

# Usporedba procesa inicijalne javne ponude na primjeru odabranih dioničkih društava

---

Kuzman, Teo

Master's thesis / Diplomski rad

2022

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:545067>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-10-02**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij *Financijski menadžment*

Teo Kuzman

**Usporedba procesa inicijalne javne ponude na primjeru  
odabranih dioničkih društava**

Diplomski rad

Osijek, 2022.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Diplomski studij *Financijski menadžment*

Teo Kuzman

**Usporedba procesa inicijalne javne ponude na primjeru  
odabranih dioničkih društava**

Diplomski rad

**Kolegij: Financijski menadžment**

JMBAG: 0010221500

e-mail: [teo\\_kuzman@hotmail.com](mailto:teo_kuzman@hotmail.com)

Mentor: prof.dr.sc. Domagoj Sajter

Osijek, 2022.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics in Osijek  
Graduate Study *Financial management*

Teo Kuzman

**Comparison of the initial public offering process on the example  
of selected joint stock companies**

Graduate paper

Osijek, 2022.

**IZJAVA**  
**O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI,**  
**PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA,**  
**SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA**  
**I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA**

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski (navesti vrstu rada: završni / diplomski / specijalistički / doktorski) rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*.
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. Izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studenta/studentice:** Teo Kuzman

**JMBAG:** 0010221500

**OIB:** 57373616006

**e-mail za kontakt:** teo\_kuzman@hotmail.com

**Naziv studija:** Financijski menadžment

**Naslov rada:** Usporedba procesa inicijalne javne ponude na primjeru odabranih dioničkih društava

**Mentor/mentorica rada:** prof.dr.sc. Domagoj Sajter

U Osijeku, 25. 09. 2022. godine

Potpis



## SAŽETAK

Ovisno o tome u kojoj se fazi poslovanja nalaze trgovačka društva, postoje različiti načini financiranja rasta i razvoja, te usklađivanja istih sa strateškim planom. U fazi zrelosti tri su najzastupljenija načina na koja se rast može financirati. Jedan od njih je iz zadržane dobiti, te je on najčešći kod preuzimanja drugih društava. Financiranje putem duga je prevladavajući način kod financiranja velikih investicija. Posljednji način, te onaj koji je obrađen u ovom radu, je putem izdavanja dionica, odnosno inicijalnom javnom ponudom. Inicijalna javna ponuda predstavlja prodaju dijela vlasništva (običnih dionica) zainteresiranim investitorima u zamjenu za potreban kapital, što je u osnovi manje rizično nego prikupljanje kapitala zaduživanjem. Prikazan je proces, sudionici, te kriteriji uvrštenja na pojedine svjetske burze, ali i Zagrebačku burzu, na kojoj su uvrštena dva promatrana dionička društva. Prikazani su trendovi u pojedinim sektorima vezani za apsolutne količine inicijalnih ponuda, te ostvarene prihode, te time objašnjena važnost inicijalnih ponuda za svjetsku ekonomiju, kroz prikazivanje ukupnog broja inicijalnih ponuda, te prihoda ostvarenih putem njih kroz određeno razdoblje.

Kako proces inicijalne javne ponude funkcionira na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj prikazano je putem usporedbe dviju recentnih javnih ponuda društava Meritus ulaganja d.d. (M+ grupa), te SPAN d.d.. Osim toga prikazana je sekundarna ponuda dionica društva Meritus, kako bi se objasnio učinak koji javna ponuda može imati na društvo, te na njegovu mogućnost ostvarivanja prihoda putem nje.

**Ključne riječi:** inicijalna javna ponuda (IJP), NASDAQ, HKEEx, M+ Grupa, SPAN.

## **ABSTRACT**

Depending on the stage of business companies are in, there are different ways of financing growth and development, and harmonizing them with the strategic plan. In the mature stage, there are three most prevalent ways in which growth can be financed. One of them is from retained earnings, which is the most common when taking over other companies. Debt financing is the predominant way of financing large investments. The last way, and the one that is covered in this paper, is through the issue of shares, that is, through an initial public offering. An initial public offering represents the sale of part of the ownership (common shares) to interested investors in exchange for the necessary capital, which is essentially less risky than raising capital through debt. The process, participants, and criteria for listing on individual world stock exchanges, as well as the Zagreb Stock Exchange, where the two observed joint stock companies are listed, are presented. The trends in individual sectors related to the absolute quantities of initial offers and realized revenues are shown, and thus the importance of initial offers for the world economy is explained, through the presentation of the total number of initial offers, and the income generated through them over a certain period.

How the initial public offering process works on the capital market in the Republic of Croatia is shown through a comparison of two recent public offerings of the companies Meritus investments d.d. (M+ group), and SPAN d.d.. In addition, the secondary offering of Meritus shares is presented, in order to explain the effect that the public offering can have on the company, and on its ability to generate income through it.

**Keywords:** initial public offering (IPO), NASDAQ, HKEx, M+ Group, SPAN.

# SADRŽAJ

1. Uvod.....	1
2. Proces inicijalne javne ponude dionica.....	2
2.1. Priprema procesa inicijalne javne ponude.....	3
2.2. Odabir pokrovitelja uvrštenja.....	8
2.3. Prednosti i nedostaci inicijalne javne ponude.....	9
2.3.1. Prednosti.....	10
2.3.2. Nedostaci.....	12
3. Metodologija rada.....	15
3.1. Predmet i cilj rada.....	15
3.2. Primijenjene znanstvene metode u radu.....	15
3.3. Struktura rada.....	16
4. Inicijalne javne ponude u Hrvatskoj i svijetu.....	17
4.1. Pregled recentnih inicijalnih javnih ponuda u svijetu.....	17
4.1.1. Inicijalna javna ponuda na NASDAQ.....	21
4.1.2. Inicijalna javna ponuda na burzi u Hong Kongu (HKEX).....	23
4.2. Prikaz recentnih inicijalnih javnih ponuda u Hrvatskoj.....	25
4.3. Usporedba inicijalnih javnih ponuda Span d.d. I Meritus ulaganja d.d. (M+ grupa).....	27
4.3.1. Inicijalna javna ponuda Span d.d. ....	27
4.3.2. Inicijalna javna ponuda Meritus ulaganja d.d. (M+ grupa).....	31
5. Zaključak.....	34
Literatura.....	35
POPIS SLIKA.....	38
POPIS TABLICA.....	39
POPIS GRAFIKONA.....	40



# 1. Uvod

Financiranje rasta i razvoja, odnosno prikupljanja potrebnog kapitala za unapređenje poslovanja je izazov s kojim se susreću gotovo sva poduzeća koja danas posluju u sve konkurentnijem i izazovnijem okruženju, te se zbog toga odluka o financiranju nameće kao jedna od najvažnijih koje menadžment ili vlasnici poduzeća moraju donijeti. Sve veća dinamičnost poslovanja i globalizacija poslovanja utjecale su na promjenu pristupa u korporativnom upravljanju, te se kao rezultat tih faktora javlja rizik, ali uz rizik javlja se i sve veća mogućnost samog rasta i razvoja poduzeća. Upravljanje izvorima financiranja poduzeća spada pod segment upravljanja korporativnim financijama, te se može reći da je ono temelj upravljanja.

Zbog toga se sva pitanja postavljena od strane ostalih poslovnih funkcija, kao što su marketing, istraživanje i razvoj, nabava, proizvodnja, upravljanje ljudskih resursa zapravo ovise o aktivnostima koje su rezultat odluka o izvorima financiranja, vrstama financiranja, te udjelima pojedinih vrsta financiranja u ukupnom financiranju poduzeća.

Kako navode Van Horne & Wachowicz (2014), tri su glave funkcije odlučivanja financijskog menadžmenta, a to su investiranje, financiranje i planiranje te upravljanje imovinom. Postoje razne vrste pribavljanja potrebnog kapitala, odnosno financiranja poduzeća kao što su strateški partneri, krediti banaka, trgovački krediti, zadržana dobit, emisija obveznica ili ono na što se ovaj rad usredotočuje, inicijalna javna ponuda dionica. Prilikom odabira izvora financiranja poduzeća potrebno je posebnu pažnju posvetiti strukturi i ročnosti financiranja zbog toga što imaju značajan utjecaj na kratkoročnu, srednjeročnu ili dugoročnu stabilnost poduzeća.

Emisija vrijednosnih papira, odnosno prvi izlazak poduzeća koji traži novi način financiranja na tržište kapitala, koji se naziva inicijalna javna ponuda je od velikog značaja za poduzeće, ne samo zbog privlačenja novih investitora, nego i zbog veće konkurentnosti, većeg kredibiliteta, te prepoznatljivosti na tržištu. Emisija vrijednosnih papira se vrši na tržištu kapitala, te je to također tržište na kojem se najviše trguje dionicama. Tržište kapitala se dijeli na primarno i sekundarno tržište, gdje se na primarnom tržištu obavlja primarno, odnosno prvo izdavanje vrijednosnih papira, to jest inicijalna javna ponuda, a na sekundarnom se trguje već prije izdanim vrijednosnicama.

## 2. Proces inicijalne javne ponude dionica

Poduzeće se kroz svoje poslovanje suočava sa mnogim problemima i poteškoćama, koji mogu biti rezultat promjena na lokalnom, nacionalnom ili međunarodnom tržištu. Postoje mnogi načini na koje se poduzeće može prilagoditi, od kojih je najučinkovitiji provođenje procesa analize internih i eksternih čimbenika koji utječu na poslovanje poduzeća, te na temelju provedene analize izrada srednjoročne ili dugoročne strategije djelovanja, koja obuhvaća i strategiju financiranja poduzeća. Na temelju rečenog može se zaključiti da je proces analize, odnosno odluke koje rezultiraju tim procesom izrazito bitne u korporativnom sektoru, te koliko jedna odluka može utjecati na poslovanje poduzeća. Značajan udio u već spomenutom procesu donošenja odluke ima financijski menadžment, kroz utjecaj na načine, vrste i iznose financiranja poslovanja. „U razdoblju kada dolazi do nepredvidivih i brzih ekonomskih promjena kao što su promjene kamatnih stopa, stope inflacije i deflacije, bruto domaćeg proizvoda, optimizma investitora i potrošača, tečajnih kretanja, rasta i pada troškova inputa itd., od financijskog sektora se očekuje da osigura potreban financijski kapital te da njime upravlja na najučinkovitiji i najunosniji način.“ (Novak, 2002.).

Spomenuti financijski kapital poduzeće može prikupiti kroz pozitivno poslovanje, odnosno ostvarenje dobiti, emisijom vrijednosnih papira od kojih neke mogu biti obveznice, dionice, raznim vrstama kredita i/ili prodajom imovine. U dinamičnom i suvremenom financijskom i poslovnom okruženju veliki dio poduzeća donosi odluku izlaska na tržište kapitala – burzu, ili tržište novca kroz izdavanje vrijednosnih papira. Zbog sve veće pristupačnosti i prisutnosti burze, sve se veći broj poduzeća odlučuje na ovaj način financiranja svojih poslovnih potreba. Inicijalnom javnom ponudom (eng. initial public offering, IPO) zove se situacija kada određeno poduzeće po prvi puta izlazi na burzu, odnosno kada se kroz proces inicijalne javne ponude po prvi puta nude dionice poduzeća široj investicijskoj javnosti. „Emisijom vrijednosnih papira poduzeće izlazi u javnost i javnosti se predstavlja na transparentan način. Koncept izlaska na burzu (eng. „going public“) je općeprihvaćen koncept financiranja u suvremenim poslovnim sustavim, a predstavlja proces ponude vlastitih vrijednosnih papira javnosti“ (Klačmer Č.M. & Cingula, 2012.).

Kako navode Saunders & Cornett (2006), inicijalna javna ponuda (nadalje: IJP) je prvo javno izdavanje financijskih instrumenata, odnosno dionica od strane tvrtke prema cjelokupnoj javnosti. Prema tome se može reći da je inicijalna javna ponuda dionica način financiranja

poduzeća u kojem ono po prvi puta javnim ulagačima pruža dio vlasništva nad poduzećem kroz posjedovanje vrijednosnog papira. Poduzeće tu ponudu dionica vrši na primarnom tržištu, kao prvom koraku u trgovanju sa novim vrijednosnim papirom. To potvrđuje i Saunders, „Primarna tržišta su tržišta na kojima korporacije prikupljaju sredstva putem novih emisija dionica.“ (Saunders & Cornett, 2006). Proces prodaje novih dioničkih vrijednosnih papira započinje na primarnom tržištu, gdje se prodaju početnim investitorima koji nude novac koji treba izdavatelj tog vrijednosnog papira.

## **2.1. Priprema procesa inicijalne javne ponude**

Priprema procesa inicijalne javne ponude u poduzeću započinje dubinskom analizom poslovanja te definiranjem dugoročne strategije i tržišne pozicije koju poduzeće želi zauzeti u narednom periodu, te tek nakon svega navedenom pristupiti odlučivanju o provedbi postupka IJP. Uzrok odluke da poduzeće pristupi procesu IJP najčešće je problem u financiranju rasta, odnosno potreba za financijskim sredstvima, kako bi se financirala prije spomenuta strategija rasta u dugom roku. Prema Corporate Finance Institute (2022) postoji pet faza provođenja procesa IJP, a to su:

- 1) odabir investicijske banke, odnosno pokrovitelja uvrštenja,
- 2) dubinska analiza poslovanja i priprema dokumentacije,
- 3) određivanje cijena,
- 4) stabilizacija,
- 5) prijelaz na tržišno natjecanje, odnosno uvrštenje na uređeno tržište.

Nastavno na spomenutih pet faza provođenja procesa IJP, napraviti će se kratak pregled svake od faza, počevši sa odabirom pokrovitelja uvrštenja. Pokrovitelj uvrštenja najčešće je investicijska banka, odnosno investicijsko društvo kada govorimo o pokroviteljima izdanja izvan Republike Hrvatske, dok su u RH najčešći pokrovitelji izdanja poslovne banke, koje imaju poseban odjel investicijskog bankarstva. Primjer vodećih banaka kao pokrovitelja uvrštenja odnosno izdanja je i izdavanje obveznica od strane Ministarstva financija, gdje su „izdanje obveznica aranžirale Erste & Steiermärkische Bank, Privredna banka Zagreb, Raiffeisenbank Austria i Zagrebačka banka, u ulozi zajedničkih agenata, pokrovitelja izdanja i

agenata uvrštenja, dok su Hrvatska poštanska banka, Hypo Alpe-Adria-Bank, Sberbank i Societe Generale - Splitska banka sudjelovali kao su-aranžeri.“ (IUSINFO, 2016).

Iduća faza je dubinska analiza poslovanja i priprema dokumentacije gdje se poduzeće bavi dubinskom analizom (eng. due diligenceom) i izradom prospekta. Kada se dionice poduzeća prvi puta prodaju široj javnosti, odnosno kada se provodi inicijalna javna ponuda dionica, pokrovitelj uvrštenja, bila to banka ili investicijsko društvo, treba provesti analizu poslovanja poduzeća. „...vodeći investicijski bankar obaviti će detaljnu analizu društva kako bi odredio njegovu vrijednost.“ (Orsag, 2011.). Kada se govori o izradi dokumentacije, odnosi se na onu koja je zahtijevana od strane regulatornog tijela i burze, gdje postoje male razlike u opsegu potrebnih informacija. Unatoč tome u većini slučajeva potrebni dokumenti su izjava o registraciji i prospekt (PwC, 2017). Izrada prospekta jedan je od najvažnijih koraka u procesu provođenja IJP dionica, a prospekt predstavlja „informativni dokument koji sadrži sve bitne podatke o vrijednosnom papiru te o samom izdavatelju, njegovu financijskom položaju i poslovanju.“ (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2009).

Drugi način opisivanja prospekta dan je od strane Rossa & Westerfielda (1999), gdje su prospekt opisali kao legalni dokument koji se mora dati svakom investitoru koji namjerava kupiti registrirani vrijednosni papir u raspisu emisije. Prospekt mora imati minimalan sadržaj koji propisuje regulatorno tijelo, prema određenim zakonima i uredbama. Regulatorno tijelo u RH je Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, odnosno HANFA. Konačni sadržaj prospekta se prilagođava burzi i tržištu, odnosno investitorima prema kojima je poduzeće orijentirano.

Prema Orsagu (2011) prospekt opisuje detalje o društvu koje provodi javnu emisiju i detalje o vrijednosnom papiru koji se emitira. Kada se na prospekt gleda sa pozicije malog investitora, on je zapravo skup svih zakonom i pravilnikom utvrđenih potrebnih izvještaja, koji objedinjuju sve podatke koji bi investitorima mogli biti zanimljivi, odnosno potrebni pri donošenju kvalitetne investicijske odluke. Upravo to potvrđuje i HANFA: „Prospekt mora biti pregledan i razumljiv, a informacije u njemu moraju biti prikazane na način koji omogućuje njihovu jednostavnu analizu“. (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2009). HANFA je propisala format izrade prospekta, informacije koje moraju biti sadržane u njemu, te način objave prospekta putem Pravilnika o minimumu informacija u prospektu, formatu prospekta i objavi oglasa u vezi s prospektom (Narodne Novine, 05/09).

Određivanje cijena je faza koja se provodi nakon zadovoljavajuće dubinske analize poslovanja poduzeća, gdje se temeljem te analize utvrđuje početna cijena vrijednosnog papira koji se emitira. Ova faza je specifična po tome što se cijena određuje po prvi puta i vrijednosni papir se emitira na primarno tržište, gdje će se nadalje cijena određivati na sekundarnom tržištu, odnosno burzi. Društvo koje provodi inicijalnu javnu ponudu treba uzeti u obzir razne faktore koji mogu utjecati na određivanje cijene emitirane dionice, ali i količine koju namjeravaju emitirati.

Prema Orsagu (2011), upravo se u ovom koraku obavlja analiza sektora i industrije u kojoj društvo posluje, analiza financijskih karakteristika dioničkog društva i procjena očekivanih dobiti i novčanih tokova koje će biti generirane od strane poslovanja spomenutog društva, kako bi se odredila cijena emitiranog vrijednosnog papira. Još jedan bitan faktor koji društvo mora uzeti u obzir je i javna percepcija društva, odnosno očekivana potražnja za emitiranim dionicama, te zbog toga društvo mora izabrati pravo vrijeme za emisiju. To potvrđuje i Orsag „Pri određivanju cijena uključuje se i anticipirana potražnja.“ (Orsag, 2011.). Uzimajući u obzir činjenicu da je poduzeće poprilično subjektivno prilikom ispitivanja o potražnji za vlastitim dionicama, veliku ulogu vezanu za količinu dionica u emisiji i cijenu istih, ima pokrovitelj uvrštenja, odnosno investicijska banka, kako bi investitorima skrenula pažnju na određeno poduzeće, te stvorila osnovu za daljnji rast. U slučaju da se ne stvori dovoljna potražnja za dionicama, odnosno nesrazmjer ponude i potražnje, poduzeće se dovodi do situacije da ne prikuplja dovoljno potrebnih sredstava. Upravo je ovo jedan od razloga podcjenjivanja vrijednosti emitiranih dionica prilikom procesa IJP. „Podcjenjivanje predstavlja trošak za postojeće vlasnike jer novi ulagači smiju kupiti dionice tvrtke po povoljnijoj cijeni.“ (Brealey, Myers, & Marcus, 2007). Upravo to kupovanje po povoljnijoj cijeni investitori čine zbog očekivanja rasta cijene dionice na dan kada se krene trgovati njome, te time povećavaju potražnju za tom emisijom. Smatra se da je dobra inicijalna javna ponuda ona za koju je potražnja dva do tri puta veća od ponude.

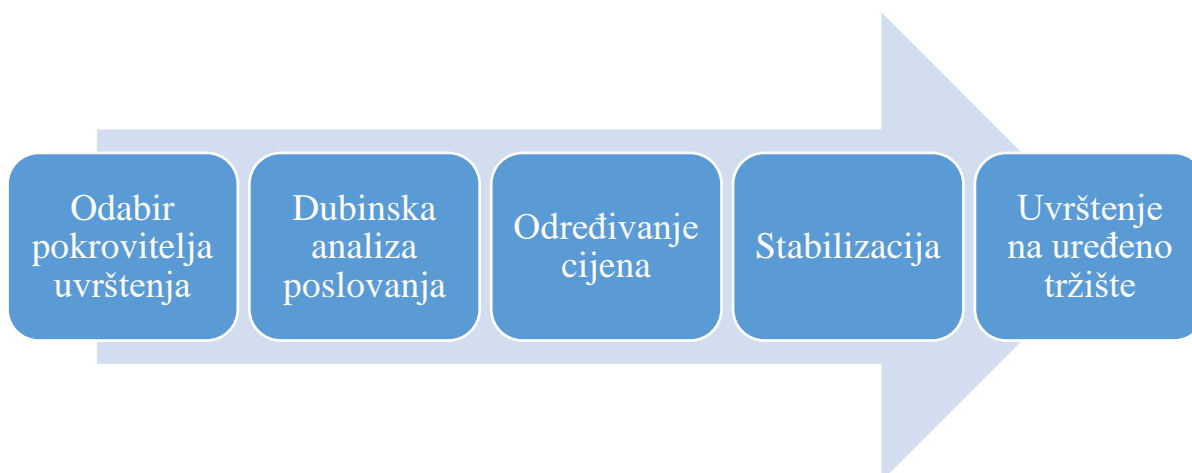
Nakon određivanja količine koja će biti emitirana, te u slučajevima fiksnih uvjeta, cijene dionice, te konačnog dogovora između emitenta i pokrovitelja uvrštenja, dionice su spremne za distribuciju. No unatoč tome, postoje određene mjere koje pokrovitelji uvrštenja provode, a odnose se na stabilizaciju cijena tog vrijednosnog papira. Iako je emisija po fiksnim uvjetima jedna od najčešćih kada se govori o inicijalnim javnim ponudama, postoje i kombinirane emisije koje mogu pokroviteljima uvrštenja pomoći prilikom stabilizacije cijena. Jedan od tih

modela je i „izgradnja knjige“ (eng. book building), a ona se odnosi na stvaranje fleksibilnosti prilikom određivanja konačne cijene emisije. Prema Gargu (2013), riječ „Izgradnja knjige“ je metoda oglašavanja dionica poduzeća prilikom inicijalne javne ponude, na način da se količina i cijena dionica koje će biti emitirane određuje na temelju ponuda primljenih od strane potencijalnih ulagača, odnosno institucionalnih ulagača i investicijskih banaka. Prema ovoj metodi cijena dionica je određena prema pravoj potražnji, odnosno „Izgradnja knjige pomaže razotkriti potražnju za namjeravanom emisijom“ (Orsag, 2011.).

Osim „izgradnje knjige“ postoji još jedan način kombinirane emisije, a to je opcija „zelene cipele“ (eng. greenshoe) koja ugrađuje mogućnost povećanja količine emisije ukoliko je ona dobro prihvaćena na tržištu. „Ime „zelena cipela“ dolazi od imena prvog društva koje je odobrilo takvu opciju, pod imenom Green Shoe Company.“ (Rosenberg, 1993). Unatoč tome što je „zelena cipela“ naizgled opcija koja ide na korist svima, postoje određeni problemi, te je zbog toga „globalno, izgradnja knjige prevladavajuća metoda određivanja cijene “ (Ayala, 2016).

Konačna faza u procesu inicijalne javne ponude prema Corporate Finance Institute (2022) je prijelaz na tržišno natjecanje, jer se po završetku procesa inicijalne javne ponude privatno poduzeće pretvara u javno poduzeće, te je pod obveznom puno rigoroznijih standarda izvještavanja i transparentnosti. Osim tih standarda, prijelaz iz privatnog u javno označava i početak trgovanja njegovim dionicama na sekundarnom tržištu. Ovim putem se ostvaruje i objektivno vrednovanje tržišne vrijednosti poduzeća, dokle god ono kotira na burzi. Zbog toga poduzeće mora obratiti pažnju i na kretanja na sekundarnom tržištu, upravo zbog percepcije javnosti o stanju društva.

U nastavku je prikazan proces inicijalne javne ponude po koracima prema navodima Corporate Finance Institute (2022).



Slika 1. Proces provođenja IJP u koracima

Izvor: Izrada autora prema Corporate Finance Institute (2022).

Prema navodima Zagrebačke burze (2022.) ovaj proces se može podijeliti i na drugi način, odnosno u tri faze:

- 1) Priprema obuhvaća savjetovanje vlasnika prije donošenja odluke o javnoj prodaji dionica s pokroviteljem uvrštenja, kako bi se utvrdila visina kapitala koji se želi prikupiti, koja je željena vlasnička struktura nakon procesa IJP, odnosno kolikog dijela vlasništva se žele odreći kao zamjenu za prikupljeni kapital. Osim navedenog, određuje se način utvrđivanja cijene, a koji može biti početna cijena, fiksna ili raspon cijena. Poduzeće se pripremom i savjetovanjem sa pokroviteljem uvrštenja želi osigurati dovoljnu razinu znanja za nezavisan pregled stanja u društvu, koji će kasnije postati prospekt.
- 2) Promocija je druga faza procesa IJP, te je u njoj obuhvaćeno predstavljanje cjelokupnog društva i njegovog poslovanja putem prezentacija, sastanaka ili gostovanja. Upravo je prije spomenuti nezavisan pregled društva ono što je tema ovih prezentacija, te se u medijama objavljuje sažetak prospekta koji sadrži osnovne informacije vezane za IJP, kao što su: postotak dionica u ukupnom vlasništvu, način određivanja cijene i rok trajanja inicijalne javne ponude.
- 3) Dioničko društvo koje se odluči procesom IJP prikupljati kapital od strane investicijske javnosti dužno je izraditi prospekt uvrštenja, te je upravo to treća faza procesa IJP. Prospekt služi kao dokument na temelju kojeg bi investitor mogao

donijeti odluku o ulaganju, te procijeniti rizik istog. Regulator je onaj tko mora odobriti prospekt, te je u slučaju Republike Hrvatske taj regulator Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.

„Prospekt je dokument koji mora sadržavati sve informacije koje su, uvažavajući prirodu izdavatelja i financijskog instrumenata koji će biti predmet ponude javnosti, odnosno uvrštenja na uređeno tržište, potrebne ulagatelju za procjenu: imovine i dugova, financijskog položaja, dobiti i gubitka, razvojnih mogućnosti izdavatelja i jamaca te prava koja proizlaze iz financijskih instrumenata“ (Zagrebačka burza, 2022).

Oba prikaza procesa inicijalne javne ponude završavaju istim rezultatom, nakon odobrenog prospekta, prikupljenog kapitala, te provedenog procesa IJP, idući je korak uvrštenje sada javnog dioničkog društva na uređeno tržište, čime započinje prijelaz na tržišno natjecanje, odnosno fer trgovanje dionicama tog društva.

## **2.2. Odabir pokrovitelja uvrštenja**

Jedan od najvažnijih koraka prilikom odluke o pristupanju procesu inicijalne javne ponude je odabir financijskog savjetnika, odnosno odabir pokrovitelja uvrštenja. „Financijskog savjetnika (Investicijsku banku) treba se odabrati na temelju sljedećih kriterija:

- ugled,
- kvaliteta istraživanja,
- stručnjaci iz industrije,
- mogućnost ponude dionica više institucionalnih investitora ili više pojedinačnih ulagača,
- prethodni odnos i povjerenje“ (Alpha Capitalis, 2018).

Pokroviteljstvo je proces kroz koji investicijska banka (pokrovitelj) djeluje kao posrednik između poduzeća izdavatelja i investicijske javnosti kako bi pomogla poduzeću izdavatelju



prodati svoj početni set dionica. „Potpisivanje emisija vrijednosnih papira – underwriting ključna je funkcija investicijskih bankara.. i označava da investicijski bankar preuzima rizik emisije vrijednosnih papira“ (Orsag, 2011.).

Poduzeću izdavatelju dostupni su sljedeći aranžmani pokroviteljstva:

- Čvrsta obveza: prema takvom ugovoru, pokrovitelj otkupljuje cijelu ponudu i preprodaje dionice investicijskoj javnosti. Aranžman o preuzimanju čvrste obveze jamči društvu izdavatelju da će se prikupiti određena svota novca.
- Najbolji pokušaj: prema takvom ugovoru, pokrovitelj izdanja ne jamči iznos koji će prikupiti za društvo koje provodi IJP. Prodaje samo vrijednosne papire u ime društva.
- Sve ili ništa ugovor: osim ako se sve ponuđene dionice ne mogu prodati, ponuda se poništava.
- Sindikat pokrovitelja: javnom ponudom može upravljati jedan pokrovitelj (upravlja samostalno) ili više njih. Kada postoji više pokrovitelja, jedna investicijska banka se bira kao glavni ili knjigovodstveni pokrovitelj. Prema takvom sporazumu, vodeća investicijska banka formira sindikat pokrovitelja formiranjem strateških saveza s drugim bankama, od kojih svaka zatim prodaje dio IJP. Takav sporazum nastaje kada vodeća investicijska banka želi diverzificirati rizik IJP među više banaka.

### **2.3. Prednosti i nedostaci inicijalne javne ponude**

Proces inicijalne javne ponude dioničkim društvima može donijeti razne prednosti, ali i nedostatke, koji se mogu odraziti ne samo u financijskom dijelu, nego i u operativnom djelovanju, ali mogu znatno utjecati i na reputaciju poduzeća. Samom ponudom vrijednosnih papira široj javnosti poduzećima se otvaraju druge mogućnosti financiranja svojih projekata, odnosno stjecanja potrebnog kapitala. Kada se inicijalne javne ponude gleda sa stajališta malog investitora postoje određeni rizici.

### 2.3.1. Prednosti

Prednosti koje društvo ostvaruje prilikom procesa IJP obuhvaćaju cjelokupno poslovanje poduzeća, te pridonose kako kratkoročnom rastu, tako i dugoročnom razvoju poduzeća, a neke od najznačajnijih su navedeni u nastavku:

- 1) Poboljšanje reputacije – uvrštenjem na uređeno tržište, društvo je pod obvezom prihvaćanja kodeksa korporativnog upravljanja, te dokazuje da je ostvarilo sve uvjete za uvjete burze i tržišta na kojem se trguje, što kao rezultat ima poboljšanje ugleda kod investicijske javnosti, ali i konkurencije. Značajan utjecaj na uspješnost inicijalne javne ponude ima i reputacija pokrovitelja uvrštenja, koji utječe i na reputaciju poduzeća koje provodi ponudu. „Samo renomirani pokrovitelji se mogu vjerodostojno obvezati na stabilizaciju cijena za vrijeme inicijalne ponude dionica“ (Lewellen, 2006).
- 2) Ostvarivanje boljeg kreditnog rejtinga – kroz usvajanje Kodeksa korporativnog upravljanja koji izdaje HANFA (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2020) društvo se obvezuje objavljivati financijske izvještaje na redovit i transparentan način, te je upravo ovo razlog boljoj poziciji društva prilikom zaduživanja, odnosno omogućava poduzeću povoljnije uvjete. Osim toga kroz proces Inicijalne javne ponude, zadovoljavaju se i određeni dodatni uvjeti koje postavlja burza, ali i sudionici na tržištu, a vezani su za ekonomske indikatore.
- 3) Likvidnost dionica – uvrštenjem na uređeno tržište omogućuje se aktivnije i jednostavnije trgovanje dionicama društva, te time i lakši ulazak i izlazak iz vlasničke strukture društva. Osim toga povećana likvidnost je rezultat većeg obujma trgovanja tom dionicom, te to također utječe na potražnju investitora. „Likvidnost dionice općenito se odnosi na to koliko se brzo dionice mogu kupiti ili prodati bez značajnog utjecaja na cijenu dionice. Dionice s niskom likvidnošću može biti teško prodati i mogu uzrokovati veći gubitak ako ne možete prodati dionice kada to želite.“ (Investor, SEC, 2022).

- 4) Privlačnost na tržištu rada – trenutnim se zaposlenicima mogu ponuditi dionice kao način nagrađivanja za uspješno obavljen posao, a ovim putem se mogu i privući i talentirani pojedinci. Osim toga ponudom dionica i opcija povećava se odanost i produktivnost zaposlenih. „Dionička opcija za zaposlenike je ugovor koji zaposlenicima daje pravo na kupnju određenog broja dionica tvrtke po određenoj cijeni koja se naziva udarna cijena (strike price), unutar određenog vremenskog okvira poznatog kao prozor za izvršenje (eng. exercise window)“ (Deane, 2021). Ova se prednost može povezati sa likvidnošću dionica, jer ju zaposlenici mogu u svakome trenutku mijenjati za novac, koristiti kao garanciju ili osiguranje plaćanja što u slučaju privatnog dioničkog društva, ne bi bilo moguće ili bi u najgorem slučaju bilo izrazito teško.
  
- 5) Novi izvor prikupljanja kapitala – prikupljanjem potrebnog kapitala kroz IJP u odnosu na klasične načine, odnosno zaduživanjem, smanjuje se rizik poslovanja. Iako je proces IJP poprilično dugotrajan „proces inicijalne javne ponude – računajući od dana kada se počne pripremati prospekt do dana objave prospekta – u pravilu traje pola godine“ (Madir, 2009), koristi koje društvo ostvaruje u odnosu na financiranje zaduživanjem su puno veće, zbog mogućnosti novih emisija, već upoznatoj investitorskoj publici. Ovim putem se ostvaruje i veći pristup raznim vrstama investitora, institucionalnim ili privatnim.
  
- 6) Mjerenje tržišne vrijednosti/kapitalizacije – kao rezultat uvrštenja na burzu, tržište koje je uređeno i po svim karakteristikama izrazito tehnološko razvijeno, moguće je u bilo kojem trenutku dobiti informaciju o cijeni dionice na burzi i tržišnoj vrijednosti društva. Definicija tržišne kapitalizacije prema Fidelity (2017) „odnosi se na ukupnu vrijednost svih dionica poduzeća. Izračunava se množenjem cijene dionice s ukupnim brojem dionica u opticaju.“ Tržišna je kapitalizacija važna jer omogućuje investitorima da razumiju relativnu veličinu jednog društva u odnosu na drugo. Tržišna kapitalizacija mjeri koliko društvo vrijedi na otvorenom tržištu, kao i percepciju tržišta o njegovim budućim izgledima, jer odražava koliko su investitori spremni platiti za njegove dionice.

### 2.3.2. Nedostatci

Prilikom faze pripreme u procesu IJP, poduzeće mora detaljno proučiti negativne strane samog procesa, te onoga što bi mogao biti rezultat iste. Već je naglašavano da poduzeće mora biti izrazito pažljivo prilikom odabira načina prikupljanja željenog kapitala, pa i u ovom slučaju isto tako, jer postoji mogućnost da nedostatci budu značajniji od prednosti. Neki od nedostataka u procesu IJP mogu biti:

- 1) Trošak procesa IJP – provođenje procesa IJP je kompliciran postupak koji obuhvaća sve funkcije poslovanja poduzeća, te samim time utječe i na strukturu društva. Zbog njegove sveobuhvatnosti poduzeće mora provesti određena restrukturiranja, a to podrazumijeva određeni trošak. Trošak se jednim dijelom odnosi i na usklađivanje standarda financijskog izvještavanja sa onim što je zahtijevano od strane regulatora. „Naime, obveznici primjene veliki su poduzetnici te poduzetnici čije su dionice ili dužnički vrijednosni papiri uvršteni ili se obavlja priprema za njihovo uvrštavanje na organizirano tržište vrijednosnih papira“ (MSFI, 2022).
- 2) Gubitak privatnosti – kroz obvezu objavljivanja svojih izvještaja društvo se izlaže pogledu konkurencije, te je podložno za preuzimanje. Uzimajući u obzir da su na tržištu kapitala uvijek moguća preuzimanja, zbog same osnove tržišta, te pretpostavljene likvidnosti kotirajućih vlasničkih vrijednosnih papira, ipak su postavljena određena zakonska ograničenja (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2022), (Narodne Novine, 148/13), kako bi se zaštitilo prvotnog vlasnika. „Provode se periodične revizije, a potrebna su tromjesečna i godišnja izvješća. Financije poduzeća i drugi poslovni podaci dostupni su javnosti, što ponekad može raditi protiv interesa poduzeća. Pažljivo čitanje ovih izvješća može točno odrediti novčani tijek i kreditnu sposobnost poduzeća, što se možda neće smatrati pozitivnim.“ (Davis, 2022).
- 3) Neprijateljsko preuzimanje – prilikom samog procesa IJP poduzeće je podložno preuzimanju od strane konkurenata, posebno ukoliko je pokazalo stabilne rezultate u posljednjem razdoblju. Rezultat distribuiranja dionica široj investicijskoj javnosti, je mogući gubitak kontrole, kroz gubitak većinskog vlasništva. „Samo dioničko društvo,

njegova uprava, a u konačnosti i njegovi vlasnici izlažu se riziku da njihovo društvo može preuzeti drugo dioničko društvo ili neki company rider (razbojnik društava)“ (Orsag, 2011.). Prisutnost ovog rizika govori o tome da je izrazito bitno da uprava društva neprestano nadgleda odnose na tržištu na kojem društvo kotira, te poduzima one mjere koje su potrebne za stabilizaciju i dugoročan rast poduzeća i vrijednosti njegovog kapitala.

- 4) Povećani regulatorni nadzor – neovisno o tome na kojoj burzi društva kotira, postoje određeni kriteriji koji su obvezni za ispunjavanje od strane društva. Prijelaz dioničkog društva iz privatnog u javno vlasništvo, ono postaje predmetom nadzora nadležnih institucija. Kako navode Orsag, Santini, & Gulin (1991) javna dionička društva moraju sastavljati i javno publicirati svoje financijske izvještaje kako bi relevantne informacije bile dostupne vlasnicima i potencijalnim investitorima. Navodi se i da svaka statusna promjena mora biti pod kontrolom regulatora vrijednosnih papira, u slučaju RH je to HANFA i njihovih tržišta. Statusne promjene se odnose na nove emisije dionica, spajanja, preuzimanja ili pripajanja.
- 5) Očekivanja dioničara – prilikom kreiranja već spomenutih srednjoročnih i dugoročnih strategija razvoja, značajnu ulogu igraju očekivanja dioničara. Većina dioničara želi što prije ostvariti povrat na ulaganje, neovisno o tome na koji način, te koristi dividende koje društvo isplaćuje kao jednu od ključnih odrednica hoće li investirati u odabrano društvo. Naravno da postoje situacije u kojima dioničari razumiju i podupiru dugoročne planove, te samim time ne očekuju isplatu dividendi, ali znaju da će u narednom razdoblju moći svoje dionice prodati za veći iznos, zbog razvoja poduzeća. Politika isplate dividendi je obavezna stavka unutar prospekta prilikom procesa inicijalne javne ponude. „Opis izdavateljeve politike o raspodjeli dividende i eventualnih ograničenja. Ako izdavatelj nema politiku dividendi, prilaže se odgovarajuća izjava o tome“ (EUR-Lex, 2019). Ukoliko društvo nema politiku isplatu dividendi kao službeni dokument, a u većini slučajeva inicijalnih javnih ponuda je tako „Najčešća politika dividendi kod društava koja provode IJP je da se ne nude dividende niti sada, niti u doglednoj budućnosti.“ (IPOhub, 2021), to je zato što se društvo usredotočuje na rast i razvoj svog poslovanja, te na taj način stvara vrijednost

za dioničare, kroz povećanje vrijednosti same dionice.

6) Smanjenje fleksibilnosti u upravljanju – izmjena vlasničke strukture može biti rezultat prevelike ponude dionica u procesu IJP, te se time novim dioničarima daje određena razina kontrole, ukoliko je ponuđen većinski dio poduzeća. U takvim slučajevima uprava društva, a u nekim slučajevima i ostali dioničari, moraju provoditi aktivnosti lobiranja, kako bi došli do onog rješenja koje će zadovoljiti najveći broj dioničara. Do neočekivane izmjene vlasničke strukture može doći u slučaju kada se ugovorena kombinirana emisija sa uvjetom „zelenih cipela“. „Greenshoe opcija je opcija dodatne dodjele dionica. U kontekstu inicijalne javne ponude (IPO), to je odredba u ugovoru o preuzimanju dionica koja pokrovitelju daje pravo da investitorima proda više dionica nego što je prvobitno planirao izdavatelj ako se potražnja za vrijednosnim papirom pokaže većom od očekivane.“ (Smith, 2022). Točna količina i postotak dionica koje pokrovitelj može naknadno izdati je navedena unutar prospekta koji se predaje HANFI. „Greenshoe opcije obično dopuštaju pokroviteljima da prodaju do 15% više dionica od izvorne količine koju je postavio izdavatelj, do 30 dana nakon IJP.“ (Geddes, 2003). Postoje dva načina na koja pokrovitelji koriste „greenshoe“ opciju:

- Prvi način - ako je inicijalna javna ponuda uspješna i cijena dionice skoči, pokrovitelji koriste navedenu opciju, kupuju dodatne dionice od društva po unaprijed određenoj cijeni i izdaju te dionice, uz dobit, svojim klijentima.
- Drugi način - ako cijena počne padati, oni otkupljuju dionice s tržišta umjesto od društva, kako bi pokrili svoju kratku poziciju, podupirući dionicu da stabilizira svoju cijenu. „Kratka pozicija, nastaje kada trgovac prvo proda vrijednosni papir s namjerom da ga ponovno kupi ili kasnije pokrije po nižoj cijeni.“ (Chen, 2021.)

### **3. Metodologija rada**

Kroz ovo poglavlje objašnjene su predmet i cilj rada, znanstvene metode primijenjene u radu i sama struktura rada.

#### **3.1. Predmet i cilj rada**

Predmet ovog diplomskog rada je prikazati i objasniti proces inicijalne javne ponude, određene prednosti i nedostatke samog načina financiranja kroz inicijalnu javnu ponudu, te primjenu u praksi kroz prikaz pojedinih svjetskih i Hrvatskih inicijalnih javnih ponuda, sa naglaskom na prikaz inicijalnih javnih ponuda dioničkih društava Meritus ulaganja d.d. i SPAN d.d.. Cilj rada je prikazati važnost koja proizlazi iz proces inicijalne javne ponude kao jednog od načina financiranja poduzeća u sve izazovnijem korporativnom okruženju.

#### **3.2. Primijenjene znanstvene metode u radu**

Znanstvene metode korištene prilikom izrade ovog rada su:

- induktivna metoda
- deduktivna metoda
- metoda deskripcije
- metoda apstrakcije
- metoda generalizacije
- metoda klasifikacije
- metoda kompilacije

Korištenjem više znanstvenih metoda, kao i kombinacijom pojedinih metoda želi se postići kvaliteta i koherentnost diplomskog rada.

### **3.3. Struktura rada**

Ovaj se diplomski rad sastoji od pet poglavlja, devet potpoglavlja, i šest potpotpoglavlja.

U prvom poglavlju ovog rada kratko je iznesena uloga inicijalnih javnih ponuda, kao jednog od načina financiranja poduzeća, odnosno napravljen je kratak uvod u samu temu inicijalnih javnih ponuda. U drugom poglavlju napravljen je teorijski pregled procesa inicijalne javne ponude, kroz prikaz procesa IJP, prednosti i nedostataka, te prikazom jednog od najvažnijih koraka IJP, odabira pokrovitelja uvrštenja. U trećem je poglavlju rada objašnjenja metodologija, odnosno prikazani su predmet i cilj rada, korištene znanstvene metode i postavljene hipoteze, te struktura diplomskog rada. U četvrtom su poglavlju prikazana kretanja Hrvatskih i svjetskih IJP, te je dan pregled IJP na dvije burze u određenom periodu. Osim toga u četvrtom se poglavlju prikazuju rezultati IJP dva promatrana društva. U zadnjem se poglavlju daje sažetak već prikazanih rezultata s naglaskom na ograničenost samog istraživanja.



## **4. Inicijalne javne ponude u Hrvatskoj i svijetu**

Pokretanje procesa inicijalne javne ponude je značajna prekretnica za trgovačko društvo, a inicijalne javne ponude društava visokog profila se mogu objasniti kao društva koje su nedavno pokazala ogroman rast i razvoj. Međutim, društva u različitim stadijima razvoja odlučuju se za pokretanje procesa inicijalne javne ponude iz različitih razloga. Često društva traže pristup tržištima kapitala kako bi financirala budući rast i širenje. U drugim slučajevima, veliko i dokazano društvo se možda vraća na javno tržište nakon uspješne reorganizacije nakon procesa predstečaja. Važno je imati na umu da inicijalne javne ponude ne predstavljaju uvijek priliku za ulaganje u poduzeće koje je brzo-rastuće.

Kako bi se zadovoljili uvjeti likvidnosti koje traže investitori, mora postojati uređeno tržište na kojem se mogu kupovati i prodavati vrijednosni papiri, u ovom slučaju dionice. „Burza je organizirano tržište na kome se po posebnim uzancama i pravilima trguje s novcem, vrijednosnim papirima, standardiziranom robom i uslugama.“ (Prohaska, 1996). Navedena definicija se odnosi i na burzu koja djeluje u Republici Hrvatskoj, Zagrebačku burzu, ali i na sve ostale burze diljem svijeta, od kojih će neke biti spomenute kasnije u radu. Važno je napomenuti da je svo poslovanje na burzi standardizirano, a to uključuje i trgovinu vrijednosnim papirima, gdje kako govore Kláčmer & Cingula (2012) kupac i prodavatelj vrijednosnih papira na uređenom tržištu kapitala ne mogu komunicirati izravno, već samo preko posrednika, te su postavljeni uvjeti ne samo za investitore, nego za i izdavatelje vrijednosnih papira.

Kroz nastavak ovog poglavlja prikazat će se relevantni podatci vezani za proces inicijalne javne ponude na odabranim svjetskim burzama, NASDAQ (eng. National Association of Securities Dealers Automated Quotations) i HKEX (eng. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited), kao i domaće ZSE (Zagrebačke burze/ eng. Zagreb Stock Exchange). Osim toga biti će dan pregled procesa inicijalne javne ponude dviju društava: Meritus ulaganja d.d. (MRUL) i SPAN d.d. (SPAN).

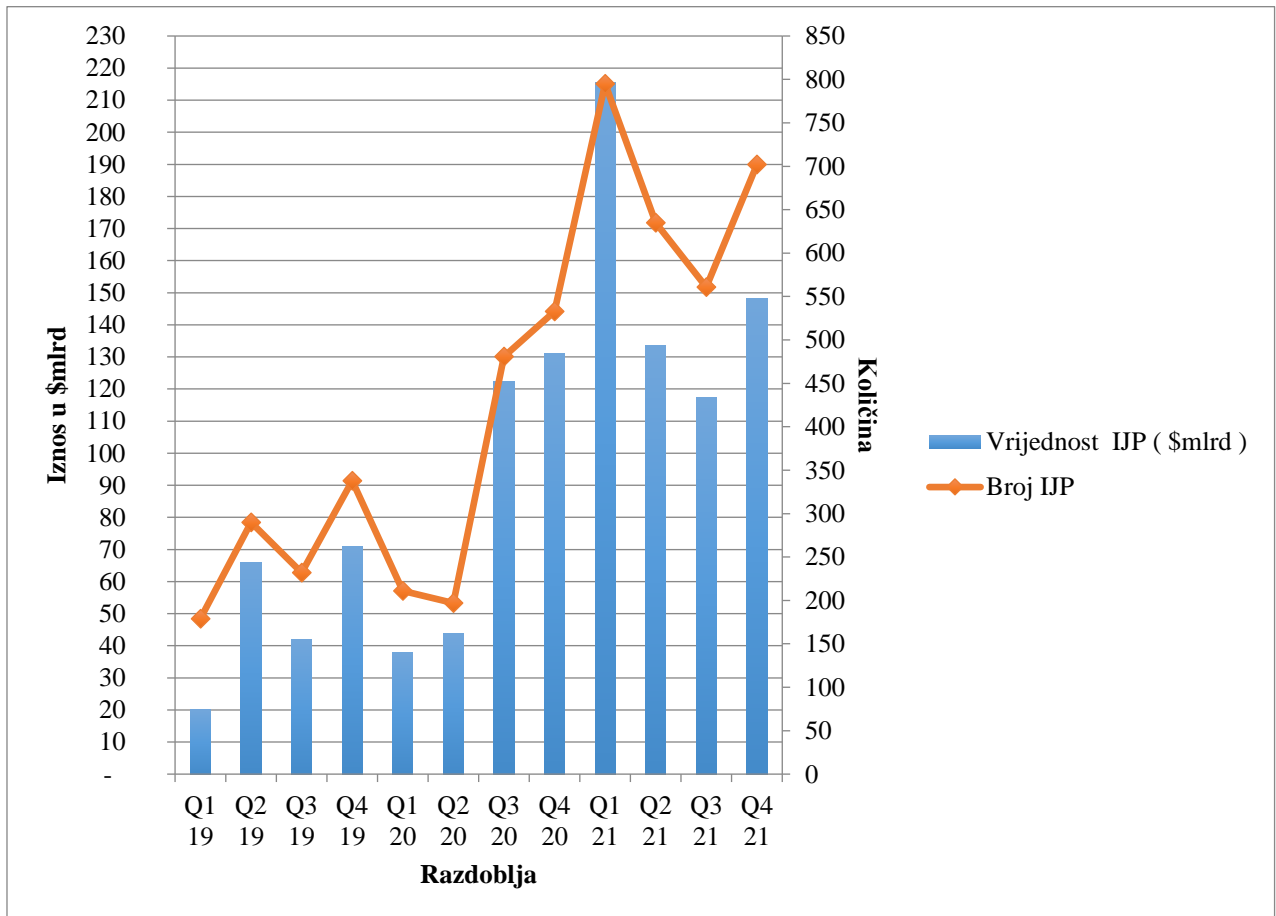
### **4.1. Pregled recentnih inicijalnih javnih ponuda u svijetu**

Snažan učinak na burzi pomogao je podržati IPO aktivnosti u SAD-u i Europi, te su NASDAQ i Dow Jones Industrial Average u SAD-u, i njemački DAX i Euro STOXX u Europi dosegli su najvišu razinu svih vremena u studenom 2021. Bez obzira na to hoće li

tvrtke koje planiraju krenuti u proces inicijalne javne ponude zastati ili pokrenuti proces u 2022. godini, morat će to učiniti „zadovoljavajući zahtjeve investitora za otpornim strategijama rasta i dobro artikuliranim ESG planovima.“ (Ernst&Young, 2021).

U nastavku je prikazan grafikon kretanja inicijalnih javnih ponuda na svjetskim burzama.

**Grafikon 1. Kretanje broja izvršenih inicijalnih javnih ponuda na svjetskim burzama od I. kvartala 2019. godine do IV. kvartala 2021. godine. i njihova vrijednost u milijardama dolara**



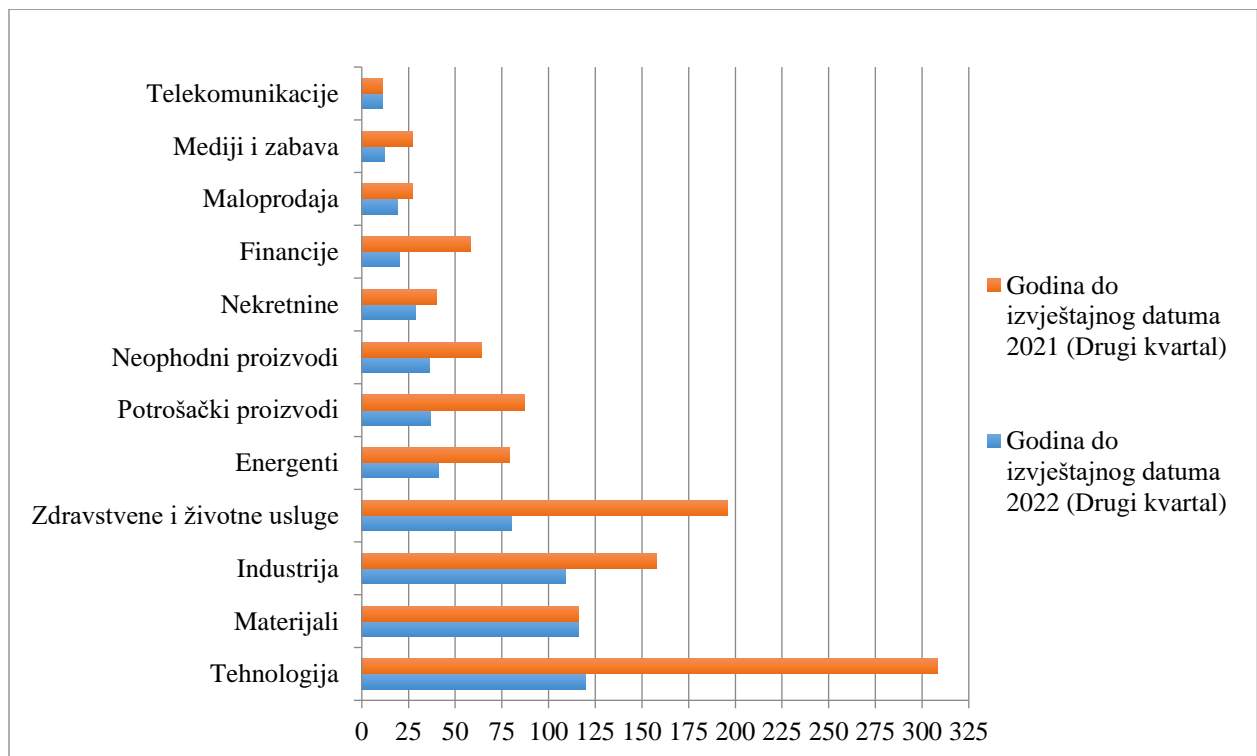
Izvor: Izrada autora prema PwC (2022).

Promatrajući navedeni grafikon može se primijetiti da postoji veza između količine inicijalnih javnih ponuda i ostvarene vrijednosti tih ponuda. Jedini kvartal koji se ne uklapa u navedenu vezu je drugi kvartal 2020. godine, gdje je vidljivo povećanje prikupljene vrijednosti, no smanjenje broja inicijalnih ponuda. Pretpostavka je da je to rezultat pandemije, te da se to ne može uzeti kao pravilo, zbog nepripremljenosti tržišta na samu pandemiju. U trećem kvartalu u odnosu na već spomenuti drugi kvartal vidljivo je gotovo trostruko povećanje ostvarene vrijednosti od inicijalnih ponuda, te malo više od dvostrukog povećanja samog broja ponuda.

Prvi kvartal 2021. godine pokazao se kao najbolji u posljednjih dvadeset godina, kada su u pitanju inicijalne javne ponude. Opet je pretpostavka da se zbog razvoja cjepiva, te popuštanja mjera tržište oporavilo, te su određeni zaostatci također izvršili svoje inicijalne javne ponude. Iako je u ostalim kvartalima 2021. godine aktivnost pala, svejedno je vidljivo znatno povećanje u odnosu na 2019. godinu, te na 2020. koja je obilježena pandemijom. Zanimljivo je napomenuti da je u prvom kvartalu 2021. godine prikupljena veća vrijednost inicijalnih javnih ponuda nego u čitavoj 2019. godini, te prvi i drugi kvartal 2021. premašuju čitavu 2019. prema broju inicijalnih javnih ponuda.

U nastavku je prikazana sektorska usporedba inicijalnih javnih ponuda u promatanom razdoblju.

**Grafikon 2. Usporedba broja inicijalnih javnih ponuda prema sektoru u dvije godine do izvještajnog razdoblja (Q2 2021 i Q2 2022).**

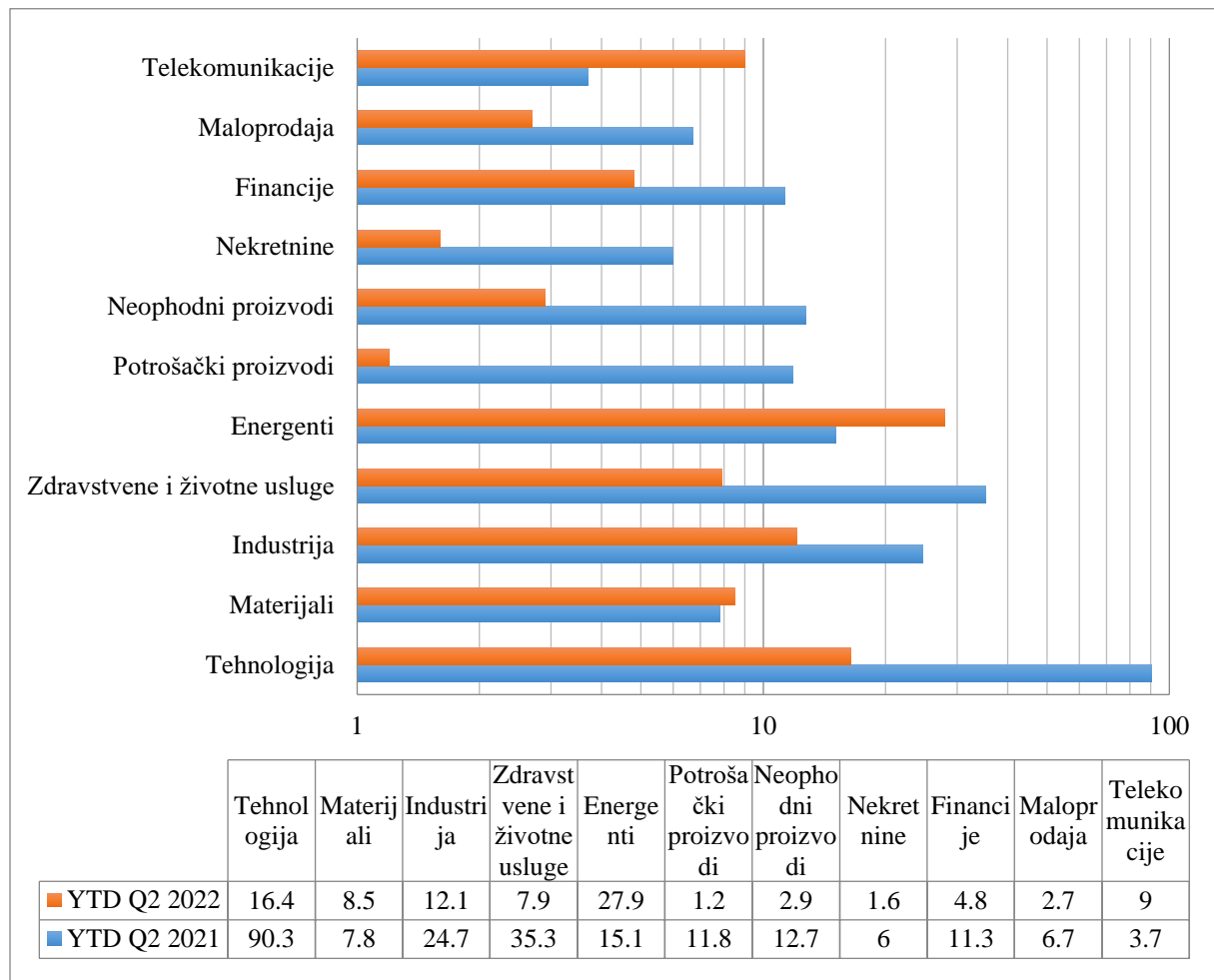


Izvor: Izrada autora prema Ernst&Young (2022).

Iz navedenog grafikona je vidljivo da je najveći broj inicijalnih javnih ponuda u dosadašnjem razdoblju 2022. godine, ali i u istom tom razdoblju 2021. godine bio u području tehnologije sa 120 ponuda u 2022., te 308 ponuda u 2021. godini. Iz toga je vidljivo da je broj inicijalnih javnih ponuda izrazito pao kada se uspoređuje sa istim razdobljem u 2021. godini. To je vidljivo i u gotovo svakom drugom sektoru, osim sektora materijala i telekomunikacija, gdje je broj podjednak u oba razdoblja. Broj inicijalnih ponuda u sektorima energenata,

potrošačkih proizvoda, neophodnih proizvoda, te zdravstvenih i životnih usluga se prepolovio, dok su se u sektoru financija i medija i više nego prepolovili. Nestabilnost u globalnoj ekonomiji, prekidi lanaca opskrbe zbog rata u Ukrajini i privremenog blokiranja sueskog kanala, najviša inflacija u SAD-u od 1981. (Trading Economics, 2022), negativno su utjecale na tržište, a time i na broj inicijalnih javnih ponuda.

**Grafikon 3. Prikaz prihoda od inicijalnih javni ponuda prema sektorima u dvije godine do izvještajnog razdoblja (Q2 2021 i Q2 2022) u milijardama dolara.**



Izvor: Izrada autora prema Ernst&Young (2022).

Prema podacima Ernst&Young-a za promatrani period od prva dva kvartala u 2022. i 2021. godini, iznos prikupljen od strane tehnoloških IJP iznosi gotovo 90,3 milijarde dolara u 2021. godini, a 16,4 milijarde u 2022. godini. Tu je vidljivo smanjenje od gotovo šest puta, te je u 2022. godini najveći prikupljeni iznos pripao sektoru energenata sa iznosom od 27,9 milijarde dolara. U 2021. godini sektor tehnologije je gotovo dva i pol puta veći od sljedećeg sektora po veličini, a to je sektor zdravstvenih i životnih usluga. Sektori energenata, telekomunikacije, te malim dijelom sektora materijala, jedini ostvaruju povećanje u odnosu na 2021. godinu.

Povećanje u sektoru energetike iznosi 12,8 milijardi dolara, te je pretpostavka da je rezultat širenja obnovljivih izvora energije, zbog ustaljenosti sektora energenata vezanih za tradicionalne energente. Sektor telekomunikacije ostvaruje rast od 5,3 milijarde dolara, te može biti rezultat sve većeg broja društava koja dopuštaju rad od kuće, za što su potrebna određena telekomunikacijska rješenja.

#### **4.1.1. Inicijalna javna ponuda na NASDAQ**

Za Sjedinjene Američke Države se može bez sumnje reći da su financijsko sjedište svijeta. Najveće financijske institucije, burze kapitala, duga i institucije za kreditni rejting svoja sjedišta imaju u SAD-u. Kako navode Andrijanić & Vidaković (2015), NASDAQ (skraćena od: National Association of Securities Dealers Automated Quotations) je bio pionir u elektroničkom trgovanju vrijednosnicama, a nastao je 1971. godine kao mjesto gdje su se po prvi put mogli isčitati podaci o trgovanju. U svojim počecima NASDAQ je poslovao kao OTC tržište. „OTC tržište predstavlja izvanburzovnu prodaju dionica na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira“ (Murphy, 2022), ali je činjenica da je tržište elektroničko i da može tim putem dostaviti informacije investitorima bila glavni faktor širenja trgovanja i investiranja na male investitore.

Andrijanić & Vidaković (2015) navode tri razine trgovanja i kotacija vrijednosti na NASDAQ-u:

1. prva razina omogućava uvid u trenutno bid-ask stanje, te se još naziva unutarnja kotacija. Na ovoj razini je vidljiva samo količina koja je dostupna za kupnju i prodaju, te cijena po kojoj se trguje,
2. druga razina daje uvid u sva stanja ponude i potražnje za pojedinu dionicu,
3. treća razina trgovanja rezervirana je samo za održavatelje tržišta (eng. „market makere“) i služi za unos narudžbi.

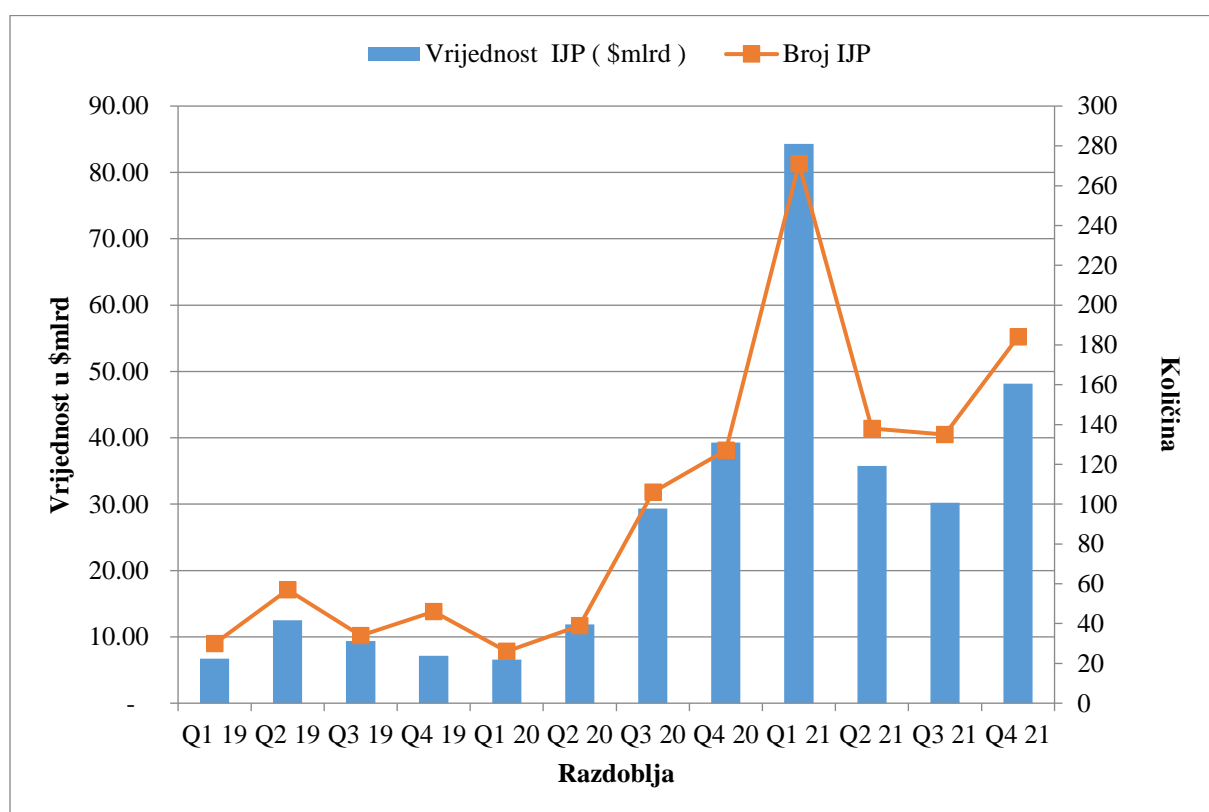
NASDAQ ostvaruje prihod od klijenata, uključujući financijske institucije, brokere, institucionalne investitore i korporacije. Prihod NASDAQ-a uglavnom proizlazi iz naknada koje se naplaćuju za sljedeće:

- Tržišne usluge koje ulagačima omogućuju pristup različitim tržištima
- Investicijska inteligencija: podaci, indeksi i analitika ulaganja za financijske institucije, brokere i upravitelje imovinom, na primjer (NASDAQ, 2022)

- Tržišna tehnologija, koja uključuje platforme za trgovanje i nagodbu, kao i tehnološke zaštite od financijskog kriminala
- Korporativne usluge, kao što su naknade za uvrštenje i usluge odnosa s ulaganjima

U nastavku se prikazana količina provedenih inicijalnih javnih ponuda i njihova ostvarena vrijednost prilikom provođenja na NASDAQ-u.

**Grafikon 4. Kretanje broja izvršenih inicijalnih javnih ponuda na NASDAQ-u od I. kvartala 2019. godine do IV. kvartala 2021. godine. i njihova vrijednost u milijardama dolara**



Izvor: Izrada autora prema PwC (2022).

Iz navedenog je vidljivo da je tijekom 2019. godine razina vrijednosti inicijalnih javnih ponuda bila u opadanju, dok se u zadnjem kvartalu sama količina malo oporavila. Prvi kvartal 2020. godine pod utjecajem je pandemije, te očekivano ne ostvaruje značajne rezultate. Prijelaz u drugi kvartal već donosi naznake uzlatne putanje, kako količine inicijalnih ponuda, tako i same vrijednosti koju ostvaruju. Zadnji kvartal 2020. godine predstavlja peterostruko povećanje količine inicijalnih ponuda, te šesterostruko povećanje ostvarene vrijednosti prilikom ponuda na tržištu u odnosu na prvi kvartal iste godine. Trend povećanja svih

aspekata inicijalnih javnih ponuda se nastavio i u prvom kvartalu 2021. godine, gdje se događa dvostruko povećanje i količine inicijalnih javnih ponuda, ali i vrijednosti ostvarene ponudama u odnosu na zadnji kvartal 2020. godine. „IPO tržišta u 2021. pokazala su se najaktivnijima u posljednjih 20 godina. Tržišni optimizam kao rezultat početnog oporavaka gospodarstva, uvođenje cjepiva protiv COVID-19 i tekuća likvidnost vlade kroz poticajne programe pružili su jake vjetrove u leđa inicijalnim javnim ponudama“ (Ernst&Young, 2021)

#### **4.1.2. Inicijalna javna ponuda na burzi u Hong Kongu (HKEX)**

HKEx je javno je holding društvo koje se sastoji od nekih od najvećih tržišnih institucija na svijetu. HKEx upravlja burzom u Hong Kongu, burzom „futuresa“ u Hong Kongu, Londonskom burzom metala i četiri klirinške kuće u Hong Kongu. Također je jedno od najvećih i dobro kapitaliziranih tržišnih operatera na svijetu s „tržišnom kapitalizacijom od 39,1 bilijuna dolara“ od lipnja 2022. (Chen, 2022), (HKEX, 2022)

Brojni čimbenici (COVID-19 ograničenja, geopolitičke napetosti, oslabljeno tržište dionica, ekonomska neizvjesnost i rastuće kamatne stope) imale su negativan utjecaj na aktivnosti vezane za inicijalne javne ponude u Hong Kong-u.

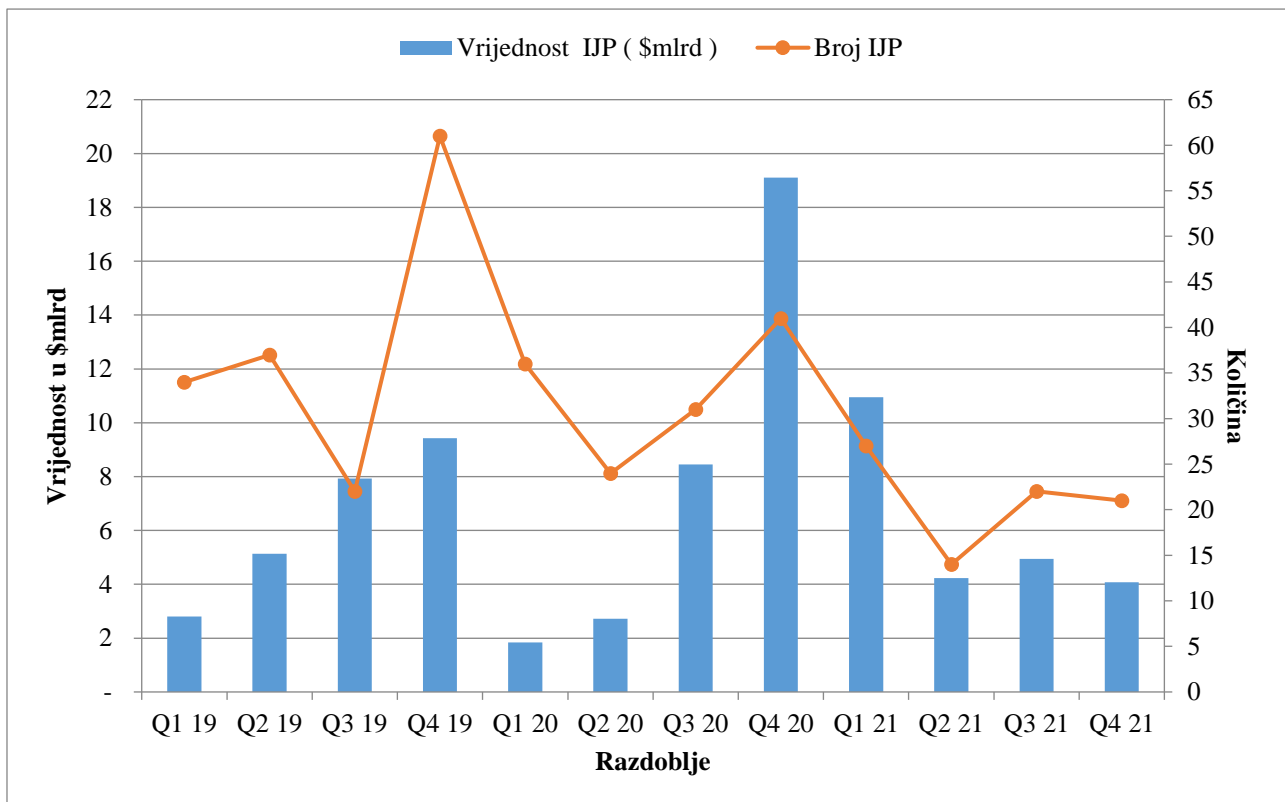
Uvjeti koji se moraju zadovoljiti prilikom provođenja inicijalne javne ponude na HKEX prikazani su u nastavku:

1. „test profita zahtijeva da tvrtka ima trogodišnju ukupnu dobit od 50 milijuna HK\$ (6,37 milijuna US\$) ili više i tržišnu kapitalizaciju od 500 milijuna HK\$ (63,7 milijuna US\$) ili više,
2. tržišna kapitalizacija i test prihoda zahtijevaju da najnoviji podaci o prihodima tvrtke budu 500 milijuna HK\$ (63,7 milijuna US\$) ili više i da imaju tržišnu kapitalizaciju od 4 milijarde HK\$ (oko 509 milijuna US\$) ili više,
3. test tržišne kapitalizacije, prihoda i novčanog toka propisuje da tvrtka mora imati najnovije prihode od 500 milijuna HK\$ (63,7 milijuna US\$) ili više, tržišnu kapitalizaciju od 2 milijarde HK\$ (oko 255 milijuna US\$) ili više i pozitivan trogodišnji ukupni novčani tok od 100 milijuna HK\$ (12,7 milijuna US\$) ili više,
4. ostali zahtjevi uključuju da zainteresirana strana ima kontinuitet upravljanja od tri godine, najmanje 300 dioničara i polugodišnje financijsko izvješćivanje, među ostalim zahtjevima.“ (HKEX, 2022).

Društva zainteresirana za provedbu procesa inicijalne javne ponude na HKEX moraju zadovoljiti jedan od ova tri navedena uvjeta i dodani uvjet za specifične slučajeve koji je naveden pod točkom četiri.

U nastavku se prikazana količina provodenih inicijalnih javnih ponuda i njihova ostvarena vrijednost prilikom provođenja na HKEX-u.

**Grafikon 5. Kretanje broja izvršenih inicijalnih javnih ponuda na HKEX od I. kvartala 2019. godine do IV. kvartala 2021. godine. i njihova vrijednost u milijardama dolara**



Izvor: Izrada autora prema PwC (2022).

Odmah na početku analize navedenog grafa u prvom kvartalu 2019. godine primjećuje se znatan broj inicijalnih javnih ponuda male tržišne vrijednosti. To može biti rezultat negativne percepcije društava koja su provodila inicijalnu javnu ponudu, te time i male potražnje za njihovim dionicama, ali i negativnih ekonomskih čimbenika u okruženju. Nadalje se vidi trend povećanja vrijednosti javnih ponuda, dok se u trećem kvartalu događa specifična situacija pada količine inicijalnih ponuda, a vrijednost se i dalje povećava. U četvrtom kvartalu 2019. godine ponovno se događa situacija kao u prvom, sa izrazito velikim brojem inicijalnih ponuda, a relativno malom ostvarenom vrijednošću. Kao i na NASDAQ prvi



kvartal 2020. godine pod negativnim je utjecajem pandemije, te on prekida trend rasta iz prošlosti. Kroz čitavu 2020. godinu vidi se tendencija rast količine inicijalnih javnih ponuda, ali i vrijednosti ostvarene kroz njih, te se postiže vrhunac promatranog razdoblja u četvrtom kvartalu 2020. godine, sa 19 milijardi US\$ ostvarene vrijednosti te najboljim omjerom količine inicijalnih ponuda i ostvarene vrijednosti do sada.

#### **4.2. Prikaz recentnih inicijalnih javnih ponuda u Hrvatskoj**

Prema Narodnim Novinama (83/21) javna ponuda se definira kao poziv za upis vrijednosnih papira upućen neodređenom broju osoba putem sredstava javnog priopćavanja. Među javnim ponudama vrijednosnih papira mogu se razlikovati dva tipa:

1. Inicijalna javna ponuda
2. Sekundarna javna ponuda

Kako navode Klačmer & Cingula (2012), izdavanje vrijednosnih papira u Republici Hrvatskoj se može podijeliti na:

1. javnu ponudu vrijednosnih papira uz obvezu izdavanja prospekta,
2. na privatnu ponudu vrijednosnih papira uz obvezu izdavanja prospekta,
3. na privatnu ponudu vrijednosnih papira uz obvezu izdavanja prospekta.

Iz navedenog se može zaključiti da je prilikom javne ponude obvezno izdavanje prospekta, što je u RH pod nadležnosti HANFE. „Prospekt se može izraditi kao:

- jedinstveni prospekt (sadrži sve informacije u jednom dokumentu),
- podijeljeni prospekt (sve informacije su navedene u više odvojenih dokumenata) koji sadrži:
  - registracijski dokument (sadrži informacije o izdavatelju),
  - obavijest o vrijednosnom papiru (sadrži informacije o vrijednosnim papirima koji će biti ponuđeni javnosti, odnosno uvršteni na uređeno tržište),
  - sažetak prospekta, ako je primjenjivo (u njemu se ukratko i uporabom uobičajenih pojmova prikazuju ključne informacije koje ulagatelju omogućavaju razumijevanje osobina i rizika povezanih s izdavateljem, jamcem i vrijednosnim papirima).“ (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2022).

Kako bi se vrijednosni papiri, odnosno dionice, uvrstile na uređeno tržište moraju zadovoljiti određene uvjete postavljene od strane ZSE, a oni su sljedeći:

- „financijski instrumenti kojima se može trgovati fer, uredno i djelotvorno,
- izdavatelj mora biti uredno registriran prema propisima Republike Hrvatske ili države sjedišta izdavatelja,
- ispuniti obvezu objave prospekta i drugih informacija, sukladno odredbama ZTK-a,
- moraju biti slobodno prenosivi,
- mora biti osigurana učinkovita namira transakcija“ (Zagrebačka burza, 2022).

Osim toga postoje određeni uvjeti specifični za pojedina tržišta koja ima Zagrebačka burza, a to su Redovito, Službeno i Vodeće tržište. Uvjete uvrštenja su prikazani u nastavku, počevši od najzahtjevnijeg.

**Tablica 1. Uvjete uvrštenja na tržišta Zagrebačke burze**

Vrste tržišta	Uvjete uvrštenja
<b>Vodeće tržište</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Javnosti mora biti distribuirano najmanje 35% dionica.</li> <li>• Izdavatelj mora imati najmanje 1000 dioničara.</li> <li>• Tržišna kapitalizacija najmanje 500.000.000,00 HRK.</li> <li>• Sklopljen ugovor s najmanje jednim održavateljem tržišta. („market makerom“)</li> <li>• Nadzorni odbor izdavatelja mora imati najmanje jednog neovisnog člana.</li> <li>• Revizijski odbor mora imati najmanje jednog neovisnog člana</li> <li>• Izdavatelj mora imati uspostavljenu funkciju odnosa s investitorima.</li> <li>• Izdavatelj dionica ne smije imati izrečenu mjeru zaštite tržišta sukladno pravilima burze u razdoblju od jedne godine prije dana podnošenja zahtjeva za uvrštenje na Vodeće tržište.</li> </ul>
<b>Službeno tržište</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Javnosti mora biti distribuirano najmanje 25% dionica.</li> <li>• Tržišna kapitalizacija najmanje 8.000.000,00 kn.</li> </ul>
<b>Redovito tržište</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Javnosti mora biti distribuirano najmanje 15% dionica.</li> </ul>

Izvor: Izrada autora prema Zagrebačka burza (2022).

### **4.3. Usporedba inicijalnih javnih ponuda Span d.d. I Meritus ulaganja d.d. (M+ grupa)**

U nastavku rada biti će prikazani općeniti podatci o društvima SPAN d.d. i Meritus ulaganja d.d., kao dva društva koja su posljednja uvrstila svoje vrijednosne papire u kotaciju Zagrebačke burze.

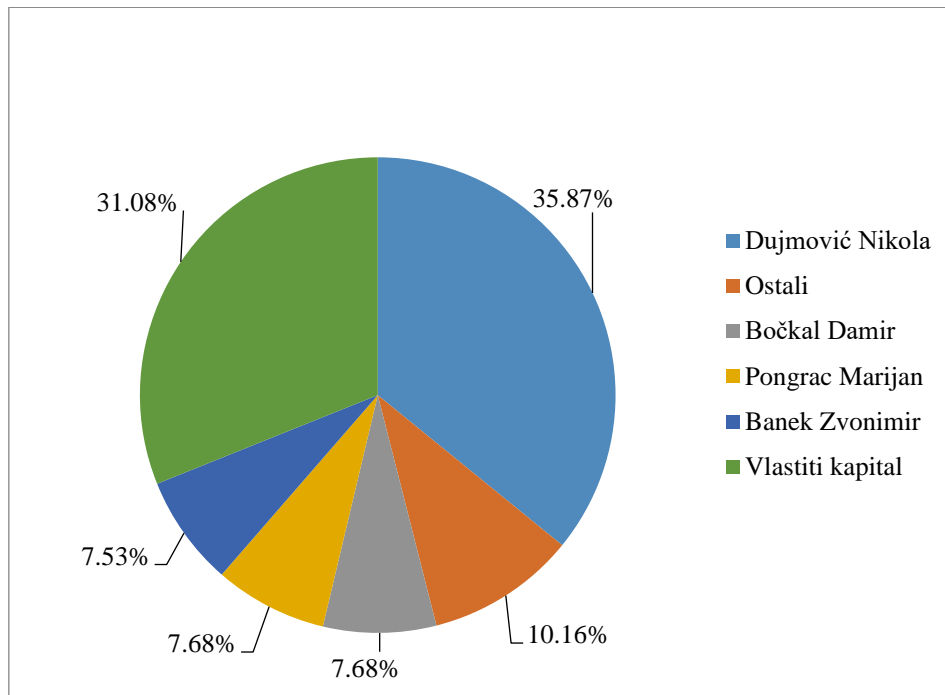
#### **4.3.1. Inicijalna javna ponuda Span d.d.**

Span d.d. je jedno od vodećih hrvatskih IT društava, te ono posluje na međunarodnom tržištu, sa specijalizacijom za stručno projektiranje i razvoj informacijskih sustava, te tehničku podršku poslovnim korisnicima i velikim korporacijama. Prema navodima društva zapošljavaju neke od najsusposnijih IT profesionalaca u regiji, te smatraju da je to jedan od njihovih glavnih prednosti. Društvo je svoju poslovnu priču započelo 1993. godine, osnivanjem Span d.o.o. kojoj je prodaja softvera bila osnovna djelatnost. Od 1995. do 2001. godine grade odnos sa Microsoftom, kroz zapošljavanje prvog sistem inženjera za Microsoft u Hrvatskoj, do postizanja najvišeg statusa certifikacije – Microsoft Certified Gold Partner. U međuvremenu, 2000. godine mađarska tvrtka Synergon postaje partner u Span-u, sve do 2007. kada su članovi društva otkupili većinske udjele (eng. management buyout). Društvo neprestano radi na povećanju svojeg poslovanja, te tako od 2009., sve do 2021. osnivaju nova društva diljem svijeta, počevši od SPAN IT u Londonu 2009. godine, do SPAN-IT SRL u Kišinjevu u Moldaviji 2021. godine. Domaća povezana društva, odnosno društva koja je Span preuzeo tijekom godina, su BonsAI, Trilix i Ekobit, te zajedno sa inozemnim povezanim društvima broje 13 društava pod grupacijom Span-a.

Inicijalna javna ponuda društva Span najnovija je emisija dionica na Zagrebačkom burzi, te time spada pod uvjete uvrštenja koji su navedeni prethodno. Na 31.12.2020. godine temeljni kapital Društva sastojao se od 196.000 dionica nominalne vrijednosti 100 kn po dionici, a Društvo je držalo 67.760 vlastitih dionica. Za iste su formirane rezerve koje iznose 28 milijuna kn. Dana 24. svibnja 2021. godine Glavna skupština Društva donijela je odluku o podjeli dionica po principu da se jedna dionica nominalne vrijednosti od 100 kn podijeli na 10 dionica, svaka nominalne vrijednosti od 10 kn. (SPAN, 2021).

Kako bi se dao uvid u stanje društva u nastavku će biti prikazana vlasnička struktura društva SPAN d.d. prije provođenja inicijalne javne ponude.

**Grafikon 6. Vlasnička struktura društva SPAN d.d. prije inicijalne javne ponude na dan 06.06.2021.**



Izvor: Izrada autora prema SPAN d.d. (2021).

Iz navedenog grafikona vidimo da je najveći pojedinačni dioničar društva Nikola Dujmović, koji je ujedno i predsjednik Uprave SPAN d.d.. Osim gospodina Dujmovića značajni pojedinačni dioničari su Bočkal Damir, Pongrac Marijan i Banek Zvonimir, od kojih su prva dvojica članovi uprave, dok je gospodin Banek član Nadzornog odbora. Ostali dioničari, čiji su udjeli manji od 5% nisu prikazivani na grafikonu. Značajan udio ima i vlastiti kapital, koji zauzima 31,08% ukupnog broja dionica, odnosno od tadašnjih 1.960.000 dionica, društvo je u tom trenutku držalo 609.160 dionica. Dana 24. svibnja 2021. godine Glavna skupština Društva donijela je odluku o podjeli dionica po principu da se jedna dionica nominalne vrijednosti od 100 kn podijeli na 10 dionica, svaka nominalne vrijednosti od 10 kn, pa je time 196.000 dionica podijeljeno na 1.960.000. dionice, nominalne vrijednosti 10 kn.

U nastavku će biti prikazani uvjeti javne ponude i opće informacije.

**Tablica 2. Opće informacije i uvjeti uvrštenja društva SPAN d.d. na Zagrebačku burzu**

<b>Izdavatelj:</b>	SPAN d.d.
<b>Ukupan broj dionica izdavatelja:</b>	1.960.000
<b>Ukupan broj dionica ponuđenih u javnoj ponudi:</b>	578.200
<b>Udio dionica ponuđenih u javnoj ponudi u temeljnom kapitalu:</b>	29,50%
<b>Raspon cijene dionica ponuđenih u javnoj ponudi:</b>	160,00 do 175,00
<b>ISIN oznaka:</b>	HRSPANRA0007
<b>Agent ponude i uvrštenja:</b>	Zagrebačka banka d.d.
<b>Uvrštenje:</b>	Službeno tržište Zagrebačke burze
<b>Prijeboj i namira:</b>	Srednje klirinško depozitarno društvo d.d.

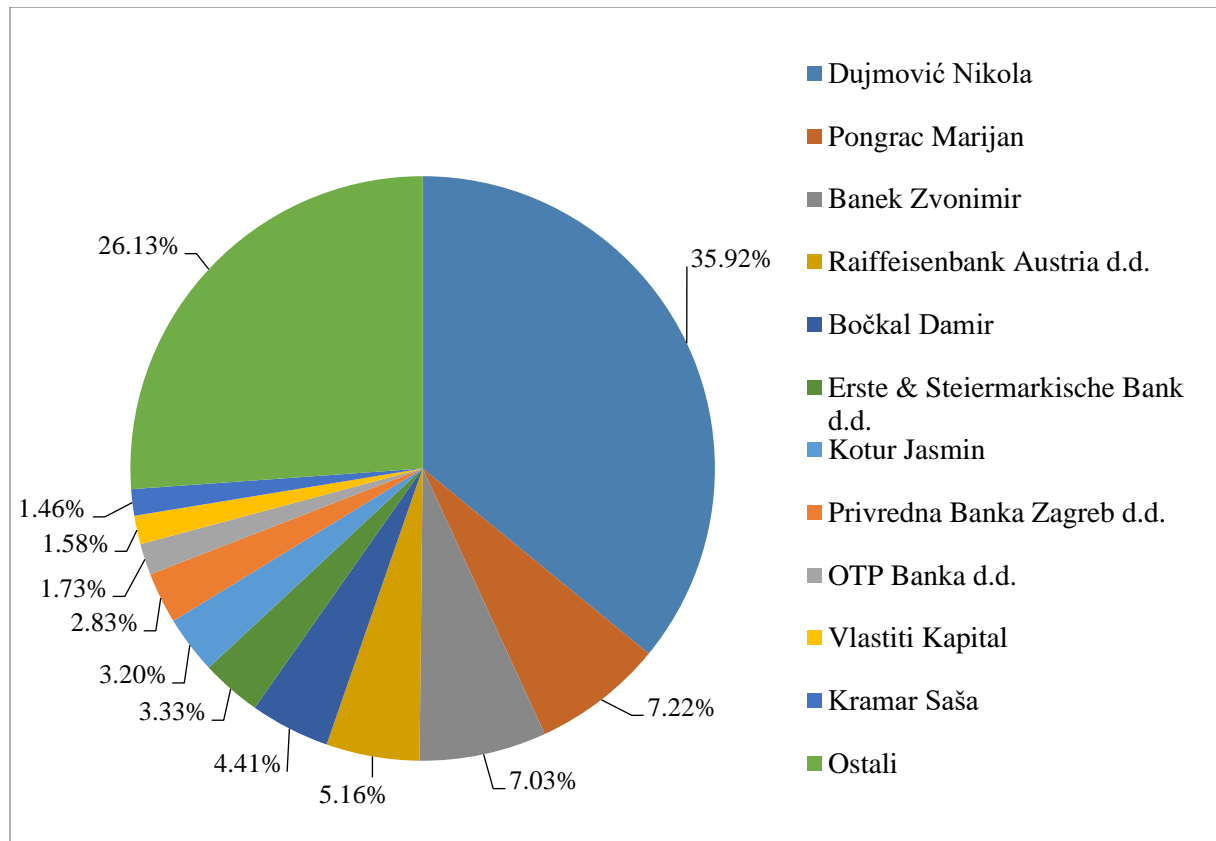
Izvor: Izrada autora prema SPAN d.d. (2021).

Prema dokumentaciji koju je SPAN d.d. morao predati navedeni su i uvjeti po kojima će se provoditi ponuda dionica zainteresiranim stranama. Ponuda se odvijala u dva kruga koji su započeli, trajali i završili istovremeno. Oba kruga ponude su počela 06. rujna 2021. godine u 09:00h, te završila 10. rujna 2021. godine u 17:00h, odnosno trajala su pet radnih dana. Razlika je u tome što u prvom krugu pravo ponude imaju samo i isključivo radnici, do ukupne količine od 49.000 dionica. Pojedini radnik može kupiti maksimalno 1.500 dionica, te je on prilikom kupovine dužan navesti najviši iznos koji je spreman za sve „kupljene“ dionice. Drugi krug ponude odnosi se na kvalificirane ulagatelje i male ulagatelje, te bilo ponuđeno 529.200 dionica. Vidljivo je da je ukupan iznos oba kruga 578.200, odnosno maksimalan broj ponuđenih dionica. U ovom krugu nije određen najveći broj dionica koje je mogao kupiti kvalificirani ulagatelj, dok je to ograničenje postavljeno malim ulagateljima u iznosu od najviše 19.600 dionica. Prema Zagrebačkoj burzi (2021), u prvom krugu Ponude zaprimljene su potpune i pravodobne Izjave o prihvatu ponude za kupnju ukupno 72.158 Ponuđenih dionica (49.000 dostupno) . U drugom krugu Ponude zaprimljene su potpune i pravodobne Izjave o prihvatu ponude za kupnju ukupno 737.486 Ponuđenih dionica (529.200 dostupno). Ukupan broj prodanih ponuđenih dionica iznosi 578.200, odnosno prodane su sve ponuđene

dionice. Ukupan iznos kojeg su ulagatelji uplatili na ime cijene za kupljene ponuđene dionice iznosi 101.185.000,00 HRK. Iz prethodno navedenog zaključuje se da je prosječna cijena ponuđene dionice bila 175 HRK.

U nastavku će biti prikazana vlasnička struktura nakon inicijalne javne ponude.

**Grafikon 7. Vlasnička struktura društva SPAN d.d. na dan 31.12.2021. godine**



Izvor: Izrada autora prema SPAN d.d. (2021).

Iz navedenog grafikona je vidljiva znatna promjena u strukturi vlasništva društva SPAN d.d., počevši od ulaska institucionalnih investitora u vlasničku strukturu. Također je vidljiva i promjena u vlastitom kapitalu, gdje se sa razine od 31,08% ukupnih dionica, smanjio na 1,58%, zbog toga što je 29,50% ukupnog broja dionica ponuđeno investitorima procesom inicijalne javne ponude. Sukladno tome, povećao se i udio ostalih investitora u vlasničkoj strukturi. Važno je napomenuti da je ovaj put udio malih dioničara u ostalima, ispod 1,46%, te time možemo zaključiti da je potražnja za dionicama SPAN d.d. bila značajna kod malih investitora, bilo to radnika ili fizičkih osoba.

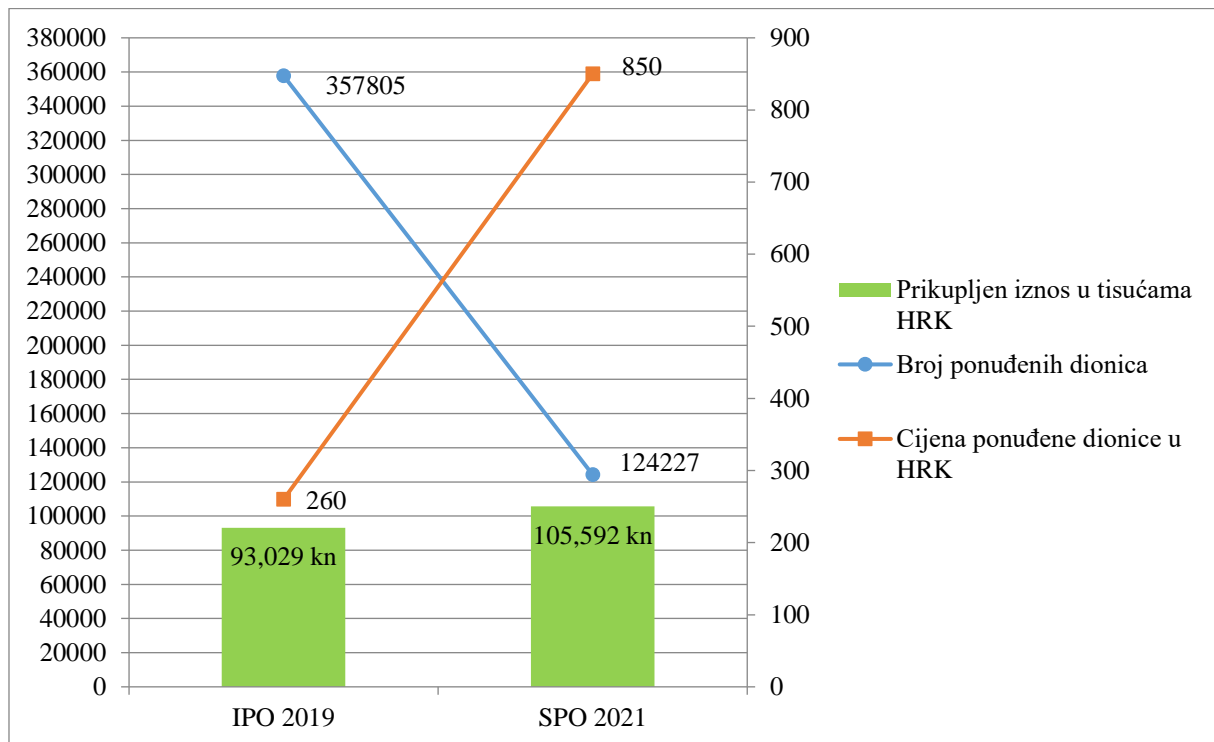
#### **4.3.2. Inicijalna javna ponuda Meritus ulaganja d.d. (M+ grupa)**

Meritus ulaganja d.d., odnosno M+ grupa najveća je neovisna tvrtka za outsourcing poslovnih i tehnoloških procesa, odnosno BPTO (eng. Business Process and Technology Outsourcing) u jugoistočnoj Europi. Kroz portfelj njihovih usluga integriraju dinamične industrije kontaktnog centra, informacijske tehnologije i usluge zapošljavanja sa ciljem rješavanja globalnih izazova na polju korisničke podrške. Osnovana 2007. godine, M+ grupa isporučuje inovativna iskustva korisnicima širom svijeta. Danas se njihovi operativni centri nalaze u Ljubljani, Kopru, Sarajevu, Banja Luci, Beogradu, Nišu, Istanbulu, Sanliurfu, Malatiji, Bajburtu, Vanu, Rizu i u Zagrebu, gdje se nalazi i sjedište njihove Grupe. (M+ Grupa, 2022). M+ Grupa se sastoji od nekoliko društava: M+ Connect, M+ Connect Srbija, M+ Connect Slovenia, CMC Turska, Calyx, CDE Nove tehnologije i SmartFlex.

Proces inicijalne javne ponude, odnosno uvrštenja svojih dionica na Zagrebačku burzu društvo M+ GRUPA započela je u prosincu 2018. godine, kada je Glavna skupština društva donijela „Odluku o povećanju temeljnog kapitala u novcu“ sa 50 milijuna kuna na maksimalno 87,72 milijuna kuna kroz izdavanje najviše 377.192 novih redovnih dionica. Pokrovitelj izdanja u procesu inicijalne javne ponude je bila Privredna banka Zagreb d.d.. Određen je raspon cijena od 240,00 kn do 280,00 kn po dionici (M+ Grupa, 2019). Nastavno na poziv, nakon provođenja prvog i jednog kruga upisa novih dionica, koji je trajao do 10. siječnja 2019. godine, uplaćeno je 93,03 milijuna kuna, sa cijenom po novoj dionici od 260,00 kn i broj novo izdanih dionica od 357.805. Dio tog iznosa je iskorišten za povećanje temeljnog kapitala, 35,78 milijuna, dok je ostatak od 57,2 zadržan u kapitalnim rezervama (M+ Grupa, 2019)

Usporedba sa drugom ponudom dionica koje je M+ grupa odlučila napraviti u lipnju 2021. godine, također radi povećanja temeljnog kapitala, pokazuje da se vrijednost grupacije izrazito povećala. Potvrdom Uprave 28. srpnja dolazi se do informacija da se temeljni kapital povećava sa 85,78 milijuna kuna, na koliko je postavljen nakon inicijalne javne ponude, na 98,2 milijuna kuna, odnosno povećava se za 12,42 milijuna kuna. Nove dionice su se ovaj puta izdavale za iznos od 850 kn po dionici, te su ulagatelji za nove dionice uplatili ukupan iznos od 105,59 milijuna kuna za ukupno 124.227 novih dionica (Zagrebačka burza, 2021) U nastavku će biti prikaz odnos inicijalne i sekundarne javne ponude dionica M+ grupe.

**Grafikon 8. Usporedba inicijalne i sekundarne javne ponude dionica M+ grupe**

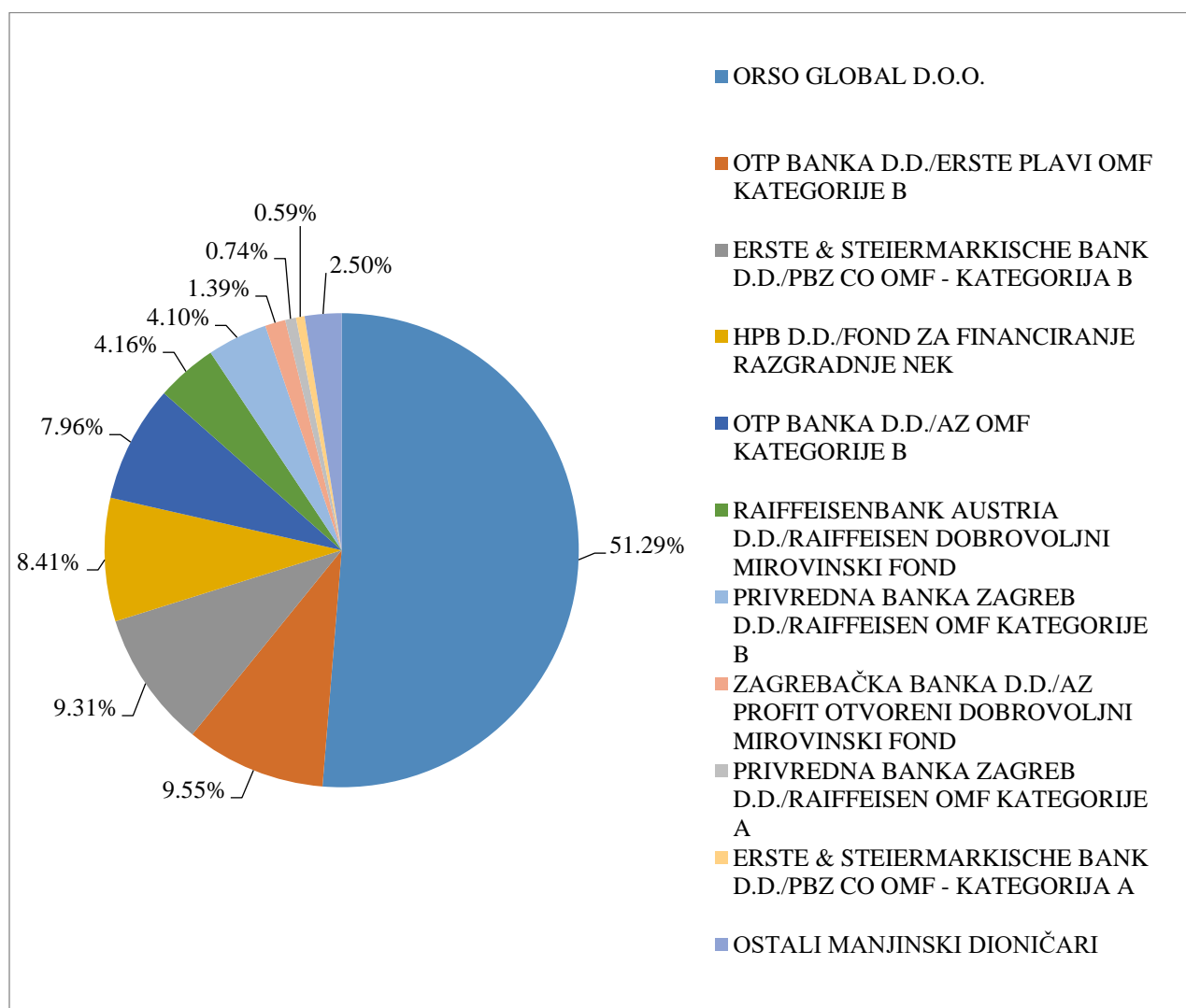


Izvor: Izrada autora prema M+ Grupa (2019) i Zagrebačka burza (2021).

Iz navedenog grafikona vidljivo je da postoje znatne razlike između inicijalne i sekundarne ponude dionica M+ grupe. Broj dionica koji se izdao 2019. godine u inicijalnoj ponudi je gotovo tri puta veći od broja izdanog u sekundarnoj ponudi 2021. godine, 357.805 naspram 124.227. Naravno da to samo po sebi nije neobično, društva sama biraju koliko će dionica emitirati, no kada se uspoređi sa cijenom po dionici u 2019. godini koja je bila 260 kn, sa postignutom cijenom 2021, koja iznosi 850 kuna po dionici, vidi se razlog smanjenja količine dionica u emisiji. Emitiranjem manjeg broja dionica po većoj cijeni društvo ostvaruje veći prihod od sekundarne emisije, nego od inicijalne. To je rezultat izrazito pozitivnog poslovanja poduzeća, te preuzimanja drugih društava unutar svoje grane djelatnosti. M+ grupa ponovno koristi ostatak prikupljenih sredstava, koji nisu imali svrhu povećanja temeljnog kapitala, za povećanje svojih kapitalnih rezervi. Na koji su način inicijalna i sekundarna ponuda dionica utjecale na vlasničku strukturu biti će prikazano u nastavku.



**Grafikon 9. Vlasnička struktura M+ grupe na dan 31.12.2021. godine**



Izvor: Izrada autora prema Zagrebačka burza (2022).

U navedenom grafikonu vidljiva je raspodjela vlasništva M+ grupe. Većinski dioničar je ORSO GLOBAL d.o.o., a to je društvo za upravljanje u vlasništvu Stjepana Oreškovića i Manice Pirc Orešković, pokretača i osnivača M+ grupe, sa 51,29% vlasništva. Uz njih su tu i institucionalni investitori, odnosno Mirovinski fondovi, koji ukupno drže 37,8% dionica M+ grupe. Tu je još i Fond za financiranje razgradnje Nuklearne elektrane Krško sa 8,41% vlasništva, te ostali manjinski dioničari sa 2,5% dionica.

## 5. Zaključak

Financiranje rasta trgovačkog društva moguće je putem širokog spektra izvora financiranja, te ono predstavlja ključan izazov s kojim se vodstvo društva susreće. Iako je u Republici Hrvatskoj još uvijek izrazito bankocentričan način financiranja, te društva svoje potrebe za financiranjem rasta osiguravaju putem kredita banaka, postoje određena društva koja se okreću drukčijim načinima financiranja, odnosno putem burze, te tržišta kapitala. Jedan on načina je financiranje putem inicijalne javne ponude, koja predstavlja postupak u kojem trgovačko društvo po prvi puta nudi i prodaje svoje dionice široj investicijskoj javnosti u zamjenu za potreban kapital. Inicijalna javna ponuda društvu osim povećanih zahtjeva za izvještavanjem, transparentnošću i odgovornosti prema dioničarima, donosi brojne pozitivne koristi, poput povećanog prestiža i kredibiliteta društva, boljeg kreditnog rejtinga, privlačenje sposobnije radne snage i lakšeg načina prikupljanja sredstava.

Kroz rad objašnjena je tema inicijalne javne ponude dionica, prikazan je proces IJP kroz potrebne korake koji su definirani od strane regulatornih tijela i odgovarajućih zakona i pravilnika u Republici Hrvatskoj. Također su navedeni sudionici procesa, te njihove uloge, sa posebnim naglasakom na pokrovitelja uvrštenja. Osim toga nabrojane su prednosti i nedostaci za društvo koje provodi proces, te prikazani recentni podatci sa velikih svjetskih burzi vezani za ukupnu količinu inicijalnih javnih ponuda, te sektore u kojima su one provedene. Naglasak je stavljen na dvije velike svjetske burze, NASDAQ i HKEx, gdje su prikazana kretanja količine IJP u promatranom razdoblju, te prikazani uvjeti i pravila izlistanja na spomenute burze, te prikazani uvjeti izlistanja na Zagrebačku burzu, kako bi se mogli prikazati, te usporediti dvije IJP na primjerima M+ Grupe i SPAN-a. Prilikom prikazivanja procesa naglasak je stavljen na potreban vremenski period, te kako proces zapravo izgleda u poslovnoj praksi. Također je prikazan odnos između inicijalne i sekundarne javne ponude dionica M+ grupe, te značajna razina prihoda koju je društvo ostvarilo putem njih. Usporedbom između IJP promatranih društava prikazni su izlistane količine, raspon cijena, pokrovitelj uvrštenja, udio ponuđenih dionica u ukupnom kapitalu, te vlasnička struktura nakon provedenih IJP. Promatranjem navedenog dolazi se do zaključka da su promatrane javne ponude imale određene sličnosti, ali da je najveća razlika vlasnička struktura nakon provedenog procesa, odnosno različitost u zainteresiranim investitorima. Oba društva su uspješno provela proces inicijalne javne ponude.

## Literatura

- Alpha Capitalis*. (2018). Preuzeto 12. 06 2022 iz Inicijalna javna ponuda dionica u 6 koraka: <https://alphacapitalis.com/2018/06/04/inicijalna-javna-ponuda-dionica-ipo-u-6-koraka/#>
- Andrijanić, I., & Vidaković, N. (2015). *Poslovanje na burzama: načela i praksa*. Zagreb: Visoko učilište EFFECTUS.
- Ayala, G. A. (2016). *The Price is Book-built: The Decision to Use Book-building Pricing Mechanisms for IPOs in the Philippines*. Dohvaćeno iz [https://scholarship.claremont.edu/cmc\\_theses/1284/](https://scholarship.claremont.edu/cmc_theses/1284/)
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2007). *Osnove korporativnih financija*. Zagreb: MATE d.o.o.
- Chen, J. (2021). *Investopedia*. Preuzeto 05. 07 2022 iz Short position: <https://www.investopedia.com/terms/s/short.asp>
- Chen, J. (2022). *Investopedia*. Preuzeto 05. 07 2022 iz HKEx: <https://www.investopedia.com/terms/h/hkex.asp>
- Corporate Finance Institute*. (2022). Preuzeto 14. 06 2022 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/ipo-process/>
- Davis, M. (2022). *Investopedia*. Preuzeto 05. 07 2022 iz Upside and Downside of IPO-s: <https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/upside-downside-of-ipo-s.asp>
- Deane, S. (2021). *Morningstar*. Preuzeto 06. 07 2022 iz How do Employee stock options work: <https://www.morningstar.com/articles/1029029/how-do-employee-stock-options-work>
- Ernst&Young*. (2021). Preuzeto 11. 06 2022 iz EY Global IPO Trends: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/ipo/ey-2021-global-ipo-trends-report-v2.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-2021-global-ipo-trends-report-v2.pdf)
- Ernst&Young*. (2022). Preuzeto 14. 06 2022 iz EY Global IPO Trends Q2: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/ipo/ey-global-ipo-trends-q2-2022.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-global-ipo-trends-q2-2022.pdf)
- EUR-Lex*. (2019). Preuzeto 07. 07 2022 iz <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/?uri=CELEX%3A32019R0980>
- Fidelity*. (2017). Preuzeto 07. 07 2022 iz Understanding Market Capitalization: <https://www.fidelity.com/learning-center/trading-investing/fundamental-analysis/understanding-market-capitalization>
- Garg, A. K. (2013). *Book building process: A modern way of issuing securities*. International Journal of Management, Information Technology and Engineering.
- Geddes, R. (2003). *IPOs and Equity Offerings*. Elsevier Science.
- HKEX*. (2022). Preuzeto 10. 07 2022 iz Listing with HKEX: [https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/Listing-with-HKEX?sc\\_lang=en#143C59E112E04EF48EA38BB18EBCA8D9](https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/Listing-with-HKEX?sc_lang=en#143C59E112E04EF48EA38BB18EBCA8D9)
- HKEX*. (2022). Preuzeto 10. 07 2022 iz Market data: [https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc\\_lang=en](https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=en)

- Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.* (2009). Preuzeto 18. 06 2022 iz Tržište kapitala: <https://www.hanfa.hr/getfile.ashx/?fileId=42497>
- Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.* (2020). Preuzeto 18. 06 2022 iz Kodeks korporativnog upravljanja: <https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/transparentnost-izdavatelja/korporativno-upravljanje/>
- Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.* (2022). Preuzeto 18. 06 2022 iz Prospekti: <https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/prospekti/>
- Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.* (2022). Preuzeto 18. 06 2022 iz Preuzimanja dioničkih društava: <https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/preuzimanja-dionickih-drustava/>
- Investor, SEC.* (2022). Preuzeto 05. 07 2022 iz U.S. Securities and Exchange Commission: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/liquidity-or-marketability>
- Investor, SEC.* (2022). Preuzeto 20. 06 2022 iz ESG: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/environmental-social-and-governance-esg-investing>
- IPOhub.* (2021). Preuzeto 05. 07 2022 iz IPO Dividend Policies: <https://www.ipohub.org/ipo-dividend-policies/>
- IUSINFO.* (2016). Preuzeto 25. 06 2022 iz <https://www.iusinfo.hr/aktualno/dnevne-novosti/26872>
- Klačmer Č.M., & Cingula, M. (2012). *Financijske institucije i tržište kapitala*. Varaždin: TIVA.
- Lewellen, K. (2006). *Risk, reputation, and IPO price support*. The Journal of Finance.
- M+ Grupa.* (2019). Preuzeto 02. 07 2022 iz Poziv za upis: <https://mplusgrupa.com/event/poziv-na-upis-pdf/>
- M+ Grupa.* (2019). Preuzeto 02. 07 2022 iz Uspješnost izdanja: <https://mplusgrupa.com/event/obavijest-o-uspjesnosti-izdanja/>
- M+ Grupa.* (2022). Preuzeto 02. 07 2022 iz <https://mplusgrupa.com/hr/o-nama-hr/#companies>
- Madir, J. (2009). *Tržište kapitala; Karakteristike financijskih instrumenata i pravni okvir poslovanja*. Zagreb: MATE d.o.o.
- MSFI.* (2022). Preuzeto 17. 06 2022 iz HANFA: <https://www.hanfa.hr/media/4766/me%C4%91unarodni-ra%C4%8Dunovodstveni-standardi-i-me%C4%91unarodni-standardi-financijskog-izvje%C5%A1tavanja.pdf>
- Murphy, C. B. (2022). Preuzeto 17. 06 2022 *Investopedia*. Dohvaćeno iz OTC: <https://www.investopedia.com/terms/o/otc.asp>
- Narodne Novine.* (05/09). Preuzeto 17. 06 2022 iz Pravilnik o minimumu informacija u prospektu, formatu prospekta i objavi oglasa u vezi s prospektom: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2009\\_01\\_5\\_143.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2009_01_5_143.html)
- Narodne Novine.* (148/13). Preuzeto 17. 06 2022 iz Zakon o preuzimanju dioničkih društava: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013\\_12\\_148\\_3141.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013_12_148_3141.html)
- Narodne Novine.* (83/21). Preuzeto 17. 06 2022 iz Zakon o tržištu kapitala: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2021\\_07\\_83\\_1515.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2021_07_83_1515.html)

- NASDAQ. (2022). Preuzeto 28. 06 2022 iz Market activity: <https://www.nasdaq.com/market-activity/daily-market-statistics>
- Novak, B. (2002). *Financijska tržišta i institucije*. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku.
- Orsag, S. (2011). *Vrijednosni papiri, Investicije i instrumenti financiranja*. Sarajevo: Revicon.
- Orsag, S., Santini, G., & Gulin, D. (1991). *Uvod u ekonomiku vrijednosnih papira*. Zagreb: Institut za javne financije.
- Prohaska, Z. (1996). *Analiza vrijednosnih papira*. Zagreb: INFOINVEST d.o.o.
- PwC. (2017). Preuzeto 14. 05 2022 iz PwC Roadmap for an IPO: <https://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/pwc-roadmap-for-an-ipo.pdf>
- PwC. (2022). Preuzeto 14. 05 2022 iz Global IPO Watch: Global IPO Activity: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/ipo-journey/ipo-watch-data-explore-exchange.html>
- Rosenberg, J. M. (1993). *Dictionary of Investing*. New York: John Wiley & Sons.
- Ross, S., & Westerfield, R. (1999). *Corporate Finance*. Irwin/McGraw-Hill.
- Saunders, A., & Cornett, M. M. (2006). *Financijska tržišta i institucije*. Zagreb: MASMEDIA.
- Smith, T. (2022). *Investopedia*. Preuzeto 09. 07 2022 iz Greenshoe option: <https://www.investopedia.com/terms/g/greenshoe.asp>
- SPAN. (2021). Preuzeto 03. 07 2022 iz GFI SPAN: <https://www.span.eu/hr/media/godisnji-izvjestaj-za-2021-span-grupa-i-span-d-d/>
- SPAN. (2021). Preuzeto 03. 07 2022 iz Presentacija za investitore: <https://www.span.eu/hr/media/prezentacija-za-investitore/>
- Trading Economics. (2022). Preuzeto 26. 06 2022 iz <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2014). *Osnove financijskog menadžmenta 13. izdanje*. Zagreb: MATE d.o.o.
- Zagrebačka burza. (2021). Preuzeto 02. 07 2022 iz Obavijest o rezultatima javne ponude dionica: <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2021%20-%20SPAN/Obavijest%20o%20rezultatima%20javne%20ponude%20dionica.pdf?vel=151614>
- Zagrebačka burza. (2021). Preuzeto 02. 07 2022 iz Obavijest o uspješno provedenoj javnoj ponudi novih dionica: <https://eho.zse.hr/fileadmin/issuers/MRUL/COI-MRUL-85a848a731378b9ecbe789c319cf9d80.pdf>
- Zagrebačka burza. (2022). Preuzeto 02. 07 2022 iz Pravila uvrštenja: <https://zse.hr/hr/uvjeti-i-pravila-uvrstenja/214>
- Zagrebačka burza. (2022). Preuzeto 03. 07 2022 iz Inicijalna javna ponuda: <https://zse.hr/hr/inicijalne-javne-ponude/206>
- Zagrebačka burza. (Zagrebačka burza 2022). Preuzeto 02. 07 2022 iz GFI M+ grupa: <https://eho.zse.hr/fileadmin/issuers/MRUL/FI-MRUL-ad922d5b59b293aff281d1f2d8b71f63.pdf>

## **POPIS SLIKA**

Slika 1. Proces provođenja IJP u koracima Izvor: Izrada autora prema Corporate Finance Institute, (pristupljeno 05.01.2022.) .....	7
--	---

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1. Uvjeti uvrštenja na tržišta Zagrebačke burze .....	26
Tablica 2. Opće informacije i uvjeti uvrštenja društva SPAN d.d. na Zagrebačku burzu.....	29

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Kretanje broja izvršenih inicijalnih javnih ponuda na svjetskim burzama od I. kvartala 2019. godine do IV. kvartala 2021. godine. i njihova vrijednost u \$mlrd.....	18
Grafikon 2. Usporedba broja inicijalnih javnih ponuda prema sektoru u dva promatrana razdoblja (Q2 2021 i Q2 2022).....	19
Grafikon 3. Prikaz prihoda od inicijalnih javni ponuda prema sektorima u dva promatrana razdoblja (Q2 2021 i Q2 2022) u mlrd \$. .....	20
Grafikon 4. Kretanje broja izvršenih inicijalnih javnih ponuda na NASDAQ-u od I. kvartala 2019. godine do IV. kvartala 2021. godine. i njihova vrijednost u \$mlrd.....	22
Grafikon 5. Kretanje broja izvršenih inicijalnih javnih ponuda na HKEX od I. kvartala 2019. godine do IV. kvartala 2021. godine. i njihova vrijednost u \$mlrd.....	24
Grafikon 6. Vlasnička struktura društva SPAN d.d. prije inicijalne javne ponude na dan 06.06.2021.	28
Grafikon 7. Vlasnička struktura društva SPAN d.d. na dan 31.12.2021. godine .....	30
Grafikon 8. Usporedba inicijalne i sekundarne javne ponude dionica M+ grupe .....	32
Grafikon 9. Vlasnička struktura M+ grupe na dan 31.12.2021. godine .....	33