

# Financiranje na tržištu kapitala

---

**Mandić, Marija**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2024**

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

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:145:827886>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-22**



*Repository / Repozitorij:*

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



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni prijediplomski studij Ekonomija i poslovna ekonomija

Marija Mandić

## **FINANCIRANJE NA TRŽIŠTU KAPITALA**

Završni rad

Osijek, 2024.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni prijediplomski studij Ekonomija i poslovna ekonomija

Marija Mandić

## **FINANCIRANJE NA TRŽIŠTU KAPITALA**

Završni rad

**Kolegij: Financijski menadžment**

JMBAG: 0010237341

e-mail: mmandic@efos.hr

Mentor: prof. dr. sc. Domagoj Sajter

Osijek, 2024.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics and Business in Osijek

University Undergraduate Study Programme Economics and Business


Marija Mandić

## **FINANCING ON THE CAPITAL MARKET**

Final paper

Osijek, 2024

**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 završni rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na vlastitim 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 trajnom pohranjivanju i objavljivanju mog rada 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 visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti, NN 119/2022).
4. Izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan s dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studenta/studentice:** Marija Mandić

**JMBAG:** 0010237341

**OIB:** 56055742608

**e-mail za kontakt:** marija.mandich@gmail.com


**Naziv studija:** Sveučilišni prijediplomski studij Ekonomija i poslovna ekonomija

**Naslov rada:** Financiranje na tržištu kapitala

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

U Osijeku, 10.07.2024. godine

Potpis



# Financiranje na tržištu kapitala

## SAŽETAK

Tržište kapitala kao dio financijskog tržišta omogućuje trgovinu dugoročnim financijskim instrumentima. Kada se promatra tržište kapitala u užem smislu, ono se dijeli na primarno i sekundarno tržište, a instrumenti kojima se trguje su obveznice, dionice, izvedenice i drugi. U radu se analiziraju navedene vrste tržišta kapitala te instrumenti financiranja koji se izdaju i kojima se daljnje trguje, u svrhu oslikavanja teorijskog okvira. Navode se i metode emisije vrijednosnih papira i opisuju različiti načini svake od navedenih metoda. Nadalje se opisuje tržište kapitala Republike Hrvatske te uređenje Zagrebačke burze sa uređenim, Progress i Funderbeam tržištima kao glavnim sastavnicama. U zadnjem dijelu prikazan je primjer financiranja društva SPAN d.d. na Zagrebačkoj burzi. Svrha ovog rada je prikazivanje mogućnosti financiranja na tržištu kapitala.

**Ključne riječi:** tržište kapitala, Zagrebačka burza, IPO

## **Financing on the Capital Market**

Capital market as a part of financial market allows trading with long-term financial instruments. When looking at the capital market in a narrow sense, it is divided into a primary and secondary market, and the instruments that are traded with imply bonds, stocks and derivatives. In this paper, said types of capital market and the instruments of financing which are being issued and traded with are firstly being analyzed for the purpose of illustrating the theoretical framework. The methods of issuing securities are also listed and the different ways of each of the mentioned methods are described. Further, the capital market of Croatia and the organization of Zagreb stock exchange with its regulated market, Progress market and Funderbeam market as its main components are being described. Lastly, the example of financing of the company SPAN d.d. on the Zagreb stock exchange is shown. The purpose of this paper is to highlight the possibilities of financing through the capital market

### **ABSTRACT**

**Keywords:** capital market, Zagreb stock exchange, IPO

# SADRŽAJ

<b>1. Uvod</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Tržište kapitala</b> .....	<b>2</b>
<b>2.1. Vrste tržišta kapitala</b> .....	<b>3</b>
2.1.1. Primarno i sekundarno tržište kapitala .....	4
2.1.2. Tercijarno i kvartarno tržište kapitala.....	5
<b>2.2. Financijski instrumenti</b> .....	<b>5</b>
2.2.1. Obveznice .....	6
2.2.2. Dionice.....	7
2.2.3. Izvedenice .....	8
<b>2.3. Emisija vrijednosnih papira</b> .....	<b>9</b>
2.3.1. Ograničena emisija .....	9
2.3.2. Otvorena emisija .....	10
<b>3. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj</b> .....	<b>12</b>
<b>3.1. Razvoj Zagrebačke burze</b> .....	<b>12</b>
<b>3.2. Uređeno tržište</b> .....	<b>13</b>
<b>3.3. Progress tržište</b> .....	<b>15</b>
<b>3.4. Funderbeam</b> .....	<b>15</b>
<b>4. Primjer financiranja tvrtke na Zagrebačkoj burzi</b> .....	<b>17</b>
<b>5. Zaključak</b> .....	<b>21</b>
<b>Literatura</b> .....	<b>22</b>



## 1. Uvod

Tržište kapitala igra ključnu ulogu u omogućavanju financiranja poslovanja poduzeća i njegovog razvoja, ali i u cjelokupnom gospodarstvu. Definira se kao sastavnica financijskog tržišta koja obuhvaća izdavanje i trgovinu dugoročnih financijskih instrumenata. Samim time predstavlja način dugoročnog financiranja.

Svrha ovog rada je istražiti teorijski okvir tržišta kapitala sa naglaskom na mogućnosti financiranja društva i pribavljanja kapitala. Također se proučava razvoj i uređenje Zagrebačke burze, a na kraju je prikazan primjer financiranja društva SPAN d.d. na Zagrebačkoj burzi.

Prvi dio rada nudi objašnjenje pojma tržišta kapitala te opis vrsta promatranog tržišta. Pored toga navodi i opis financijskih instrumenata (dionica, obveznica i izvedenica) kao i mogućnosti financiranja emisijom istih. Navodi se razlika dvije osnovne metode emisije vrijednosnih papira, ograničena i otvorena emisija kao i njihove sastavnice.

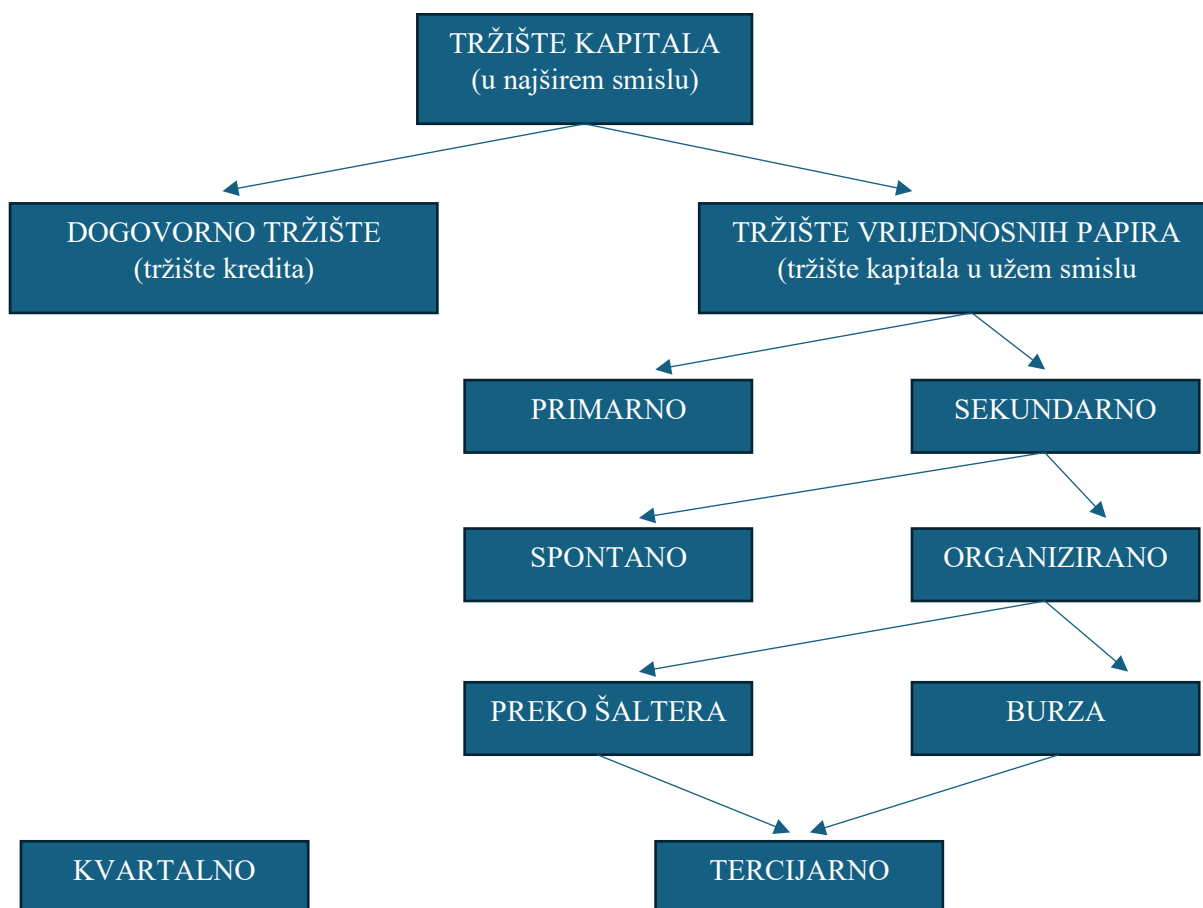
Drugi dio obuhvaća analizu razvoja tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj i Zagrebačke burze kao i opis pojedinih tržišta koja se pojavljuju kao sastavnice Zagrebačke burze, a radi se o uređenom tržištu, Progress i Funderbeam tržištu.

Treći dio usmjeren je na analizu financiranja društva SPAN d.d. na tržištu kapitala, odnosno procesa inicijalne javne ponude dionica uređenom tržištu Zagrebačke burze.

## 2. Tržište kapitala

Tržišta kapitala, kao dio financijskog tržišta i ključna sastavnica moderne ekonomije, omogućuje trgovinu dugoročnim financijskim instrumentima. Financijsko tržište predstavlja tržište na kojemu se financijska sredstva transferiraju od onih koji imaju višak do onih koji imaju manjak. Važnost uloge financijskih tržišta očituje se u mogućnosti financiranja poduzeća i razvoja. Bitnu komponentu cjelokupnog procesa čine financijski posrednici, a samim time i razvijena trgovačko-posrednička mreža koja se u teoriji sastoji od investicijskih bankara, brokera i dilera. Prema ročnosti financijskih instrumenata pojavljuje se jedna od klasifikacija financijskog tržišta, na tržište novca gdje se trguje kratkoročnim vrijednosnim papirima te tržište kapitala koje obuhvaća dugoročne vrijednosne papire. Tržište kapitala može se definirati u užem i širem smislu. U užem smislu podrazumijeva se dogovorno tržište i tržište vrijednosnih papira, a u užem smislu govori se isključivo o tržištu vrijednosnih papira.

Struktura tržišta kapitala prikazana je na slici 1.



Slika 1: Struktura tržišta kapitala u najširem smislu

Izvor: obrada autora prema Orsag (2003)

## 2.1. Vrste tržišta kapitala

Kao što je prethodno navedeno, tržište kapitala načelno je moguće podijeliti na dogovorno tržište i tržište vrijednosnih papira, koje definira samo tržište kapitala u užem smislu.

Dogovorno tržište podrazumijeva tržište kredita te se kao takvo sastoji od dogovornog tržišta dugova i dogovornog tržišta glavnice. Usmjerenost je prema javnim dioničkim društvima, privatno držanim društvima i malim i srednjim poduzećima. Dogovorno tržište dugova nudi izvor financiranja malim i srednjim poduzećima, koja nemaju mogućnost pristupa tržištu obveznica i drugih dužničkih vrijednosnih papira. Načini financiranja na ovom tržištu odnose se na oročene kredite, racioniranje kredita, faktoring, lizing i sindicirani kredit. Komercijalne banke nude srednjoročne kredite u vidu oročenih kredita, a nerijetko se odlučuju na racioniranje kredita u situacijama povećanog rizika. U takvim slučajevima banke se orijentiraju većim društvima koja imaju poznatu povijest poslovanja za razliku od neizvjesnosti malih i srednjih poduzeća. Problem, kako navodi Orsag (2015) je to što se srednjoročni bankovni krediti ne odobravaju za investicije u povećanje neto obrtnog kapitala, što stvara konstantan pritisak na likvidnost. Taj problem može se ublažiti prodajom potraživanja faktorima, posebnim poduzećima za otkup potraživanja. Česti oblik financiranja je i lizing. Financijski lizing, za razliku od onog operativnog, nudi potpunu zamjenu oročenim kreditima u banci.

Dogovorno tržište glavnice nudi mogućnosti povećanja vlasničkog kapitala. Uloga vlastitog kapitala leži u davanju svojevrsnog jamstva financijskim institucijama i ostalim kreditorima o poslovanju poduzeća. Mala i srednja poduzeća bore se za nedostatkom takvog kapitala te samim time imaju i sužene mogućnosti njegovog povećanja. Dogovorno tržište glavnice nudi oblike financiranja kao što su privatni plasman, predjavna emisija, rizični kapital, tehnološke parkove, poslovne inkubatore te poslovne anđele. Privatni plasman omogućuje pronalazak vanjskih investitora bez potrebe izlaženja u javnost. Takav postupak rezerviran je isključivo za dionička društva. Obzirom da javna dionička društva moraju slijediti propise kojima se štite manji investitori, privatna društva imaju mogućnost obaviti pre-IPO postupak kao pripremu za buduća izlaženja u javnost. Za postupak privatnog plasmana potrebno je izraditi skraćeni prospekt. U takvom slučaju ne mogu izaći, za razliku od postupka predjavne emisije u kojem sudjeluju investicijski bankari te se njihov izlazak podrazumijeva. Kako bi se povećala sigurnost privatnog plasmana uključuje se rizični kapital, a moguć je u svakoj fazi rasta poduzeća. Fondovi rizičnog kapitala u razdoblju od 5 do 10 godina održavaju partnerski odnos sa malim i srednjim poduzećima te kroz to razdoblje postupno ulažu u vlasnički kapital. Izlazak iz takvog odnosa moguć je na nekoliko načina; strateškim ulagačem, otkupom inicijalnog

vlasnika, otkupom eksternog menadžmenta ili otkupom od samog poduzeća, a moguće je obaviti i izlaženje u javnost. Rizik koji se veže uz ovaj oblik povećavanja glavnice odnosi se na visoki prinos koji se obećava dioničarima te je stoga potrebno kvalitetno procijeniti poslovanje poduzeća u koja se ulazi. Tako dionička društva mogu formirati tehnološke parkove kako bi financirali mala i srednja poduzeća te istovremeno koristili tehnologiju koju takva poduzeća financiraju, pod uvjetom da razvijanje takve vlastite tehnologije trenutno nije isplativo za dioničko društvo. Poslovni inkubatori, u formi znanstvenih instituta usmjereni su na stvaranje i razvoj poduzeća te kasniju prodaju. Još jedan primjer rizičnog kapitala čine poslovni anđeli, iskusni i ostvareni poslovni ljudi koji se posvećuju uspjehu malih poduzeća.

### 2.1.1. Primarno i sekundarno tržište kapitala

Tržište kapitala razlikuje se prema trenutku pojavljivanja vrijednosnih papira na tržištu. Ako se vrijednosni papiri prvi puta pojavljuju na tržištu kapitala, riječ je o primarnom tržištu kapitala, no ako se govori o preprodaji vrijednosnih papira, tada se govori o sekundarnom tržištu kapitala. "Primarno je tržište prvenstveno u funkciji mobilizacije usitnjene i decentralizirane novčane štednje, dok je sekundarno tržište prvenstveno u funkciji povećanja stupnja mobilnosti investicija u vrijednosne papire čime se pruža značajna podrška opsegu primarnog tržišta" (Orsag, 2003:162).

Primarno tržište kapitala karakterizira se kao emisijsko tržište, odnosno tržište na kojem poduzeća emitiraju vrijednosne papire po prvi put u svrhu pribavljanja sredstava, tj. kapitala. Poduzeća se međusobno natječu za ograničeni kapital kojeg investitori nude, a oni se u pravilu odlučuju za opciju koja im donosi najveći prinos u odnosu na određeni stupanj rizika. Primarno tržište vrijednosnih papira sastoji se od državnih emisija i korporacijskih emisija. Državnim emisijama vlada, odnosno državne i paradržavne organizacije te lokalna uprava izdaju vrijednosne papire koji nose vrlo nizak ili čak zanemariv stupanj rizika, a mogu donijeti i određene porezne olakšice. Korporacijskim emisijama dionička društva nude obveznice i dionice. Tržište obveznica nudi mogućnost iskorištavanja financijske poluge, tj. zadržavanje dugova koji stvaraju potrebu za izdavanjem novih obveznica kada se starima bliži rok dospijeca. S druge strane, tržište dionica razlikuje obične i preferencijalne dionice te poduzeća imaju opciju emitirati preferencijalne, odnosno povlaštene dionice u situacijama kada nije pogodno izdavati obične dionice.

Sekundarno tržište vrijednosnih papira podrazumijeva preprodaju prethodno emitiranih vrijednosnih papira. Cijena vrijednosnih papira koja se formira na ovome tržištu ima bitnu

ulogu u iskazivanju vrijednosti poduzeća i kvalitete njegovog vođenja. Sekundarno tržište uključuje i tržište korporacijske kontrole obzirom da omogućuje spajanja i pripajanja poduzeća, do čega dolazi kada dionička društva ulaze u ulogu kupca. Bitno je spomenuti i investicijski motiv kao pokretača ovog oblika tržišta kapitala za razliku od primarnog tržišta gdje je pokretač potreba vlasnika za kapitalom. Investicijski motiv odnosi se na dugoročno ostvarivanje prinosa kroz investicije i upravljanje njima, a uključuje i fizičke osobe i pravne osobe u obliku institucionalnih investitora. Osim investicijskog motiva, na sekundarnom tržištu prevladava i špekulativni motiv prema kojem investitori konstantno kupuju i preprodaju vrijednosne papire s ciljem ostvarivanja prinosa prema očekivanoj promjeni cijene. Također kao motiv profesionalnih investitora treba uzeti u obzir i arbitražu, postupak koji donosi profit iskorištavanjem razlika u cijeni istih vrijednosnih papira na različitim tržištima. No pored svih navedenih motiva, kao glavna karakteristika sekundarnog tržišta koja privlači investitore svih razmjera navodi se visok stupanj likvidnosti. Obzirom da su primarno i sekundarno tržište kapitala ovisno jedno o drugome, likvidnost sekundarnog tržišta stvara prednost tržištu kapitala u cjelini u odnosu na klasični oblik štednje u banci.

#### 2.1.2. Tercijarno i kvartarno tržište kapitala

Orsag (2015:166) tercijarno tržište kapitala opisuje kao poveznicu trgovanja vrijednosnim papirima na burzi i trgovanja posredovanjem dilera, tj. njihovih šaltera. Samim time jasno je da se na tercijarnom tržištu trguje vrijednosnim papirima koji su na burzu uvršteni preko dilerskih šaltera.

Kvartarno tržište funkcionira kao mreža institucionalnih investitora. Kako takvi investitori trguju velikim blokovima vrijednosnih papira, takav proces sa sobom donosi velike transakcijske troškove i veliki utjecaj na promjenu cijene tih vrijednosnih papira. Upravo kvartarno tržište ima za cilj otkloniti navedene nedostatke.

## 2.2. Financijski instrumenti

Tržište kapitala u užem smislu definirano je kao tržište dugoročnih vrijednosnih papira, a još se naziva i otvoreno tržište (*open market*). “U okviru eksternog financiranja poduzeća u svijetu, pribavljanje sredstava pomoću vrijednosnih papira igra sa stajališta dugoročnog financiranja značajnu, a u usporedbi s kreditnim financiranjem, čak i dominantnu ulogu” (Prohaska i dr. 2020:43). Instrumenti financiranja na ovom tržištu u najvećoj mjeri uključuju obveznice, kao vrijednosnice s fiksnim prinosom i dionice, vrijednosnice s varijabilnim prinosom.

Financiranje putem navedenih vrijednosnih papira igra veliku ulogu u postizanju optimalne strukture kapitala.

### 2.2.1. Obveznice

Obveznica je pisana isprava prema kojoj se izdavatelj (emitent) obvezuje da će vlasniku obveznice u određenom vremenskom roku vratiti iznos obveznice uz određene kamate. Prema takvoj definiciji obveznica predstavlja svojevrsno obećanje isplate određenog iznosa. Važan element obveznica je rok dospijeća koji je unaprijed određen, a u pravilu je duži od deset godina. Moguće je izdavati i kratkoročne obveznice čiji je rok dospijeća kraći od deset godina.

Orsag (2015: 348) razlikuje obveznice na one koje glase na ime i one koje glase na donositelja. Obveznice koje glase na ime glase po naredbi vlasnika. Razlika u te dvije vrste obveznica očituje se u njihovoj prenosivosti. One koje glase na ime prenose se indosamentom, odnosno upisom na poleđinu. Obveznice koje glase na donositelja moguće je prenositi tradicijom, predajom poput novčanica. Danas se obveznice izdaju u nematerijalnom obliku te iz tog razloga glase na ime, a prenose se elektroničkim oblikom preko institucije u kojoj su digitalno pohranjene. U Hrvatskoj sve nematerijalne vrijednosne papire na tržištu kapitala vodi Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD). Zbog prenosivosti i utrživosti obveznice je moguće koristiti i kao sredstvo plaćanja.

Isti autor također razlikuje obveznice prema dospijeću. Mogu se emitirati obveznice s jednokratnim ili višekratnim, tj. serijskim ili anuitetnim dospijećem. Češće su obveznice s jednokratnim anuitetom obzirom da se amortiziraju jednom, dok se one sa višekratnim dospijećem amortiziraju u godišnjim ili polugodišnjim anuitetima.

Zakonski je definiran sadržaj obveznica, a on uključuje vlasništvo i obvezu vraćanja pozajmljenih sredstava. Vlasnik obveznice može biti fizička ili pravna osoba. Što se tiče obveza plaćanja, ona može biti jednokratna ili višekratna, a sadrži i kamate. Njih je moguće plaćati godišnje, polugodišnje, tromjesečno ili pak u anuitetima prema planu amortizacije. Dodatno je moguće definirati obveznice kroz korporacijski pogled i investitorski. Korporacijska perspektiva definira obveznice kao instrumentu financiranja poslovanja i njegovog daljnjeg razvoja. Poduzeće stvara dugoročni dug u svrhu financiranja dugoročne imovine. Orsag (2015: 350) opisuje obveznice kao temeljni način formiranja dugova jer kombinacijom dugoročnosti i jednokratnim dospijećem omogućuju stabilni udjela duga u strukturi kapitala. Kamate koje dolaze uz obveznice za poduzeće znače fiksni trošak financiranja no nude pogodnost poreznog zaklona obzirom da su kamate trošak tuđeg financiranja i samim time čine odbitnu stavku od

oporezive dobiti. S druge strane, investitori na obveznice gledaju kao na visoko likvidna investicijska sredstva. U fokusu njihovog gledišta je prinos, koji se sastoji od kamata i od kapitalnog dobitka. Kamate donose fiksni prinos, osim ako se radi o obveznicama bez kupona, a kapitalni dobitak se ostvaruje rastom cijene same obveznice te se realizira prodajom iste. Obveznice privlače investitore svojom sigurnošću, obzirom da poduzeće ima zakonsku obvezu isplatiti obećani iznos. Uglavnom su usmjerene institucionalnim investitorima, a pojedinci imaju mogućnost kupnje kroz ulaganje u investicijske fondove.

Brojne su prednosti financiranja obveznicama, a Prohaska i dr. (2020:57) ističu tri pogodnosti.

Prvo, isplaćene kamate na obveznice poduzeća se mogu odbiti od porezne osnovice poreznog obveznika, dok to nije moguće u slučaju isplaćenih dividendi, i to na povlaštene i na redovne dionice.

Drugo, radi većih troškova održavanja cijene dionica, koje su podvrgnute većoj konkurenciji nego obveznice, lakše se prodaju obveznice na primarnom tržištu kapitala.

Treće, izdavanje obveznica je za njihove izdavatelje povoljnija nego izdavanje povlaštenih ili redovnih dionica.

### 2.2.2. Dionice

Dionice se definiraju kao korporacijski vrijednosni papiri koji predstavljaju potvrdu o vlasništvu, odnosno udio u imovini nekog društva. Najjednostavnije se dionice mogu odrediti kao vlasnički korporacijski vrijednosni papiri.

Prohaska i dr. (2020:77) navode četiri osnovne razlike između dionica i obveznica odnosno tržišta na kojima se trguje:

- a) dionice predstavljaju vrijednosne papire bez roka dospijeća,
- b) s obzirom na nepostojanje roka dospijeća većina se prometa dionica obavlja na sekundarnom tržištu,
- c) promet dionica na sekundarnom tržištu obavlja se u jednakoj mjeri prodajom “licem u lice” (OTC tržište) i na burzama vrijednosnih papira, dok se obveznicama uglavnom trguje na OTC-tržištu odnosno preko telefona i/ili e-mailom,
- d) dok obveznice karakteriziraju fiksne kamatne stope i vrijednost po dospeljuću, dotle za dionice ne postoji unaprijed utvrđena stopa prihoda.

Kao i obveznice, dionice su dugoročne vrijednosnice koje mogu glasiti na ime ili na donositelja te su također prenosive, tradicijom ili indosamentom. Sadržaj i podjela uređena je Zakonom o trgovačkim društvima. Prema Zakonu glavna podjela dionica je na redovne i povlaštene. Redovne dionice vlasnicima, tj. dioničarima donose određena imovinska i upravljačka uprava, a koja se odnose na pravo glasa na skupštini, pravo na dividendu i pravo na ostatak likvidacijske, odnosno stečajne mase. Povlaštene dionice ne nose upravljačka prava, ali podrazumijevaju pravo prvenstva pri isplati dividende i ostatka stečajne, odnosno likvidacijske mase i ostalo kako je određeno statutom. Zakon navodi podjelu povlaštenih dionica na kumulativne i participativne.

Iz korporacijske perspektive, dionice su instrument dugoročnog financiranja vlastitim kapitalom. “Taj je kapital predodčen u jednakim zaokruženim manjim iznosima, apoenima koje reprezentiraju dionice” (Orsag, 2015:384). Sa sobom nose dividendu, varijabilnu naknadu vlasnicima. Isplata dividendi ovisi o ostvarenoj dobiti poduzeća te o namjeri da se izglasa pa samim time ne stvara nikakav financijski rizik dioničkom društvu. Društvo se u pravilu odlučuje emitirati dionice sa ciljem prikupljanja većih svota kapitala upravo zbog činjenice da je kapital podijeljen na male iznose. Kako bi poduzeće pokrenulo proces emitiranja dionica i financiranja daljnje ekspanzije, potrebno je preoblikovati društvo u javno dioničko društvo procesom koji se naziva izlaženje u javnost.

Bitna odlika dionica jest njihova prenosivost koja dovodi do visokog stupnja mobilnosti. Moguće ih je kupovati na primarnom tržištu kapitala kada su emitirane te kupovati i prodavati na sekundarnom tržištu koje se pad dijeli na organizirano i spontano. Organizirano tržište pojavljuje se u obliku burze koje je strogo uređeno ili kao tržište preko šaltera koje nije u tolikoj mjeri uređeno kao burza. Prinos kojim su investitori motivirani ulagati u dionice sastoji se od dividende i kapitalnog dobitka koji se postiže povećanjem tržišne vrijednosti. Oni očekuju da će taj prinos biti relativno visok uzevši u obzir veći rizik investiranja u dionice u odnosu na alternative.

### 2.2.3. Izvedenice

Izvedenice, derivat Orsag (2003:659) definira kao instrumente, najčešće vrijednosne papire čija je vrijednost izvedena iz neke druge imovine ili iz nekog drugog financijskog instrumenta. Isti autor razlikuje četiri osnovne vrste izvedenica: terminski ugovori, opcije, zamjene i ostale izvedenice. Prema Orsagu (2003:664) terminski se ugovori mogu definirati kao ugovori o kupoprodaji određene imovine s isporukom u neko buduće vrijeme. Iduću kategoriju, opcije,



Orsag (2003:664) definira kao pisane punomoći kojima njihov izdavalac daje kupcima pravo na kupnju i/ili prodaju određenog paketa vrijednosnih papira u određenom vremenu i po utvrđenoj cijeni. Riječ je o ugovorima koji nisu obvezatni, što znači da će vlasnik izvršiti opciju kupnje tek kada je cijena vezane imovine viša od izvršne cijene opcije, odnosno prodat će kada je cijena vezane imovine niža od izvršne cijene u opciji. Kao posljednju kategoriju, Orsag (2003:673) opisuje zamjene kao privatne aranžmane između dva društva o zamjeni novčanih tokova u budućnosti prema unaprijed utvrđenoj formuli. Zamjene nisu prenosive obzirom da je riječ o privatnom ugovoru. Isti autor nadalje dijeli zamjene u tri kategorije: kamatne zamjene, valutne zamjene i ostale zamjene.

### **2.3. Emisija vrijednosnih papira**

Emisija vrijednosnih papira predstavlja proces putem kojeg se na tržištu izdaju novi financijski instrumenti, omogućujući izdavateljima prikupljanje kapitala od investitora. Ovaj proces može se podijeliti prema različitim metodama. Sa stajališta samog plasmana kupcima razlikuju se direktna i indirektna metoda. Direktna je ona bez posrednika, no fokus je na indirektnoj metodi, koja uključuje usluge investicijskog bankarstva. Generalna podjela metoda emisije odnosi se na privatni i javni plasman. Razlika leži u tome što je privatnom plasmanu postoji unaprijed određen broj investitora. Sa druge strane, javna ponuda traži dozvolu tržišnog regulatora. Metode je najšire moguće razvrstati u dvije grupe, ograničena emisija i otvorena emisija.

#### **2.3.1. Ograničena emisija**

Naziv ograničena emisija dolazi iz činjenice da postoji unaprijed definiran ograničen broj investitora. Ta grupa investitora mogu biti institucionalni investitori, poslovni komitenti ili postojeći dioničari odnosno kreditori. Ako se radi o pretvorbi pravnog oblika društva u dioničko društvo, ta grupa investitora mogu biti aktualni vlasnici. Orsag (2003) navodi dva osnovna razloga korištenja ograničene emisije vrijednosnih papira:

smanjenje troškova emisije, te

izbjegavanje rizika postojećih vlasnika.

Postupak emitiranja vrijednosnih papira donosi niz značajnih troškova te je neke nemoguće izbjeći. Ostale troškove je moguće smanjiti ili potpuno ukloniti procesom ograničene emisije. Ova metoda štiti postojeće vlasnike i odabrani krug investitora od javnosti te sprječava gubitak njihovog bogatstva. Emisija dionica ograničenom metodom provodi se na dva osnovna načina:

privatnim plasmanom te ograničenim javnim plasmanom, a kao posljedica ta dva načina može se pojaviti i uvođenje.

Privatni plasman odnosi se na situaciju u kojoj se cijela emisija nudi poznatim investitorima. Prednost je što takvu emisiju nije potrebno prijaviti tržišnom regulatoru, čime se troškovi smanjuju i proces pojednostavljuje. No ako se u budućnosti poduzeće bude odlučilo na javni izlazak na burzu, pojavit će se troškovi vezani uz uvođenje tih vrijednosnih papira na burzu. Iz toga se može zaključiti da se ovakav postupak generalno ne odnosi na društva čije su dionice uvrštene na tržište kapitala. No primjenjiv je u slučaju osnivanja dioničkog društva ili pretvaranja u takav pravni oblik.

Ograničeni javni plasman primjenjuje se u situacijama kada nisu svi investitori poznati. Ciljani investitori su uglavnom postojeći dioničari i zaposlenici poduzeća. U takvim situacijama postoji rizik da ciljani investitori neće prihvatiti cijelu emisiju. Oni vrijednosni papiri koji ne budu prihvaćeni dalje se nude javnosti na tržištu kapitala. Obzirom da uključuje plasman na tržištu kapitala, ograničeni javni plasman može se provesti izravno ili neizravno. Neizravni način uključuje posrednika te se on bavi samo dijelom emisije koji se nudi javnosti ili se dogovara stan-by aranžman koji zahtijeva otkup vrijednosnih papira koji su prvotno odbijeni i njihov plasman na tržište kapitala. Proces započinje upisom vrijednosnih papira ciljanih investitora čime se obvezuju da će ih otkupiti po dogovorenoj cijeni, a ostali dio vrijednosnih papira nudi se po cijeni koja se formira na tržištu te je ona u pravilu nešto veća.

Uvođenje se može promatrati kao posljedica privatnog plasmana kojim se omogućuje trgovanje privatno emitiranim vrijednosnim papirima. U takvoj situaciji investitori uvjetuju registraciju na tržište kako bi u budućnosti imali opciju prodaje.

### 2.3.2. Otvorena emisija

Otvorena emisija podrazumijeva ponudu vrijednosnih papira cjelokupnoj javnosti. Također se može provoditi izravno i neizravno s tim da se generalno koristi neizravni način, preko investicijskih bankara. Kao mogući načini provođenja izdvajaju se emisija s prospektom, dogovorna kupnja, kupnja nadmetanjem te komisija.

Emisija s prospektom nalaže upotrebu prospekta prilikom emisije, odnosno dokumenta namijenjen investitorima, a koji sadrži sve bitne informacije o društvu i vrijednosnim papirima. Sadržaj prospekta propisan je zakonom te ostalim odredbama. Svrha tog dokumenta je privući

javnost na kupnju vrijednosnih papira, a po cijeni koja je zadana u samom dokumentu Ovaj način karakterističan je za velike emisije te samim time donosi i visoke troškove.

Dogovorna kupnja pretpostavlja neku vrstu pregovora. Konkretno se radi o pregovorima poduzeća s bankarom o cijeni emisije koju će investicijski bankar i njegov sindikat platiti.

Kupnja nadmetanjem slična je dogovornoj kupnji no dodatno podrazumijeva nadmetanje investicijskih bankara za izbor za kupnju emisije. Emitent se izbire indirektno na aukciji, najčešće prema načelu najjeftinije cijene. Ova metoda zahtijeva strožu zakonsku regulaciju obzirom da može biti riječ o državnim obveznicama, društvima od šireg javnog interesa i sl.

Komisija je proces koji zahtijeva pojavu investicijskih bankara u drugoj ulozi, odnosno u ulozi posrednika, a ne emitenta. Za posredničke poslove bankar dobiva naknadu i ne preuzima rizik emisije. Posrednička naknada kao i ostali vezani troškovi nisu veliki tako da je ova metoda pogodna za manja društva.

### **3. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj**

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj uređeno je Zakonom o tržištu kapitala i Zakonom o preuzimanju dioničkih društava, a za određena područja vrijedi i Zakon o trgovačkim društvima. Glavne institucije koje reguliraju tržište kapitala su Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD).

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, kako stoji u Zakonu o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (2005.), ima postavljena dva temeljna cilja: promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava te nadzor zakonitosti poslovanja subjekta nadzora. Prema informacijama dostupnima na web stranici Središnjeg klirinškog depozitarnog društva, ono se deklarira kao dioničko društvo koje posluje kao središnji depozitorij vrijednosnih papira odnosno registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira i imateljima vrijednosnih papira kao i drugi podaci predviđeni zakonom.

#### **3.1. Razvoj Zagrebačke burze**

“Rast i razvoj tržišta kapitala u svim tranzicijskim zemljama počivao je na dva osnovna stupa: 1) na razvoju potrebnih institucija tržišta kapitala i 2) na privatizaciji poduzeća u društvenom ili državnom vlasništvu i daljnjem razvoju tih i novostvorenih poduzeća. Dvije dodatne odrednice bile su 3) razvoj financijskih institucija i 4) financijskih instrumenata” (Cvijanović i dr., 2008:171). Prvi zakon kojim se uređivalo cjelokupno financijsko tržište bio je Zakon o vrijednosnim papirima, izdan 1978. godine, a 11 godina nakon dolaze Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala i Zakon o vrijednosnim papirima koji uređuju tržište novca i tržište kapitala. Kasnije sve navedene zakone i druge propise u potpunosti zamjenjuje Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima. Prekretnicu na tržištu kapitala donijelo je osnivanje Zagrebačke burze 1991. godine te Varaždinskog tržišta vrijednosnica 1993. godine, koje se 2007. pripojilo Zagrebačkoj burzi. Cvijanović i dr. smatraju da je značajan trenutak na hrvatskom tržištu kapitala bio uvrštavanje dionica Plive d.d. i Zagrebačke banke d.d. u kotizaciju Zagrebačke burze. 2010. godine osnovana je Akademija Zagrebačke burze s ciljem pružanja edukacije o financijskim tržištima. Burza se daljnje razvijala 2015. godine kada je finalizirana akvizicija Ljubljanske burze te kasniji izdavanjem dionica Zagrebačke burze na uređeno tržište. Veliki korak bilo je osnivanje Funderbeam South-East Europe (Founderbeam SEE), društvo koje ima za cilj financiranje startupova temeljeno na blockchain tehnologiji. Kao još jedan takav projekt bitno je spomenuti i uspostavu Progress tržišta koje je namijenjeno za

financiranje malih i srednjih poduzeća. Osim Ljubljanske burze, Zagrebačka burza ima dio vlasništva Makedonske burze.

Posljednji podatci dostupni na web stranici Zagrebačke burze prikazuju da u svibnju 2024. godine burza ima 198 vlasnika. Organizirana je u četiri sektora: sektor informacijske tehnologije i poslovnog razvoja, sektor tržišta i nadzora, sektor pravnih i općih poslova i sektor poslovne podrške. U 2023. godini Zagrebačka burza bilježi 12 članova prikazanih u tablici 1. Član sa najvećim udjelom u prometu vrijednosnih papira Interkapital vrijednosni papiri d.o.o., a zabilježen je udio u ukupnom prometu od 27,01%. Popis se pak u većoj mjeri sastoji od banki.

<b>RANG LISTA ČLANOVA - 2023.</b>	
<b>RANG</b>	<b>ČLAN</b>
1	INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O.
2	FIMA-VRIJEDNOSNICE D.O.O.
3	ZAGREBACKA BANKA D.D.
4	PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D.
5	ERSTE&STEIERMARKISCHE D.D.
6	AGRAM BROKERI D.D.
7	HITA VRIJEDNOSNICE D.D.
8	OTP BANKA D.D.
9	RAIFFEISENBANK AUSTRIA D.D.
10	PODRAVSKA BANKA D.D.
11	HRVATSKA POSTANSKA BANKA
12	CREDOS D.O.O.

