portfolio Selection, The Journal of Finance, Vol. 7, Issue
8. Narodne novine, (2017): Zakon o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku, izdanje NN 32/2017
9. Nezirović, V. (2017): Kako je funkcionirala mreža firmi preko koje je Todorić kontrolirao Agrokor, Jutarnji list, [Internet], raspoloživo na: <http://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/kako-je-funkcionirala-mreza-firmi-preko-koje-je-todoric-kontrolirao-agrokor-koja-je-tvrtka-vlasnik-cega-koliko-duguje-i-tko-joj-je-sef/5918956/>
10. Pivac, S.(2010): Statističke metode, (e-nastavni materijal), Ekonomski fakultet u Splitu, Split
11. Repecki, M. (2017): Pogledajte Todoricevu mrežu: Vlasnik Agrokora je firma iz Nizozemske, Index, [Internet], raspoloživo na: <http://www.index.hr/vijesti/clanak/pogledajte-todoricevu-mrezu-vlasnik-agrokora-je-firma-iz-nizozemske/963538.aspx>
12. Rozga A. (2009): Statistika za ekonomiste, Ekonomski fakultet u Splitu, Split

13. Vidučić, LJ., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, IX izmijenjeno i dopunjeno izdanje, RRiF, Zagreb
14. Vranković, L. (2017): Uspon i pad poslovnog carstva, Jutarnji list, [Internet], raspoloživo na: <http://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/uspon-i-pad-poslovnog-carstva-agrokor-je-svoju-povijest-poceo-pisati-jos-76-s-cvjecarstvom-a-onda-je-nekontroliranim-sirenjem-zagospodario-balkanom/5878898/>
15. Zelenika, R. (2000): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog rada, IV. izdanje, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka