

Analiza inicijalne javne ponude poduzeća iz IT industrije

Cmrk, Mario

Undergraduate thesis / Završni rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Organization and Informatics / Sveučilište u Zagrebu, Fakultet organizacije i informatike**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:211:898646>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported / Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-20**



Repository / Repozitorij:

[Faculty of Organization and Informatics - Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
VARAŽDIN**

Mario Cmrk

**Analiza inicijalne javne ponude poduzeća
iz IT industrije**

ZAVRŠNI RAD

Varaždin, 2023.

SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
VARAŽDIN

Mario Cmrk

JMBAG: 0016146874

Studij: Informacijski i poslovni sustavi - Analiza i dizajn poslovnih sustava

Analiza inicijalne javne ponude poduzeća iz IT industrije

ZAVRŠNI RAD

Mentor:

Izv. prof. dr. sc. Vladimir Kovšca

Varaždin, kolovoz 2023.

Mario Cmrk

Izjava o izvornosti

Izjavljujem da je moj završni/diplomski rad izvorni rezultat mojeg rada te da se u izradi istoga nisam koristio drugim izvorima osim onima koji su u njemu navedeni. Za izradu rada su korištene etički prikladne i prihvatljive metode i tehnike rada.

Autor/Autorica potvrdio/potvrdila prihvaćanjem odredbi u sustavu FOI-radovi

Sažetak

U radu će se analizirati i opisati izlazak poduzeća na tržišta kapitala odnosno burze putem inicijalne javne ponude (eng. IPO). Bit će napravljen pregled svih koraka koji prethode inicijalno javnoj ponudi, raspravit će se o dobrim i lošim stranama te alternativama koje postoje za IPO. Tu će se posebno istaknuti alternative poput emisije vlasničkih vrijednosnih papira putem ponude digitalnih tokena (STO i ICO). Naglasit će se također prednosti trgovanja na burzi naspram privatno uređenog vlasništva. Nabrojat će se i opisati neke od većih burzi svijeta te će se analizirati učestalost i važnost IPO na pojedinima. Napravit će se usporedna analiza dvaju tehnoloških poduzeća koja su izašla na tržište putem IPO-a. Opisat će se na primjeru kako su se poduzeća odlučila na IPO i kako je to utjecalo na njihovo daljnje poslovanje.

Ključne riječi: poduzeće; IPO; burza; financije; investiranje; dionice; digitalni tokeni

Sadržaj

| | |
|---------------------------------------------------------|----|
| 1. Uvod..... | 1 |
| 2. Karakteristike inicijalne javne ponude | 2 |
| 2.1. Pojmovno određenje | 2 |
| 2.2. Povijesni pregled..... | 3 |
| 2.3. Podjela i razlike javne ponude | 4 |
| 2.3.1. Metode javne ponude | 4 |
| 2.3.1.1. Ograničena emisija..... | 4 |
| 2.3.1.2. Otvorena emisija | 5 |
| 2.3.2. Dionice s više klasa | 6 |
| 2.3.3. Američke depozitarne potvrde | 6 |
| 2.4. Opis procesa inicijalne javne ponude..... | 7 |
| 2.4.1. Priprema i plan za IPO..... | 7 |
| 2.4.2. Razdoblje nakon IPO-a..... | 9 |
| 2.5. Prednosti i izazovi za IPO | 10 |
| 2.6. Alternativne metode izlaska na burzu | 11 |
| 2.6.1. Direktno uvrštenje..... | 11 |
| 2.6.2. Obrnuto spajanje | 12 |
| 2.6.3. ICO i STO | 13 |
| 3. Pregled svjetskih burzi za IPO..... | 16 |
| 3.1. Američke burze | 17 |
| 3.2. Europske burze | 17 |
| 3.3. Azijske burze..... | 20 |
| 3.4. Analiza trendova i važnosti burzi..... | 21 |
| 3.4.1. Vodič za IPO po burzi | 21 |
| 3.4.2. Trendovi na burzama | 22 |
| 4. Hrvatska IPO scena | 25 |
| 4.1. IPO aktivnost na ZSE-u..... | 25 |
| 4.2. Izazovi i perspektive za IPO u Hrvatskoj..... | 25 |
| 5. Analiza IPO-a poduzeća Span i Snowflake | 27 |
| 5.1. Podaci o kompaniji Snowflake | 27 |
| 5.1.1. Analiza financijskih izvještaja Snowflakea | 28 |
| 5.1.2. Analiza IPO-a Snowflakea | 29 |
| 5.2. Podaci o kompaniji Span..... | 31 |
| 5.2.1. Analiza financijskih izvještaja Spana | 31 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 5.2.2. Analiza IPO-a Spana | 33 |
| 6. Zaključak | 36 |
| Popis literature..... | 37 |
| Popis tablica i grafova..... | 41 |

1. Uvod

U ovom završnom radu istražit će se tema inicijalne javne ponude kao metode izlaska poduzeća na burzu. Tema je značajna jer IPO predstavlja važan korak za poduzeća koja žele postati javna i ostvariti pristup kapitalu financijskih tržišta.

Motivacija za odabir ove teme proizlazi iz interesa za financijsko tržište i želje da se detaljnije istraže procesi, prednosti i izazovi povezani s IPO-om. Ovaj rad pružit će uvid u različite aspekte inicijalne javne ponude, kao i analizu primjera IPO-a. Cilj je sagledati korake koje poduzeća moraju proći pri izlasku na burzu te razumjeti utjecaj IPO-a na njihovu financijsku i operativnu uspješnost. Kroz rad će se pružiti uvid u dinamiku ovog procesa, kao i moguće izazove s kojima se poduzeća suočavaju.

Pri razradi teme koristit će se uglavnom komparativna, deduktivna, deskriptivna i kompilacijska metoda. Provedene istraživačke aktivnosti uključuju prikupljanje podataka o inicijalnim javnim ponudama poduzeća, proučavanje financijskih izvještaja te analizu primjera IPO-a poduzeća Span i Snowflake. Za potrebe analize financijskih izvještaja koristit će se kvantitativne metode za interpretaciju financijskih pokazatelja.

Strukturalno i sadržajno je rad podijeljen na više poglavlja, uvod obuhvaća motivaciju i cilj ovog rada te opisuje metode korištene pri izradi rada. U drugom poglavlju se objašnjava teorijski aspekt inicijalne javne ponude, uključujući njezino pojmovno određenje, povijesni pregled, podjelu i razlike javne ponude. Poglavlje također obuhvaća opis procesa inicijalne javne ponude, prednosti i izazove te alternative izlaska na burzu. Treće poglavlje pruža pregled svjetskih burzi za IPO, uključujući američke, europske i azijske burze, te analizu trendova i važnosti burzi. Četvrto poglavlje se fokusira na IPO scenu u Hrvatskoj, s pregledom IPO aktivnosti na Zagrebačkoj burzi, izazovima i perspektivama za IPO u Hrvatskoj. Peto poglavlje obuhvaća detaljnu analizu IPO-a poduzeća Span i Snowflake, uključujući financijsku analizu i analizu samog IPO-a. Rad završava zaključkom u kojem se sažeto objedinjuje ideja i rezultati rada.

2. Karakteristike inicijalne javne ponude

Uvodni dio rada analizira karakteristike inicijalne javne ponude (IPO) kao važnog procesa ulaska poduzeća na burzu. Temeljno određenje IPO-a bit će prikazano, zajedno s podjelom i razlikama u okviru IPO procesa. Nadalje, detaljno će se istražiti priprema za IPO, ističući prednosti i izazove s kojima se poduzeća suočavaju tijekom tog procesa. Osim toga, razmotrit će se i alternativne metode izlaska na burzu, uključujući direktnu ponudu, obrnuto spajanje te STO (eng. *Security Token Offering*) i ICO (eng. *Initial Coin Offering*). Kroz analizu ovih aspekata, rad pruža uvid u važnost i kompleksnost inicijalnih javnih ponuda te njihovu ulogu u financijskom svijetu.

2.1. Pojmovno određenje

U financijskom kontekstu, inicijalna javna ponuda (eng. *Initial public offering - IPO*) predstavlja ključnu fazu u životnom ciklusu poduzeća u kojoj se poduzeće odlučuje prvi puta ponuditi svoje dionice javnosti putem burze vrijednosnih papira. Taj postupak daje potencijalnim investitorima priliku da kupnjom dionica postaju suvlasnici poduzeća i da sudjeluju u daljnjem razvoju tvrtke i ostvarivanju profita bilo putem isplata dividendi ili eventualne prodaje dionica po višoj cijeni. Dionici u procesu najčešće su financijski posrednici, investicijski odjeli banaka i brokerska društva. Cijena dionica određuje se na temelju procjene vrijednosti poduzeća, što često uključuje i financijske analize, tržišne uvjete i percepciju investitora [1].

Brojne implikacije slijede nakon izlistavanja dionica na burzu. S jedne strane, poduzeće dobiva pristup svježem kapitalu koji može koristiti za financiranje rasta, širenje poslovanja ili smanjenje zaduženosti. S druge strane, IPO dovodi do veće transparentnosti poslovanja poduzeća i stavlja ga pod intenzivniji nadzor investitora, regulatornih tijela i javnosti. Agencije za regulaciju i nadzor provedbe zakona i pravila vezanih uz IPO su primjerice za hrvatsko tržište kapitala Hrvatska agencija za nadzor financijski usluga (HANFA), u Ujedinjenom Kraljevstvu to je Britanska agencija za financijsko poslovanje (eng. *Financial Conduct Authority - FCA*), a u SAD-u je to Američka komisija za vrijednosne papire i burze (eng. *U.S. Securities and Exchange Commission - SEC*).

2.2. Povijesni pregled

Iako postoje određena tumačenja u znanstvenoj zajednici da su već tijekom kasnije Rimske Republike postojala trgovanja dijelovima poreznih korporacija (*Societates publicanorum*), autori Poitras i Geranio u članku nakon detaljnijeg pregleda zaključuju da su te tvrdnje nategnute jer postojeći dokazi iz primarnih izvora ovise o vrlo diskutabilnom tumačenju komercijalnog i pravnog konteksta i kao takvi ne mogu poduprijeti ovu tvrdnju [2].

Za razliku od nepotvrđenog slučaja u Rimu, mnogim izvorima potvrđen je prvi ikad zabilježen IPO, krucijalan događaj u financijskoj povijesti i razvoju kapitalizma. To je također bio značajan korak naprijed u odnosu na prethodne kompanije koje su privlačile kapital od ograničenog broja privatnih investitora. Tako je u kolovozu 1602. godine izveden prvi svjetski IPO za nizozemsku istočno indijsku kompaniju (VOC). VOC je bio prva tvrtka koja je omogućila javno izdanje dionica, pozivajući sve Nizozemce da ulože u kompaniju, sam IPO privukao je 1143 investitora, uključujući čak i dvije sluškinje. Kasnije je VOC premašio očekivanja investitora i postao iznimno profitabilna kompanija koja je dominirala trgovinom u Aziji i postavila temelje za razvoj modernih tržišta kapitala dok je sam IPO je imao trajne posljedice za razvoj financijskih tržišta u svijetu [3].

Slijedom na VOC i slučaj Nizozemske, gledajući broj IPO-ova u Nizozemskoj od 1876. do 2015. godine [4], vidljivo je da on fluktuirao pod utjecajem više faktora te da se povećava tijekom „vrućih tržišta“. Gospodarski rast, prinosi na burzi i volatilitet burze imaju snažan utjecaj na broj IPO-ova. Primjećuje se da se vlasnički kapital izdaje kako bi se financirao rast i iskoristile prilike za ulaganje, pri čemu se izbjegavaju razdoblja s velikom neizvjesnošću i negativnim raspoloženjem ulagača. Također, otkriveno je da se neka „vruća tržišta“ ne mogu objasniti ekonometrijskim modelima jer su IPO-ima dominantne određene industrije. Uz to, studija ukazuje na ograničenu ulogu korporativnog prava, sigurnosnih propisa i državne kontrole u procesu IPO-a. Iako zakonodavstvo i državna intervencija imaju određeni utjecaj, rijetko utječu na sam broj IPO-ova. Campbell i suradnici [5] u istraživanju tržišta UK-a od 1829. do 1929. godine pronašli su isto dokaze koji ukazuju na to da je tržište dionica bilo pouzdan pokazatelj poslovnih ciklusa. Zanimljivo je da su tijekom uzorkovanog razdoblja, sektori s najboljim rezultatima bili su maloprodaja, pivovare, banke i osiguranje, dok je rudarstvo bilo najlošiji i najrizičniji sektor.

U Americi se prvi značajniji IPO dogodio 1791. godine kada se javno počelo trgovati vrijednosnicama prve Banke Sjedinjenih Američkih Država čija je kapitalizacija tada iznosila 10 milijuna dolara. Ova inicijalna javna ponuda imala je veliki utjecaj na američku ekonomiju i financijski sustav tog vremena, a izdanje dionica banke bilo je najveće u zemlji do tog trenutka.

Zanimljivo je za napomenuti da su mnogi od prvih investitora bili stranci, što je izazvalo nezadovoljstvo među američkim stanovništvom [6].

2.3. Podjela i razlike javne ponude

Odabir prave metode i strategije za IPO je ključan za poduzeće, a česta podjela metode emisije dionica je na ograničenu i otvorenu. Koncept dionica s više klasa postaje trend kao i korištenje američkih depozitarnih potvrda koje omogućuju stranim izdavateljima ponudu vrijednosnih papira na američkom tržištu. Način korištenja prihoda od IPO-a može varirati ovisno o situaciji, a kupnja dionica može se dogoditi u primarnoj i sekundarnoj ponudi. Kada postojeći dioničari prodaju svoje dionice i dobiju gotovinu, to se naziva sekundarna ponuda. S druge strane, kada sama tvrtka prodaje dionice kako bi financirala rast, otplatila dugove ili ostvarila druge korporativne svrhe, to se naziva primarna ponuda. IPO može uključivati samo primarne ili samo sekundarne dionice, ili kombinaciju oba tipa. Specifične okolnosti određuju vrstu ponude koja će se koristiti [7]. Isto tako sekundarnu ponudu dionica može se definirati i kao prodaju novih, novoizdanih dionica.

2.3.1. Metode javne ponude

Orsag [8] razlikuje više metoda emisije vrijednosnih papira, a to su:

- Ograničena emisija
 - Privatni plasman
 - Ograničeni javni plasman
- Otvorena emisija
 - Emisija s prospektom
 - Dogovorna kupnja i kupnja nadmetanjem
 - Komisija

2.3.1.1. Ograničena emisija

Ograničena se emisija provodi na dva osnovna načina, a to su privatni plasman te ograničeni javni plasman. Privatni plasman dionica može imati za posljedicu i uvođenje. Uvođenjem privatno emitirani vrijednosni papiri postaju javni te je time taj proces podložan pravilima regulatora tržišta. Privatni plasman se odvija kada se dionice nude i prodaju unaprijed poznatom, ograničenom broju investitora kao što su VC fondovi ili institucionalni investitori. Ovaj oblik emisije dionica je često manje javan i reguliran od javnih plasmana. Privatni plasman pruža kompaniji fleksibilnost u odabiru investitora i uvjeta prodaje, što omogućuje prilagodbu ponude prema specifičnim potrebama kompanije i ciljanim investitorima [8].