Tablica 1. Popis članova Zagrebačke burze 2023. godina

Izvor: obrada autora prema podacima Zagrebačke burze

Kako je moguće zaključiti iz navedene povijesti burze, Zagrebačka burza nudi mogućnost financiranja poduzeća u svim fazama rasta. Time Funderbeam služi za financiranje startupova, Progress tržište za financiranje razvoja malih i srednjih poduzeća te burza kao uređeno tržište. U nastavku se analiziraju navedene vrste tržišta.

### **3.2. Uređeno tržište**

Uređeno tržište, odnosno burza, smatra se najprivlačnijim tržištem. Moguće je trgovati financijskim instrumentima za koje Hanfa izda odobrenje ili je to odobrenje obuhvaćeno Zakonom o tržištu kapitala. Uređeno tržište sastoji se od redovitog, službenog i vodećeg tržišta. Svako od tih tržišta, pored općih uvjeta, uređeno je dodatnim obvezama. Sukladno Pravilima burze (2019.) za uvrštenje dionica na redovito tržište javnosti mora biti distribuirano najmanje

15% dionica na koje se odnosi zahtjev za uvrštenje, a iznimno dionice mogu biti uvrštene i ako ne udovoljavaju uvjetu distribucije javnosti ako, s obzirom na velik broj dionica istog roda i postotak distribucije javnosti, tržište može uredno funkcionirati. Pravila burze za službeno tržište određuju da javnosti mora biti distribuirano najmanje 25% dionica, navedeni postotak dionica mora biti distribuiran na najmanje 30 dioničara, tržišna kapitalizacija najmanje 1.000.000,00 EUR, izdavatelj mora imati uspostavljenu funkciju odnosa s investitorima s određenom najmanje jednom osobom koja raspolaže sa potrebnim znanjima i vještinama te iznimno, dionice mogu biti uvrštene i ako ne udovoljavaju uvjetu distribucije javnosti ako je najmanje 10% dionica distribuirano na najmanje 50 dioničara. Dodatno, nominalni iznos izdanja mora biti minimalno 200.000,00 EUR. Za uvrštenje dionica na vodeće tržište postavljeni su uvjeti da javnosti mora biti distribuirano najmanje 35% dionica, a mora biti najmanje 1000 dioničara.

Prednosti uvrštenja na burzu su brojne no najvažnije je za istaknuti lakše financiranje poslovanja i ekspanzije. Ukoliko se poduzeće odluči na izlazak na burzu dužno je javnost izvještavati o toku poslovanja. U slučaju odluke financiranja putem uređenog tržišta, društvo započinje proces inicijalne javne ponude (IPO), prve ponude dionica prema javnosti. Proces IPO-a donosi važne promjene, a kao glavna se ističe usvajanje Kodeksa korporativnog upravljanja. Pored toga IPO donosi i značajne prednosti, a prema web stranici ZSE to su:

- Prikupljanje novog kapitala
- Visoki stupanj korporativne komunikacije
- Razdvajanje vlasničke i upravljačke funkcije
- Kvalitetniji menadžment i zaposlenici
- Povećani interes investicijske javnosti za društvo
- Povećanje kapitala kroz izdanje novih dionica.

Proces IPO-a sastoji se od tri koraka: priprema, promocija i izrada prospekta. Preporučljivo je da se prvenstveno društvo posavjetuje sa bankom odnosno investicijskim društvom koje je u ulozi posrednika. Potrebno je utvrditi iznos kapitala koji želi pribaviti i investicije koje bi se tim sredstvima financirale. Cijene u javnoj ponudi je moguće odrediti kao početne, fiksne ili raspon cijene pa je potrebno odlučiti se za određeni način. Nadalje se razmatra vlasnička struktura koju se želi postići ovim procesom. Kada je definiranjem tih stavki priprema odrađena, idući korak je predstavljanje društva potencijalnim investitorima, odnosno promocija. Investitorima se društvo predstavlja prezentacijama (road show) ili klasičnim

sastancima (one-on-one). U ovoj fazi potrebno je objaviti javni poziv koji sadrži broj dionica koje se nude, početna/završna cijena ili raspon cijena te rok trajanja ponude. Nakon toga slijedi izrada prospekta, dokumenta koji obuhvaća sve informacije vezane potrebne kako bi investitori bili u mogućnosti stvoriti potpunu sliku o financijskom stanju društva, procijeniti rizik te donijeti konačnu odluku. Za izrađeni prospekt potrebno je odobrenje Hanfa-e te se takav javno objavljuje. Nakon odrađenog procesa IPO-a, prikupljenog željenog iznosa kapitala i objavljenog prospekta, dionice društva uvrštavaju se na burzu.

### **3.3. Progress tržište**

Progress tržište namijenjeno je za financiranje malih i srednjih poduzeća, a riječ je o platformi Zagrebačke burze koja je aktualna u Hrvatskoj i Sloveniji. Bitno je naglasiti da je ovo tržište blaže regulirano u pravnom smislu, u odnosu na uređeno tržište pa samim time olakšava cjelokupni proces prikupljanja kapitala. Prema Pravilima Progress tržišta (2021.), moguće je trgovati (i) obveznicama, uključujući i potvrde o deponiranim dionicama; i (ii) obveznicama, uključujući i potvrde o deponiranim obveznicama. Za razliku od Burze, društvo nije dužno izraditi prospekt, već pristupni dokument. Obvezni sadržaj pristupnog dokumenta te skraćenog pristupnog dokumenta propisan je Pravilnikom o obliku i sadržaju pristupnog dokumenta. Pravilnik (2021.) navodi izjave izdavatelja i savjetnika koje moraj biti navedene u dokumentu te obavezne priloge. Glavni cilj je dati investitorima potrebne informacije kako bi što uspješnije procijenili rizik investiranja te informacije o društvu. Skraćeni pristupni dokument se prema istom Pravilniku sastavlja ako je podnošenju zahtjeva za primanje u trgovinu prethodila javna ponuda vrijednosnih papira na koje se odnosi zahtjev za primanje u trgovinu, a izdavatelj je objavio informacijski dokument u vezi s navedenom javnom ponudom. Tada se uz skraćeni pristupni dokument obavezno dostavlja i informacijski dokument, pod uvjetom da su informacije u dokumentu važeće i da nije prošlo više od tri mjeseca od sastavljanja dokumenta.

### **3.4. Funderbeam**

Funderbeam je platforma za skupno financiranje prvenstveno usmjerena startupovima te malim i srednjim poduzećima, a zasnovana je na blockchain tehnologiji. Navedena tehnologija digitalizira investicije pomoću tokena koji su dodijeljeni investitorima. Preko tih tokena se daljnje odvija proces trgovanja udjelima. Jedan od prvih ulagatelja u ovakav oblik je osnivač Skypea Jaan Tallin, a prvo hrvatsko poduzeće koje se odlučilo na ovaj način prikupljanja kapitala je solinsko tehnološko društvo Include, čime su prikupili oko 470.000 eura. Prema podacima dostupnima na web stranici ZSE Funderbeam South-East Europe d.o.o. društvo je

sa sjedištem u Zagrebu, u kojem Zagrebačka burza ima 20%-tni udio, a osnovano je u partnerstvu s Funderbeamom iz Estonije, a poduprto od strane Europske banke za obnovu i razvoj kroz njihov Shareholders Special Fund. Zahtjev platforme je da svaka kompanija ima vodećeg investitora koji će ulagati u poduzeće i samim time iskazati povjerenje u pozitivnu budućnost. To može biti osoba iz društva ili netko tko vrlo dobro poznaje određenu industriju i ima potrebna investitorska znanja. Kao razlog zbog kojeg je ovakav oblik financiranja pogodan važno je istaknuti niske troškove i jednostavnost samog postupka. Postojanje jednog vodećeg ulagatelja dodatno pojednostavljuje proces kompanijama, obzirom da ne moraju komunicirati sa brojnim investitorima, već samo jednim.