Ograničeni javni plasman dionica koristi se u situacijama kada postoji rizik od nepotpunog prihvaćanja emisije ili kada nisu unaprijed poznati svi potencijalni kupci. U ovom pristupu, izdavatelj dionica usmjerava emisiju prema odabranoj skupini investitora, koja može biti prethodno definirana, a odbijene tj. neprodane udjele potom prodaje na širem tržištu investitora. Ograničeni javni plasman se obično primjenjuje kada izdavatelj primjerice ima određeno ciljano tržište za svoje dionice, želi promijeniti strukturu vlasništva ili je prisiljen na to zbog zakonskih zahtjeva [8]. Ovaj pristup omogućuje izdavatelju da privuče potrebna sredstva od odabrane skupine investitora, dok istovremeno može pružiti mogućnost pristupa širem kapitalnom tržištu.

2.3.1.2. Otvorena emisija

U Republici Hrvatskoj izdavatelj mora prilikom izdavanja vrijednosnih papira objaviti prospekt vezan uz javnu ponudu i uvrštenje dionica na burzu. Sadržaj prospekta definiran je trećim poglavljem Zakona o tržištu kapitala koje između ostalog propisuje minimum informacija u prospektu i pravila izrade prospekta te mogućnosti izostavljanja pojedinih podataka i informacija [9]. Osim u Hrvatskoj prospekt je prisutan i kod izlaska poduzeća na tržišta kapitala u ostalim državama pa je tako jedan od preuvjeta za IPO na američkom tržištu S-1 obrazac, dokument kojeg je prospekt sastavni dio. Glavna svrha prospekta je pružiti sveobuhvatne informacije o poduzeću, njegovim poslovnim aktivnostima, financijskom stanju, rizicima i planovima za budućnost kako bi potencijalni ulagači mogli donijeti informirane investicijske odluke. Ova se metoda koristi kod većih emisija te zahtjeva visoke troškove promocije, organiziranja i preuzimanja rizika emisije [8].

Dogovorna kupnja odnosi se na stjecanje vrijednosnih papira po unaprijed određenoj fiksnoj cijeni. U ovoj metodi, tvrtka koja treba financijska sredstva kontaktira investicijsku banku i pregovara s njom o izdanju vrijednosnih papira. Nakon pregovora, postiže se sporazum o cijeni koju će investicijska banka platiti za emitirane dionice. Investicijska banka preuzima rizik uspješnosti emisije jer se obvezuje kupiti sve izdane vrijednosne papire. Ovakva metoda emisije je najčešća i najpopularnija u privatnom sektoru. Kupnja nadmetanjem, poznata i kao metoda aukcije, podrazumijeva stjecanje vrijednosnih papira po najpovoljnijoj cijeni. Ova metoda se razlikuje od dogovorne kupnje po načinu odabira investicijske banke. Različite skupine investicijskih banaka natječu se za pravo kupnje emitirane emisije putem aukcije koju pokreće emitirajuća tvrtka. Investicijska banka se bira neizravno putem aukcije [8]. Metoda se primjenjuje u situacijama kada su u pitanju multinacionalne kompanije ili tvrtke koje imaju širok društveni utjecaj.

U metodi komisije, investicijska banka djeluje kao posrednik, a ne kao izravni nositelj emisije. Ona obavlja posredničke funkcije u vezi s emisijom, uključujući savjetovanje i

distribuciju, za što prima određenu proviziju. Posrednička provizija može biti fiksna ili se može temeljiti na postotku prodanih vrijednosnih papira. U ovoj metodi, investicijska banka ne preuzima rizik emisije, pa neprodani vrijednosni papiri vraćaju izdavatelju. Ova metoda emisije obično ne uzrokuje velike troškove i često se primjenjuje kada emitenti nisu dovoljno velike ili prepoznatljive tvrtke koje bi privukle investicijske banke da preuzmu rizik emisije [8].

2.3.2. Dionice s više klasa

Nedavni trend, posebno u IT sektoru, obilježen je pojavom dionica s više klasa. Ova inovativna praksa uključuje stvaranje dualnih struktura koje omogućuju tvrtkama da izdaju različite klase dionica s različitim pravima i privilegijama. U istraživanju Aggarwala et al. (2020) je identificirano da je popularnost dualnih struktura sve veća, posebno kod tvrtki pod kontrolom osnivača. Primijećeno je da se razlika između prava glasa i ekonomskih prava povećava kada osnivači imaju veći pregovarački utjecaj. Ovo je rezultat veće dostupnosti privatnog kapitala i tehnoloških promjena koje smanjuju potrebu tvrtki za vanjskim financiranjem. Primjeri dionica s dvije ili više klasa uključuju Alphabet (Google), Metu (Facebook), Snap i Berkshire Hathaway. Google je jedna od prvih velikih kompanija koja je koristila dvojno kotiranje dionica, s klasama A i C, dok Meta također koristi dvojno kotiranje dionica s klasama A i B. Ovo omogućuje osnivačima zadržavanje kontrole nad tvrtkom, dok drugim dioničarima pruža priliku za sudjelovanje u rastu tvrtke i dijeljenje profita.

U posljednjih desetak godina postotak dionica koje izvode IPO s dvojnoustrukom strukturom se kreće oko 33% [10] za tehnološke dionice te oko 20% za ukupni broj IPO-a. Dodatno IPO-ovi s dvostrukim strukturama pokazuju veće prosječne prinose prvog dana trgovanja (20,3%) u usporedbi s IPO-om s jednom klasom dionica (18,7%). Međutim, tijekom trogodišnjeg razdoblja IPO-ovi jedne klase pokazuju relativno bolje performanse. IPO-ovi tehnoloških kompanija s dvostrukim klasama pokazuju povoljnije dugoročne prinose na trogodišnjem periodu od 41,0% u usporedbi s -14,6% za tehnološke IPO-ove s jednoklasnom strukturom. Ovi podaci sugeriraju da IPO-ovi dvojnih klasa često doživljavaju početni entuzijizam na tržištu, dok IPO-ovi u jednoj klasi imaju tendenciju boljih dugoročnih prinosa.

2.3.3. Američke depozitarne potvrde

Strani privatni izdavatelji, većinom kompanije iz Kine, koji javno nude vrijednosne papire u SAD-u često koriste američke depozitarne potvrde (eng. *American Depositary Receipts - ADR*). ADR-ovi se izdaju putem depozitarne institucije u SAD-u koja je sklopila ugovor s inozemnim privatnim izdavateljem kako bi pružila tu uslugu, te predstavljaju određeni broj dionica inozemnog privatnog izdavatelja. Proces uključuje deponiranje dionica inozemnog izdavatelja kod depozitara kako bi postale dostupne javnosti u SAD-u, nakon čega depozitar

izdaje ADR-ove investitorima tijekom inicijalne javne ponude. ADR-ovi su dizajnirani tako da oponašaju osnovne dionice, iako se mogu pojaviti bitne razlike koje bi trebale biti raspravljene uz pravno savjetovanje. Ono što čini ADR-ove privlačnima investitorima jest njihova sposobnost da ublaže određene rizike povezane s vrijednosnim papirima koji se posjeduju u drugim zemljama. Na primjer, ADR-ovi se cijene u američkim dolarima tako da se i dividende obično distribuiraju imateljima ADR-ova u američkim dolarima [11].

2.4. Opis procesa inicijalne javne ponude

Cijeli IPO proces može trajati do dvije godine, što obuhvaća detaljno planiranje, pripremu i provedbu IPO transakcije. Tu su uključene aktivnosti poput procjene vrijednosti, provođenja dubinsko ispitivanja, izrade prospekta, angažiranja banke koja preuzima rizik emisije i provedbe prezentacije (eng. *roadshow*). IPO svakako zahtijeva temeljitu pripremu i suradnju različitih dionika kako bi se uspješno izveo.

2.4.1. Priprema i plan za IPO

Tipični slučajevi u kojima tvrtke razmatraju IPO uključuju brzorastuće kompanije koje trebaju kapital za inovacije, rast, akvizicije i internacionalizaciju. Također, tvrtke podržane od strane fondova rizičnog kapitala često se odlučuju za IPO kako bi omogućile izlaz investitorima i daljnje financiranje rasta. Obiteljske tvrtke se mogu odlučiti za IPO kako bi privukle vanjski kapital, poboljšale korporativno upravljanje i osigurale kontinuitet kroz planiranje nasljeđivanja. Postoje i situacije u kojima tvrtke u fazi rasta žele privući talentirane pojedince i motivirati menadžment putem IPO-a. Konglomerati, s druge strane, mogu razmotriti IPO kako bi maksimizirali vrijednost određenih poslovnih segmenata. Državna poduzeća također mogu odlučiti izići na burzu radi pristupa kapitalu i unaprjeđenja korporativnog upravljanja. Konteksti u kojima se tvrtke odlučuju za IPO uključuju snažan rast, pritisak investitora iz PE i VC fondova za izlazak, trendove u konsolidaciji industrije, pojavu prvih inovatora ili poremećaja u industriji, nasljednike u obiteljskim tvrtkama te želju za povećanjem javne svijesti i otvorenosti. Izlazak na burzu ima svoje prednosti i mogućnosti za različite vrste tvrtki u odgovarajućem kontekstu [12].

Priprema za inicijalnu javnu ponudu uključuje nekoliko ključnih faza i aktivnosti. To uključuje odabir tima za IPO, uspostavljanje korporativnog upravljanja, provođenje procjene IPO-a i održavanje organizacijskih sastanaka kako bi se utvrdila struktura ponude. Faza dubinske analize podrazumijeva sveobuhvatne preglede poslovanja, financija i ugovora tvrtke, nakon čega slijedi priprema i podnošenje potrebnih dokumenata regulatornim tijelima. Marketinški naponi i prezentacije igraju ključnu ulogu u stvaranju interesa i potpore ulagača.

Koordinacija s financijskim analitičarima, razvoj marketinških materijala i provođenje prezentacija potencijalnim investitorima ključni su zadaci tijekom ove faze. Faza određivanja cijena i raspodjele uključuje procjenu tržišnih uvjeta, potražnje investitora i vrednovanja tvrtke kako bi se odredila cijena ponude i dodijelile dionice ulagačima. Nakon što se cijene finaliziraju, ponuda se zatvara, a dionice se dodjeljuju. Uspješna navigacija tim fazama zahtijeva pažljivo planiranje, koordinaciju i usklađenost s regulatornim zahtjevima [7].

Prezentacije tvrtki igraju ključnu ulogu u stvaranju interesa i širenju informacija o IPO-u. Investicijski bankari putuju i predstavljaju ponudu potencijalnim ulagačima, stvarajući interes i dajući bitne pojedinosti o ponudi vrijednosti. Ove prezentacije također pomažu investicijskim bankarima da procijene raspoloženje ulagača, dobiju povratne informacije o cijenama i procijene potražnju za vrijednosnim papirima.

Određivanje cijena dionica u početnoj javnoj ponudi ključni je aspekt kojim upravljaju investicijski bankari. Proces uključuje prikupljanje interesa potencijalnih ulagača kroz prezentacije, prikupljanje informacija o ponudi i procjenu potražnje ulagača. Institucionalni ulagači igraju ključnu ulogu u izražavanju svog interesa, dajući dragocjene uvide u potražnju na tržištu i izgled tvrtke i njenih konkurenata. Ove informacije pomažu investicijskim bankarima da revidiraju svoje početne procjene cijena i odrede broj dionica koje će ponuditi. Često se dešava da IPO bude određen s nešto nižom cijenom od realne vrijednosti, to može biti kako bi se potaknula potražnja i ohrabrilo ulagače da preuzmu rizik u novoj tvrtki ili jer su jednostavno banke posrednici podcijenili potražnju na tržištu za dionicama ove tvrtke. Ova preniska cijena se odražava u skokovima cijena kada se dionicama prvi put trguje na javnim tržištima. Bitno je raspraviti o optimalnoj kombinaciji institucionalnih i malih ulagača, budući da institucionalni ulagači drže veće pakete dionica i imaju veći utjecaj na tržište, dok mali ulagači osiguravaju likvidnost i stabilnost. „Lock up“ sporazumi koriste se za stabilizaciju trgovanja dionicama tvrtke nakon IPO-a. Ovi ugovori ograničavaju prodaju, prijenos ili raspolaganje dionicama od strane tvrtke, njenih direktora, službenika i dioničara na određeno razdoblje. Cilj blokiranja je spriječiti upućene osobe da prodaju svoje dionice odmah nakon IPO-a, što bi moglo negativno utjecati na cijenu dionica [13].

Baker u svome radu [14] pokazuje još jedan trend, a to su ESG faktori koje povezuje s podcjenjivanjem pri IPO-u. Njegovo istraživanje pokazuje da veće ESG ocjene dovode do manje podcjenjenosti. Transparentno financijsko izvješćivanje, visoki standardi odgovornosti i snažna zaštita dioničara pojačavaju tu vezu. Ovi rezultati imaju važne implikacije za politiku te ukazuju na to da učinkovito upravljanje ESG resursima pridonosi održivom rastu tržišta kapitala i stvaranju vrijednosti za tvrtke i investitore. Još jedna stvar koju analiziraju Aghamolla i Thakor [15] je utjecaj nedavnog IPO-a izravnog konkurenta na sklonost tvrtke da pređe na javno tržište kapitala. Promatranje IPO-a konkurenta unutar prethodnih 12 mjeseci povećava

sklonost za poduzimanje IPO-a za 40% po kvartalu i 67 postotnih bodova godišnje. Ti rezultati pokazuju da se sklonost tvrtki za IPO značajno povećava nakon IPO-a izravnog konkurenta, a rezultati su značajni čak i kada se uzmu u obzir efekti rastućeg „vrućeg tržišta“ i drugi uobičajeni šokovi koji mogu utjecati na IPO odluke konkurentskih tvrtki.

2.4.2. Razdoblje nakon IPO-a

Nakon ponude, obično u roku od tri do pet radnih dana nakon određivanja cijene IPO-a, održava se završni sastanak na kojem tvrtka isporučuje vrijednosne papire pokrovitelju i prima plaćanje za izdavanje. Tijekom ovog procesa razmjenjuju se različiti dokumenti, uključujući pismo neovisne računovodstvene tvrtke i pravna mišljenja savjetnika.

Prvi mjeseci postojanja javnog poduzeća su kritični. Tvrtka bi se mogla suočiti s neizvjesnošću među ulagačima i analitičarima zbog svoje relativne nepoznatosti. Za menadžment je ključno zadržati interes i povjerenje ulagača, kao i ispuniti regulatorne obveze izvješćivanja. Presudno je imati sposobnu financijsku funkciju koja može pružiti kvalitetno financijsko izvješćivanje na vrijeme. Osim toga, brzo otkrivanje značajnih informacija i ispunjavanje zahtjeva za izvješćivanje važni su za održavanje transparentnosti i povjerenja ulagača. Izvještavanje nakon IPO-a predstavlja obveze i izazove vezane uz financijsko izvješćivanje i objavljivanje poslovnih rezultata. Redovito godišnje i tromjesečno izvješćivanje, pokrivenost analitičara, interakcija s revizorima te transparentno izvješćivanje i komunikacija s investitorima su ključni. Pravovremeno i točno izvješćivanje ključno je za održavanje povjerenja ulagača i tržišne percepcije. Upravljanje likvidnošću i percepcijom tržišta još je jedan važan aspekt života javnog poduzeća. To uključuje provedbu strategija i aktivnosti za održavanje likvidnosti dionica tvrtke i poboljšanje tržišne percepcije. Izgradnja odnosa sa sudionicima na tržištu, upravljanje obujmom trgovanja i cijenom dionica te učinkovita komunikacija s investitorima i analitičarima ključni su u tom pogledu. Nadalje, strateški razvoj i rast nakon IPO-a ključni su za javno poduzeće. To uključuje izradu korporativne strategije za postizanje daljnjeg rasta, prepoznavanje novih poslovnih prilika, širenje na nova tržišta, ulaganje u inovacije i tehnološki napredak te strateško planiranje za dugoročni uspjeh. Održavanje konkurentnosti i prilagodba promjenama u industriji ključni su za dugoročno tržišno pozicioniranje i stvaranje vrijednosti za dioničare [16].

Što se tiče kretanja cijena dionica tvrtki koje su nedavno izvršile IPO, istraživanje dionica iz Japana [17] pokazuje da postoji dobro poznati fenomen dugoročne slabe uspješnosti tih dionica, što implicira precijenjenost cijena na tržištu. Precijenjenost proizlazi iz heterogenosti u uvjerenjima investitora, koja je karakterizirana prosječnom razinom optimizma investitora i stupnjem različitosti njihovih mišljenja. Prosječna razina optimizma i razlika u mišljenjima investitora uzrokuju precijenjenost cijene na sekundarnom tržištu. Ovi rezultati sugeriraju da je

slabost performansi uglavnom posljedica naknadne korekcije prosječne razine optimizma nakon IPO-a. Slično istraživanje provedeno na kineskom tržištu dionica [18] također potvrđuje prisutnost pretjerano visokih povrata prvog dana IPO-a, koji su potaknuti od strane izdavatelja i investicijskih banaka koje napumpavaju vrijednosti tvrtki. Ovaj fenomen rezultira kasnijim padom povrata nakon IPO-a zbog iskorištavanja entuzijazma institucionalnih i pojedinačnih investitora. Unatoč povećoj početnoj pažnji investitora koja negativno utječe na povrate nakon IPO-a, ta pažnja postupno slabi kako se uvjerenja investitora usklađuju te se otkriva istinska vrijednost tvrtki. Stoga je važno da investitori pažljivo procijene stvarnu situaciju i buduće izgled tvrtki, izbjegavajući oslanjanje samo na povijesne podatke, te budu oprezni prilikom ulaganja u IPO-ove s visokim povratima prvog dana i intenzivnom pažnjom investitora.

2.5. Prednosti i izazovi za IPO

S pozitivne strane, IPO-i pružaju smjernice i podršku iskusnih investicijskih banaka, što može pomoći u snalaženju u složenosti procesa. Oni također dodjeljuju dionice institucionalnim ulagačima koji ih nastoje dugoročno zadržati, osiguravajući stabilnost dionicama tvrtke. IPO-i omogućuju tvrtkama prikupljanje kapitala potrebnog za rast i širenje, omogućujući im financiranje novih projekata i inicijativa. Osim toga, izlazak na burzu putem IPO-a stvara široku svijest putem medijske pokrivenosti i upadljivih naslova, povećavajući vidljivost i ugled tvrtke. S druge strane, IPO-i imaju svoje nedostatke. Određivanje cijene dionica tijekom IPO-a može biti neučinkovito, što rezultira propuštenim prilikama za tvrtke da povećaju svoju vrijednost. Dionice dodijeljene malim ulagačima mogu dovesti do veće volatilnosti cijene dionice. IPO-i također dolaze s visokim naknadama investicijskog bankarstva, budući da osiguravatelji naplaćuju značajan postotak ukupnih prihoda. Nadalje, prezentacija (eng. *roadshow*), koja uključuje predstavljanje tvrtke potencijalnim investitorima, može biti dugotrajan i resursno zahtjevan [19].

Klačmer Čalopa i Cingula navode [1] prednosti kao što su mogućnost pribavljanja dodatnog kapitala, mobilnost strukture kapitala, lakoća izvođenja poslovnih kombinacija, ugled i javno priznanje u poslu, kvalitetna kadrovska osnovica. Nedostaci su tržišna ovisnost kapitala, mogućnost gubitka nadzora nad poduzećem, potražnja za dividendama, smanjena fleksibilnost, troškovi inicijalne emisije dionica. Među izravne troškove za IPO pak spadaju revizija poslovnih knjiga, elaborati, kotacije, preuzimanje rizika misije, troškovi posrednika i promocija.

| PREDNOSTI | NEDOSTACI |
|------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| povećanje ugleda i tržišne vrijednosti | obveza redovitog podnošenja kvartalnih izvješća |
| pristup javnim tržištima kapitala | visoki troškovi IPO-a i usklađivanja sa zakonodavstvom |
| povećana likvidnost za investitore i zaposlenike | izloženost nestabilnosti burze i cjenovnom padu |
| mogućnost korištenja opcijskih dionica za motivaciju zaposlenika | veći rizik od tužbi i osobne odgovornosti |
| privlačenje novih zaposlenika | razvodnjavanje vlasničkog udjela osnivača |

Tablica 1: Prednosti i nedostaci za IPO [13].

2.6. Alternativne metode izlaska na burzu

Tradicionalno je IPO bila uobičajena metoda kojom su tvrtke izlazile na javno tržište i kad su se njihove dionice listale na burzama. Međutim, taj postupak može biti dugotrajan i skup, jer banke naplaćuju značajne naknade. U posljednjih nekoliko godina, kao alternativu IPO-u, neke razvojne tvrtke su istražile druge načine za ulazak na javno tržište. Ovo poglavlje istražuje te alternativne metode koje tvrtkama pružaju različite načine za pristup javnim burzama i prikupljanje kapitala.

2.6.1. Direktno uvrštenje

Direktno uvrštenje (eng. *direct listing*) je alternativa tradicionalnom procesu inicijalne javne ponude (IPO). Kompanije poput Spotifyja, Palantira, Slacka, Robloxa i Coinbasea odabrale su ovaj put. U direktnom uvrštenju se ne stvaraju nove dionice niti se prikuplja dodatni kapital. Postojeće dionice se prodaju izravno investitorima bez uključivanja investicijskih banaka odnosno posrednika. To omogućuje zaposlenicima i ranim ulagačima da odmah prodaju svoje dionice bez ograničenja. Direktno uvrštenje je preferirani izbor za zrele kompanije koje žele da njihove dionice javno trguju i izbjegavaju visoke naknade investicijskih banaka.

Jedna od glavnih prednosti direktnog uvrštenja su niže naknade za posredovanje. Uobičajene naknade za posredovanje kod direktnog uvrštenja iznose oko 2% u usporedbi s 5,5% kod SPAC (eng. *Special Purpose Acquisition Company*) ponuda i 7% kod tradicionalnih IPO ponuda. Ovo značajno smanjenje naknada čini direktno uvrštenje ekonomičnijim izborom za kompanije koje ne trebaju dodatni kapital.

Uz to, direktna uvrštenja pružaju mogućnost za zaposlenike i rane ulagače da prodaju svoje dionice odmah nakon uvrštenja, bez ograničenja i razdoblja zadržavanja. Nedavna regulativna promjena od strane SEC-a dodatno je povećala privlačnost direktnog uvrštenja. Prije ove promjene, kompanije su smjele prodavati samo postojeće dionice javnosti putem direktnog uvrštenja. Međutim, sada kompanije imaju mogućnost stvaranja novih dionica i njihove prodaje javnosti putem direktnog uvrštenja kako bi prikupile dodatni kapital [19].

2.6.2. Obrnuto spajanje

IPO i obrnuto spajanje dva su različita puta za izlazak tvrtki na burzu. Investicijske banke obično upravljaju IPO-ima za tvrtke za koje se očekuje brzi rast, dok tvrtke koje nisu dobri kandidati za IPO ili su suočene s negostoljubivim tržištem mogu istražiti alternative poput obrnutih spajanja. U obrnutom spajanju, privatna tvrtka spaja se s javno trgovanom tvrtkom. Ovaj pristup može osigurati potreban kapital, slično IPO-u. Neke se tvrtke čak odlučuju za prikupljanje sredstava bez glavne investicijske banke kao posrednika, iako ovaj proces uključuje regulatorne preglede i može rezultirati manjim prikupljenim kapitalom od očekivanog. Obrnuto spajanje, nekoć povezano sa sitnim (eng. *penny*) dioničkim društvima, steklo je legitimitet posljednjih godina, privlačeći interes investitora i financijske zajednice. Međutim, obrnuta spajanja imala su šarenu prošlost zbog raznih slučajeva prevara, što je dovelo do propisa i reformi za zaštitu ulagača. Unatoč tim izazovima, obrnuto spajanje postalo je cijenjen način da mala i poduzeća srednje kapitalizacije izađu na burzu [20].

U istraživanju autorice Lee [21] proučavane su tvrtke koje izlaze na javno tržište putem obrnutih spajanja u usporedbi s inicijalnim javnim ponudama u Kini. Pokazano je da su tvrtke koje koriste obrnuto spajanje prije kotiranja veće, profitabilnije i manje politički povezane od tvrtki koje idu na IPO. Kineske tvrtke koje koriste obrnuta spajanja također pokazuju bolje rezultate nakon kotiranja, kako u pogledu poslovanja tako i u pogledu prinosa dionica, u usporedbi s IPO-ima iste industrije i veličine. Ovi rezultati oštro se razlikuju od dokaza o obrnutim spajanjima u razvijenim zemljama, a razlike se pripisuju strogim i potencijalno pristranim politikama IPO-a u Kini koja isključuju pristup javnim tržištima čak i za visokokvalitetne etablirane tvrtke.

Tvrtke za akvizicije posebne namjene (eng. *Special purpose acquisition company- SPAC*) pružaju alternativni put privatnim tvrtkama da izađu na burzu bez IPO-a. SPAC-ovi su tvrtke s bjanko čekovima koje prikupljaju novac putem IPO-a s namjerom da preuzmu privatnu tvrtku i izvedu je na javno tržište putem spajanja. Novac prikupljen u IPO-u drži se na računu, zarađujući minimalne kamate, dok SPAC-ov menadžment traži odgovarajuću ciljnu tvrtku. Nakon što je dogovor objavljen, dioničari imaju opciju sudjelovanja ili otkupa svojih dionica za uloženi novac. Postoji mogućnost da SPAC tvrtka ne uspije pronaći željenu tvrtku unutar

zadanog vremenskog perioda, uobičajeno su to dvije godine, što rezultira povratom svih sredstava ulagačima bez ikakve ostvarene dobiti tijekom razdoblja ulaganja. Osnivači SPAC-a dobivaju "osnivačke dionice" kao poticaj, obično između 1% do 20% običnih dionica u novoj tvrtki. SPAC proces tako nudi prednosti kao što su veće sudjelovanje ulagača, dnevna likvidnost i zajamčena otkupna vrijednost za dioničare. Također štedi vrijeme i novac privatnim tvrtkama u usporedbi s tradicionalnim postupkom IPO-a, budući da trebaju pronaći samo jednog ulagača umjesto više institucionalnih [19].

Broj izlazaka uz SPAC na tržište naglo je pao kako investitori na Wall Streetu smanjuju svoje ambicije za rizik. Prosječna vrijednost najavljenih SPAC spajanja smanjila se na oko 200 milijuna dolara u siječnju 2023., što je značajan pad u odnosu na više od 2 milijarde dolara koje su obilježile 2021. godinu. Ovaj pad odražava promjenu sentimenta investitora koji sada pokazuju veći interes za stabilne tvrtke umjesto za potencijalne visokorizične projekte. Istodobno, tradicionalno tržište inicijalnih javnih ponuda također je zamrznuto zbog viših kamatnih stopa i usporavanja gospodarstva. Ova promjena predstavlja povratak SPAC tržišta svojim korijenima, gdje su SPAC-ovi bili povezani s rizičnim poslovima i tvrtkama koje nisu ispunjavale zahtjeve za uobičajeni izlazak na javno tržište putem reguliranih IPO-a [22]. Jedan primjer SPAC spajanja je bila i američka tvrtka SmartRent koje je dio i hrvatska Tri plus grupa koja sa svojim brendom Zipato pruža sveobuhvatna rješenja o IoT i okruženje u oblaku za pametne domove i pametne procese automatizacije zgrada i rješenja u „uradi sam“ i profesionalnoj domeni. Tvrtka SmartRent objavila je 2021. da će izaći na Newyoršku burzu putem spajanja s tvrtkom Fifth Wall Acquisition Corp. I, specijaliziranim akvizicijskim društvom koje je već javno kotirano. Ta odluka tvrtki je omogućila da postane vodeća platforma za pametne domove i hardver za operatere višestambenih, stambenih i komercijalnih objekata [23].

2.6.3. ICO i STO

Inicijalne ponude novčića (eng. *Initial Coin Offering* - ICO) oblik su grupnog financiranja i mehanizma prikupljanja sredstava koji se pojavio kao alternativa tradicionalnim IPO. U ICO-u, tvrtka ili projekt izdaje digitalne tokene investitorima u zamjenu za financiranje. Ti su tokeni obično izgrađeni na blockchain tehnologiji i predstavljaju udio ili korist unutar ekosustava projekta. ICO-ovi su stekli popularnost početkom 2010-ih, potaknuti brzim rastom kriptovaluta i potencijalom za ulagače da sudjeluju u projektima u ranoj fazi. Jedna od ključnih prednosti ICO-a je njihova sposobnost da omoguće pristup financiranju za tvrtke u razvoju i inovativne projekte bez potrebe za tradicionalnim posrednicima kao što su investicijske banke. To omogućuje tvrtkama da dopru do globalne skupine investitora i demokratiziraju proces ulaganja. Osim toga, ICO-i nude likvidnost od samog početka, budući da se tokenima može

trgovati na raznim burzama kriptovaluta, pružajući prvim ulagačima priliku da prodaju svoje tokene ako žele .

Međutim, ICO također dolaze s određenim rizicima i izazovima. Nedostatak regulatornog nadzora u ranim danima ICO-a doveo je do prijevара i lažnih projekata. Mnogi su ICO-i prikupili sredstva bez održivog poslovnog plana ili proizvoda, što je rezultiralo značajnim gubicima za ulagače. Neregulirana priroda ICO-a također je otežavala investitorima procjenu legitimnosti i kvalitete projekata, budući da obećanjima često nedostaje transparentnosti i odgovornosti. Unatoč tim izazovima, neki su ICO-i postigli značajan uspjeh. Na primjer, ICO Etheruma 2014. prikupio je više od 18 milijuna dolara i postavio temelje za razvoj robusne blockchain platforme. Međutim, bilo je i značajnih neuspjehа i prijevара, kao što je slučaj BitConnecta, koji je propao nakon što je optužen za korištenje ilegalne Ponzijeve sheme. Regulatorna tijela diljem svijeta prepoznala su potrebu za rješavanjem rizika povezanih s ICO-ima, a kao rezultat toga, mnoge su zemlje uvele propise za pružanje zaštite ulagača, borbu protiv prijevара i osiguranje usklađenosti s postojećim zakonima o vrijednosnim papirima. Ovi propisi imaju za cilj dovesti ICO u pravni okvir ponude vrijednosnih papira, namećući zahtjeve kao što su registracija, objava i akreditacija ulagača. Prema De Andresu i ostalima [24] usklađivanje globalnih propisa za ICO donijelo bi brojne prednosti. Prvo, pružio bi se jasan okvir za procesuiranje korporativnih prijevара, hakerskih napada i manipulacije tržištem, čime bi se smanjila njihova pojava. Nadalje, to bi pomoglo u smanjenju volatilnosti tržišta uklanjanjem regulatorne nesigurnosti te bi usklađeni propisi ograničili izbjegavanje poreza i arbitražu.