#### **4. Primjer financiranja tvrtke na Zagrebačkoj burzi**

SPAN d.d. je 2021. godine odlukom o izlasku na Zagrebačku burzu postala prva hrvatska IT kompanija koja se odlučila na takav oblik financiranja svog poslovanja i razvoja. Prema prospektu (2021) glavni razlozi izdavanja dionica su rast na postojećim tržištima, širenje poslovanja s ključnim međunarodnim klijentima, širenje na nova tržišta i razvoj digitalne platforme SpanZone. Društvo ima temeljni kapital od 3.900.000,00 EUR koji je podijeljen na 1.900.000 dionica pojedinačne nominalne vrijednosti od 2,00 EUR. Sve dionice istog su roda, što znači da svaka donosi pravo na jedan glas u Skupštini, pravo na isplatu dividende i ostala prava koja su određena Statutom te Zakonom o trgovačkim društvima.

Nakon odluke Glavne skupštine o uvrštenju dionica društva na Zagrebačku burzu, izrađen je prospekt koji sadrži sve potrebne informacije o društvu i njegovom financijskom stanju te emitiranim dionicama, ali i čimbenike rizika u koje investitori trebaju imati uvid. Ključne informacije o izdavatelju odnose se na općenite informacije o poslovanju. Djelatnost društva SPAN uključuje pružanje usluga upravljanja softverskom imovinom i licenciranje, infrastrukturne usluge projektiranja i slično. Obuhvaća tržišta Republike Hrvatske, Europske Unije, država članica EFTA-e, Azerbajdžana i Ukrajine. Temeljni kapital, kako je već navedeno iznosi 3.900.00,00 EUR, odnosno 19.600.000,00 HRK kako je navedeno u Prospektu (2021), a podijeljen je na 1.960.000 dionica. Na datum Prospekta najveći dioničari su (i) Nikola Dujmović, suvlasnik i suosnivač društva, sa približno 35,87% temeljnog kapitala, (ii) SPAN d.d. sa 31,08% temeljnog kapitala, (iii) Damir Bočkal sa 7,68%, (iv) Marijan Pongrac također 7,68%, (v) Zvonimir Banek sa 7,53% temeljnog kapitala. Vlasnička struktura nakon uvrštenja dionica na Zagrebačku burzu, točnije na dan 31.12.2021. godine, pokazuje da je predsjednik uprave, Nikola Dujmović i dalje najveći dioničar sa vlasničkim udjelom od 35,87%, odnosno 703.000 dionica. Nadalje, prema Godišnjem izvješću 2021. godine idući najveći dioničar je Marijan Pongrac, član uprave, sa 7,68% vlasničkog udjela te Damir Bočkal sa jednakim udjelom. Sa nešto manjim postotkom, točnije 7,53% idući na listi deset najvećih dioničara nalazi se član Nadzornog odbora Zvonimir Banek. Na listi se nalaze i četiri banke od kojih najveću udjel ima Erste & Steiermärkische Bank d.d sa 5,23% te OTP banka d.d. sa 4,66%. Ostale dvije banke su Hrvatska poštanska banka d.d. i Reiffeisenbank Austria d.d. sa djelom od 2,44%, odnosno 2,11%. Preostali značajni dioničari na popisu su Jasmin Kotur, predsjednik Nadzornog odbora, kao vlasnik 3,71% udjela te na desetom mjestu član Uprave Saša Kramar sa 1,89% vlasničkog udjela.

Glavni rizici vezani uz samo društvo navode se kao rizik gubitka bitnog osoblja, kibernetički napadi, održavanje kontinuiteta poslovanja, klijenti, valutni rizik, zaštita osobnih podataka, profitabilnost i naplata tražbina.

Ponuđeni vrijednosni papiri u ovom slučaju odnose se na dionice, ukupno 1.960.000 redovnih dionica koje glase na ime, pojedinačnog nominalnog iznosa 10,00 HRK (2,00 EUR). Izdane su u nematerijaliziranom obliku i samim time padaju pod vodstvo Središnjeg klirinškog depozitarnog društva. Donose pravo glasa na Glavnoj skupštini, pravo na isplatu dividende i ostala prava, a trgovanje se odvija na Službenom tržištu Zagrebačke burze. Vrijednosni papiri kao varijanta financiranja donose i određene rizike za investitore. Glavni rizik je promjenjivost tržišne cijene koja može dovesti do velikog gubitka.

U rujnu te godine objavljen je Javni poziv na sudjelovanje u javnoj ponudi. Prema Javnom pozivu (2021), objavljena je namjera izdavanja ukupno 1.960.000 redovnih dionica Izdavatelja koje glase na ime, pojedinačnog nominalnog iznosa od 10,00 HRK, koje se vode pri SKDD-u u nematerijaliziranom obliku pod oznakom vrijednosnog papira SPAN-R-A i ISIN oznakom HRSPANRA0007 na uređeno tržište Zagrebačke burze d.d., Zagreb. Posrednik IPO procesa je Zagrebačka banka d.d. Ponuda se sastojala od dva kruga. Određen je raspon cijene od 160 do 175 HRK. U prvom krugu dionice su ponuđene fizičkim osobama koje su u statusu radnika u društvu SPAN d.d. ili nekom od dva ovisna društva: BONSAI d.o.o. i INFOCUMULUS d.o.o. Prvi krug trajao je pet dana, a radnici su imali pravo na kupnju maksimalno 49.000 dionica ukupno te se radi o dionicama koje nisu prenosive. Pojedini radnik imao je pravo kupiti maksimalno 1.500 ponuđenih dionica. U drugom krugu ponude, u trajanju od pet dana, bili su uključeni svi ostali investitori, pravne i fizičke osobe uključujući i zaposlenike. Ponuđeno je kvalificiranim i malim investitorima pravo na kupnju do ukupno 529.200 dionica, odnosno do ukupno 578.200 ako se uračunaju dionice iz prvog kruga za koje radnici ne dostave izjavu o prihvatu ponude. Za kvalificirane ulagatelje ne postoji ograničenje u broju dionica koje pojedini investitor može kupiti, no u izjavi o prihvatu dužan je navesti broj dionica koje želi kupiti te cijenu koju je spreman platiti po pojedinoj dionici. Što se malih ulagatelja tiče, njima je postavljeno ograničenje kupnje najviše 19.600 ponuđenih dionica, a u izjavi o prihvatu dužni su navesti ukupnu cijenu koju su spremni platiti za ukupan broj dionica.

Interes zaposlenika za dionicama bio je puno veći od očekivanog te je dionice na kraju i kupilo više od polovice tadašnjih zaposlenika, njih 242. Sam proces inicijalne javne ponude društvu je donio više od 1.000 novih dioničara, a veliki dio njih, 75% čine hrvatski građani. To je vrlo

bitan podatak koji pokazuje generalni interes građana za ulaganjem u tržište kapitala. Za 299.300 dionica interes su iskazali mali ulagatelji, od kojih je 10 pravnih osoba te 861 fizičkih osoba. Za 508.186 dionica interes je iskazalo 39 institucionalnih ulagatelja, odnosno mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, banke i investicijski fondovi.

Dionice su se u inicijalnoj javnoj ponudi nudile po cijeni od 175 kn (23,23 EUR). Trgovanje dionicom započelo je 23.09.2021. godine te je cijena iznosila 27,61 EUR, s ukupnim prometom od 765.798,92 EUR. Na dan 01.07.2024. godine cijena dionice iznosila je 47,90 EUR, a promet 138.289,00 EUR. U promatranom periodu najviša zabilježena cijena dionice je 71,40 EUR, a najniža 41,00 EUR. Ako se uspoređi cijena dionice u inicijalnoj javnoj ponudi i cijena 01.07.2024. godine, bilježi se porast od 61,91%. Kretanje cijena dionica u promatranom razdoblju prikazano je na grafu 1.



Graf 1: Kretanje cijena dionica tvrtke Span

Izvor: Span d.d. (<https://www.span.eu/hr/investitori/dionica/> 01.07.2024.)

Sam proces uvrštenja dionica na burzu nalaže regulatorni i pravni okvir kojim je Span dužan primjenjivati kodeks korporativnog upravljanja Zagrebačke burze i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga. Unutar godišnjih financijskih izvještaja objavljuje se izjava o primjeni kodeksa koji moraju potpisati svi članovi Uprave. Svrha kodeksa je promicanje efikasnog upravljanja i odgovornosti u poduzećima čije su dionice uvrštene na burzu, s ciljem jačanja povjerenja investitora i dugoročnog uspjeha tih kompanija. Takav način poslovanja donosi koristi tržištu te ekonomiji države. Zadatak kodeksa je uskladiti standarde upravljanja s

onim europskim, uzimajući u obzir specifičnosti Hrvatske. Poslovanje Spana temelji se na transparentnosti, odgovornosti, pravičnosti svih dioničara te postupcima neovisnosti.

Izlazak na burzu Spanu je u prosincu 2021. godine donio i Nagradu Zagrebačke burze za doprinos tržištu kapitala. Razlog zbog kojeg je Span odabran za dobitnika ove nagrade prvenstveno je bitno spomenuti proaktivan pristup cjelokupnom procesu inicijalne javne ponude. Društvo je bilo usmjereno na uključenje zaposlenika i manjih dioničara te je time i prvi krug javne ponude bio namijenjen isključivo prema zaposlenicima. Kako se i kao jedno od glavnih načela poslovanja Spana navodi transparentnost, tako je i proces javne ponude bio iznimno transparentan. Jasno je komuniciran razlog odabira ovog oblika financiranja i prikupljanja kapitala. Iz navedenih razloga interes javnosti i investitora bio je neočekivano velik.

## 5. Zaključak

Tržište kapitala predstavlja temeljni segment financijskog sustava koji omogućuje prikupljanje sredstava potrebnih za financiranje poslovanja i razvoj tvrtki, te pruža investitorima priliku za ostvarivanje prinosa na uložena sredstva. Kroz analizu vrsta tržišta, od primarnog gdje se prvi puta emitiraju vrijednosni papiri, do sekundarnog gdje se tim papirima trguje, jasno je da oba segmenta imaju ključnu ulogu u osiguravanju likvidnosti i efikasnosti tržišta. Različite načine za prikupljanje kapitala nude dionice, obveznice i izvedenice kao temeljni instrumenti tržišta kapitala. Svaki od njih donosi određene pogodnosti kao i nedostatke. Posebnu pozornost treba obratiti na proces emisije vrijednosnih papira, odnosno na različite metode. Ograničena i otvorena emisija kao dva moguća izbora nude poduzećima određenu fleksibilnost prilikom odabira načina izdavanja vrijednosnih papira. Otvorena emisija omogućuje uključivanje cjelokupne javnosti u proces prikupljanja kapitala, dok ograničena emisija nudi kontroliraniji pristup i zatvoreni krug investitora.

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, regulirano zakonima i institucijama poput HANFA-e i SKDD-a, ključan je segment financijskog sustava koji omogućuje prikupljanje kapitala za rast i razvoj poduzeća. Povijesni razvoj Zagrebačke burze, od osnivanja 1991. godine do danas, uključujući integraciju s Varaždinskim tržištem vrijednosnica, uvrštavanje dionica velikih poduzeća, te osnivanje inovativnih platformi poput Funderbeam SEE i Progress tržišta, pokazuje značajan napredak u osiguravanju transparentnog i efikasnog tržišta. Zagrebačka burza omogućuje financiranje poduzeća kroz tri različita tržišta koja uključuju uređeno tržište, Progress tržište i Funderbeam tržište te samim time osigurava financiranje u svim fazama rasta.

Primjer financiranja tvrtke Span d.d., koja je 2021. godine postala prva hrvatska IT kompanija na Zagrebačkoj burzi, pokazuje kako društva mogu uspješno prikupiti kapital za rast na postojećim i novim tržištima, te razvoj novih projekata. IPO je Spanu donio više od 1.000 novih dioničara, uključujući veliki broj hrvatskih građana, što pokazuje interes javnosti za ulaganje u tržište kapitala. Takvi potezi osim rasta poduzeća potiču i gospodarski rast i razvoj. Uspješna priča financiranja društva Span d.d. ima veliki potencijal potaknuti i ostala društva da se odluče uključiti na tržište kapitala, što bi značajno doprinijelo daljnjem razvoju i dinamici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj.

## Literatura

Cvijanović, V. Marović, M. Sruck, B. (2008). *Financiranje malih i srednjih poduzeća*. Zagreb: Binoza press: Hrvatska Private Equity & Venture Capital Asocijacija

Hrvatski sabor. (2005). *Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga*. Dostupno na Narodne novine: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005\\_11\\_140\\_2639.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005_11_140_2639.html) [Pristupljeno 29.06.2024.]

Orsag, S. (2015). *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis.

Orsag, S. (2003). *Vrijednosni papiri*. Sarajevo: Revicon.

Prohaska, Z. Radman Peša, A. Olgić Draženović, B. (2020). *Razvoj financijskih tržišta i osnove investicijske analize*. Zadar: Sveučilište u Zadru.

SPAN d.d. (2021). *Javni poziv na podnošenje izjava o prihvatu ponude na kupnju dionica društva SPAN d.d.* Dostupno na <https://www.span.eu/hr/media/javni-poziv/> [Pristupljeno 30.06.2024.]

SPAN d.d. (2021). *Prospekt u vezi s javnom ponudom i uvrštenjem dionica na uređeno tržište*. Dostupno na <https://www.span.eu/media/cksjwagk/prospekt-span.pdf> [Pristupljeno 01.07.2024.]

Zagrebačka burza. (2019). *Pravila burze*. Dostupno na <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/legal/rules/2019-12-09%20-%20ZSE%20Pravila.pdf?vel=746601> [Pristupljeno 29.06.2024.]

Zagrebačka burza. (2021). *Zagrebačka burza*. Dostupno na <https://zse.hr/> [Pristupljeno 29.06.2024.]

Zagrebačka burza (2021). *Pravila Progress tržišta*. Dostupno na [https://progress.market/UserDocsImages/docs/legal/rules-progress/hr/Pravila\\_Progress\\_trzista.pdf?vel=278355](https://progress.market/UserDocsImages/docs/legal/rules-progress/hr/Pravila_Progress_trzista.pdf?vel=278355) [Pristupljeno 30.06.2024.]

Zagrebačka burza (2021). *Pravilnik o obliku i sadržaju pristupnog dokumenta za primanje vrijednosnih papira u trgovinu na Progress tržište*. Dostupno na [https://progress.market/UserDocsImages/docs/legal/rules-progress/hr/Pravilnik\\_o\\_pristupnom\\_dokumentu.pdf?vel=306615](https://progress.market/UserDocsImages/docs/legal/rules-progress/hr/Pravilnik_o_pristupnom_dokumentu.pdf?vel=306615) [Pristupljeno 30.06.2024.]

## **Popis slika**

Slika 1: Struktura tržišta kapitala u najširem smislu (Prema Orsag (2003))..... 2

## **Popis tablica**

Tablica 1. Popis članova Zagrebačke burze 2023. godina (prema podacima ZSE) ..... 13



## **Popis grafova**

Graf 1: Kretanje cijena dionica prema web stranici Span d.d. .... 19