Zanimljivo je da je ICO tržište pokazivalo neobično ponašanje u odnosu na fluktuacije cijena Bitcoina. Iako bi ICO-i teoretski trebali biti cijenjeni na temelju vlastitog potencijala i osnovnih vrijednosti određene industrije, postoje korelacije među najvećim ICO-ima primjetne nakon naglog pada cijena Bitcoina. To ukazuje na to da su ulagači ICO-e percipirali kao spekulativne investicije povezane s Bitcoinom i Etherom, umjesto da ih procjenjuju na temelju vlastitih kvaliteta [25]. Istraživanje koje su proveli Aslan i suradnici [26] usredotočilo se na inicijalne ponude novčića i otkrila je da ICO s višim ocjenama, kraćim trajanjem prodaje tokena, manjim izdvajanjima za prodaju tokena, većim razvojnim timovima i uključenim više stručnjaka ima veću vjerojatnost uspjehа i prikupljanja više sredstava. Osim toga, studija je naglasila značajnu ulogu cijene ponude i tržišnog raspoloženja u određivanju dugoročne izvedbe ICO-a. Uzimajući u obzir te čimbenike, izdavatelji ICO-a mogu povećati svoje šanse za postizanje uspjehа i privlačenje većih ulaganja.

Konkretni primjer je EOS čiji je ICO u početku bio jedan od najperspektivnijih projekata, a sve s ciljem izazivanja dominacije Etheruma. Tijekom svog ICO-a 2018. godine EOS je postavio nove rekorde prikupivši nevjerojatnih 4,1 milijardu dolara. Međutim, nakon toga, tvrtka Block.one nije značajno ulagala u razvoj mreže već je resurse usmjerila na druge projekte

izvan EOS-a. To je izazvalo razočaranje među nekim članovima industrije, a kritike su se pojavile zbog nedovoljnog tehničkog napretka, centralizacije i nedostatka razvojnih aktivnosti. EOS je tako postao primjer ICO-a koji je imao veliki potencijal, ali nije uspio ispuniti očekivanja investitora i šire zajednice [27].

Ponude sigurnosnih tokena (eng. *Security Token Offering* - STO) pojavile su se kao regulirana alternativa ICO-ima. Za razliku od tokena koji se nude u ICO-ima, sigurnosni tokeni predstavljaju vlasništvo ili investicijske interese u tvrtki, slično tradicionalnim vrijednosnim papirima. STO-ovi imaju za cilj pridržavati se propisa o vrijednosnim papirima, pružajući ulagačima veću pravnu zaštitu i regulatorni nadzor. Ovaj regulatorni okvir pomaže u ublažavanju rizika povezanih s lažnim ICO-ima i promiče povjerenje. Pridržavajući se regulatornih zahtjeva, STO nude veću transparentnost u pogledu detalja projekta, financijskih podataka i zakonske usklađenosti. To ulagačima omogućuje donošenje utemeljenih odluka i smanjuje vjerojatnost prijevornih aktivnosti. Još jedna prednost STO-ova je njihov potencijal za šire sudjelovanje na tržištu. Budući da su STO usklađeni s propisima o vrijednosnim papirima, mogu otvoriti mogućnosti ulaganja širem rasponu ulagača, uključujući akreditirane i institucionalne ulagače. Ova proširena baza investitora može doprinijeti povećanju likvidnosti i dubine tržišta [25].

Međutim, STO-i se također suočavaju s izazovima i ograničenjima. Postupak usklađivanja s regulatornim zahtjevima može biti složen i skup, zahtijevajući od izdavatelja da se snađu u različitim zakonskim zahtjevima i stupe u kontakt s regulatornim tijelima. Osim toga, strogi propisi mogu ograničiti pristup STO-u manjim tvrtkama ili razvojnim tvrtkama s ograničenim resursima za usklađivanja. Nadalje, iako STO nude reguliraniji i sigurniji investicijski okvir, oni možda neće pružiti istu razinu uzbuđenja i spekulativnog potencijala kao ICO. Ograničenja koja nameću propisi o vrijednosnim papirima mogu oslabiti sposobnost STO-ova da generiraju istu razinu atraktivnosti i privuku veliki broj malih ulagača.

3. Pregled svjetskih burzi za IPO

Prilikom odabira odgovarajuće burze za inicijalnu javnu ponudu (IPO), između ostaloga važno je uzeti u obzir bitne čimbenike kao što su percepcija tržišta, zahtjevi za uvrštenje, naknade za uvrštenje, publicitet te dostupnost odgovarajućeg simbola oznake. Percepcija tržišta određene burze ima značajan utjecaj na način na koji investitori percipiraju tu burzu, kao i vrste tvrtki koje privlači. Zahtjevi za uvrštenje na burzu propisuju standarde koje tvrtka mora zadovoljiti kako bi bila uvrštena, dok se naknade za uvrštenje razlikuju među različitim burzama te mogu imati utjecaj na troškove koje tvrtke podnose pri izlasku na burzu. Burze često provode razne promotivne aktivnosti kako bi podigle svijest o IPO-u i pobudile interes među potencijalnim ulagačima. Također, važno je razmotriti dostupnost odgovarajućeg simbola oznake koji je usklađen s identitetom i prepoznatljivošću tvrtke. Kroz temeljitu analizu ovih čimbenika, tvrtke mogu donijeti informirane odluke o odabiru burze koja najbolje odgovara njihovim potrebama i ciljevima prilikom provođenja IPO-a [28]. U tablici u nastavku vidi se popularnost burzi u brojevima kao što su ukupna tržišna kapitalizacija i broj izlistanih tvrtki.

| Naziv burze | Tržišna kap. (USD bilijuna) | Broj domicilnih tvrtki | Broj stranih tvrtki | Ukupan broj tvrtki |
|-----------------------------|-----------------------------------|---------------------------|------------------------|-----------------------|
| NYSE | 24,3 | 1781 | 579 | 2360 |
| Nasdaq | 20,1 | 2741 | 837 | 3578 |
| LSE | 3,1 | 1579 | 317 | 1896 |
| Euronext | 6,4 | 1589 | 262 | 1851 |
| Deutsche Boerse | 2,2 | 418 | 49 | 467 |
| Japan Exchange Group | 5,6 | 3876 | 6 | 3882 |
| Hong Kong SE | 4,2 | 2418 | 182 | 2600 |
| Shenzen SE | 4,7 | 2219 | - | 2219 |
| Shanghai SE | 6,9 | 2788 | - | 2788 |

Tablica 2: Tržišna kapitalizacija i broj tvrtki na izabranim burzama [29]

3.1. Američke burze

NYSE (New York Stock Exchange) je jedna od najvećih i najpoznatijih burzi u svijetu, smještena na Wall Streetu u New Yorku. Ima dugu povijest koja seže unatrag do 1792. godine, kada je osnovana kao prva organizirana burza vrijednosnih papira u Sjedinjenim Američkim Državama. Na NYSE-u je izlistan veliki broj dionica različitih kompanija iz cijelog svijeta, a među najpoznatijima na NYSE-u su Coca-Cola, Boeing, IBM, McDonald's, Walt Disney i mnoge druge [30]. Jedan od značajnijih događaja vezan uz IPO na NYSE-u bio je izlazak na burzu kompanije Alibaba Group, jedne od najvećih kineskih internetskih platformi, a dogodio se u rujnu 2014. godine. Postao je jedan od najvećih IPO-ova u povijesti s prikupljenih preko 25 milijardi dolara naglašavajući tako važnost NYSE-a kao ključne destinacije za listanje globalnih kompanija, posebno iz rastućih tržišta poput Kine [7].

Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) je također jedna od najvećih svjetskih burzi, specijalizirana za elektroničko trgovanje vrijednosnim papirima. Osnovana je 1971. godine kao prva elektronička burza u Sjedinjenim Američkim Državama [30]. Nasdaq je poznat po tome što je domaćin tehnoloških tvrtki i inovativnih razvojnih tvrtki. Uz tehnološke gigante poput Applea, Amazona, Facebooka (Meta), Google (Alphabet) i Microsofta. Osim njih, na Nasdaqu se također trguje dionicama kompanija iz drugih sektora, poput farmaceutike, biotehnologije, financija i ostalih industrija. Među poznatijim su IPO-ovi kompanija poput Applea i Netscapea. Apple je izvršio svoju IPO na Nasdaq 12. prosinca 1980. godine, postavši prva tvrtka koja je dostigla tržišnu kapitalizaciju od milijardu dolara da bi u ovoj godini bila prva tvrtka koja je dostigla tržišnu kapitalizaciju od čak tri bilijuna dolara. Netscape, pionir internetskog preglednika, također je izvršio svoj IPO na Nasdaq u kolovozu 1995. godine, što je bio ključni trenutak u povijesti internetskog sektora koji je prethodio slomu uzrokovanom Dot Com balonom [31].

Zaključno, NYSE i Nasdaq dvije su najveće i najvažnije burze u SAD-u koje imaju ključnu ulogu u globalnom financijskom sustavu jer obje pokazuju visoku likvidnost, omogućavajući brzo i učinkovito trgovanje širokim rasponom dionica. To privlači investitore i osigurava učinkovitost tržišta. Osim toga, ove burze uživaju međunarodno priznanje i privlače ulagače iz cijelog svijeta te djeluju unutar čvrstog regulatornog okvira, osiguravajući zaštitu ulagača i transparentnost tržišta.

3.2. Europske burze

Europske burze imaju bogatu povijest i duboke korijene u formiranju dioničkih društava, s nekim od najstarijih burzi koje datiraju još iz srednjeg vijeka. Međutim, u suvremenom kontekstu, primjećuje se trend smanjenja broja IPO-a i ukupnog broja kompanija koje kotiraju

na tim burzama. Ovaj trend izaziva zabrinutost u europskom financijskom sektoru jer postoji potreba za poticanjem daljnjeg rasta i razvoja kapitalnih tržišta u Europi.

Također je bitno spomenuti da se europska burzovna tržišta suočavaju sa žestokom konkurencijom na američkim tržištima, što proizlazi iz znatno većeg izvora kapitala i broja investitora u SAD-u. Razlozi za tu nejednakost uključuju uspješnost tehnološke scene u Silicijskoj dolini i izuzetno labavu monetarnu politiku koja je potaknula preusmjerenje novca prema rizičnijim sredstvima kao što su dionice. Kao rezultat toga, mnoge perspektivne tehnološke tvrtke u Europi radije se odlučuju za javno izlistavanje na američkim burzama, primjerice Farfetch, Spotify i On Running. Čak i već uspostavljene tvrtke povlače se s europskih burzi i prelaze na američko tržište, kao što je slučaj s Lindeom. Važno je pojednostaviti regulatorno okruženje kako bi se olakšala financijska aktivnost na burzovnim tržištima, a makroekonomski okvir može pružiti priliku da se stekne zamah u Europi. [32].

London Stock Exchange (LSE) je jedna od najstarijih i najvećih burzi na svijetu. Osnovana je 1689. godine i smatra se jednim od najvažnijih financijskih centara u svijetu. LSE je poznata po svojim različitim tržištima, uključujući glavno tržište (eng. *Main Market*), u kojem su izlistane velike i etablirane kompanije, i AIM (eng. *Alternative Investment Market*), tržište namijenjeno manjim i rastućim kompanijama. Većina dionica koje su izlistane su dionice „blue chip“ kompanija, etabliranih kompanija s dugom poviješću uspješnog poslovanja. Ove kompanije obično pripadaju sektorima koji su stabilni i manje podložni ekonomskim fluktuacijama, poput financijskog, energetskog, prehrambenog ili farmaceutskog sektora. Na LSE-u je primjetno da nedostaje značajan broj tehnoloških dionica, koje su često povezane s bržim rastom i inovacijama. Svedjedno LSE je postao simbol financijske snage i stabilnosti Ujedinjenog Kraljevstva te igra ključnu ulogu u privlačenju domaćih i stranih investitora [33].

Deutsche Börse je jedna od vodećih europskih burzi sa sjedištem u Frankfurtu. Osnovana je 1993. godine i od tada je postala jedna od važnijih financijskih institucija u Europi. Glavna komponenta Deutsche Börse je Frankfurtska burza, koja je uvjerljivo najveća burza u Njemačkoj. Frankfurt se često naziva financijskim srcem Njemačke i smatra se jednim od najvažnijih financijskih središta u Europi, a na Frankfurtskoj burzi listaju se neke od najznačajnijih njemačkih kompanija kao i brojne međunarodne tvrtke. Frankfurtska burza ima povijest koja seže unatrag više od 400 godina. Osnovala ju je 1585. godine trgovačka komora kako bi olakšala trgovinu vrijednosnim papirima. U sklopu Frankfurtske burze djeluje i Xetra, elektronički trgovinski sustav koji razvija i održava Deutsche Börse. To je jedan od najnaprednijih i najlikvidnijih trgovinskih sustava na svijetu. On omogućuje trgovinu raznim financijskim instrumentima, a njegova visoka pouzdanost, brzina izvršenja i široka ponuda vrijednosnih papira doprinose likvidnosti i transparentnosti tržišta [34].

Pokazatelj stanja atraktivnosti ove burze je i nedavno proveden IPO njemačke tvrtke Ionos. Razočaravajuće se cijena dionica spustila na donju granicu početnog raspona, prikupivši 389 milijuna eura i postigavši početnu vrijednost od 2,6 milijardi eura, što je samo polovica od prvotnog cilja. Ovo je prvo značajno kotiranje tvrtke u Njemačkoj od Porsche AG-a u rujnu prošle godine. Pad vrijednosti dionica Ionosa i smanjen broj IPO-a ukazuju na trenutno manju popularnost Frankfurtske burze za IPO. Ova situacija odražava slabiju interes investitora za ulaganje u nove dionice na njemačkom tržištu [35].

Podaci o broju IPO-a na Frankfurtskoj burzi od 1990. do 2022. otkrivaju nekoliko trendova i fluktuacija. Početkom 1990-ih postojao je relativno stabilan broj IPO-a, s vrhuncem od 175 u 1999. Dot Com balon u ranim 2000-ima doveo je do porasta IPO-a, dosegnuvši 142 u 2000. Međutim, sljedeće godine dogodio se kolaps, sa značajnim padom u 2003. i relativno niskim brojem u narednim godinama. Globalna financijska kriza iz 2008. imala je značajan utjecaj, pri čemu je IPO aktivnost pala na samo 2 u toj godini. Posljednjih godina došlo je do kombinacije uspona i padova, iako su brojevi daleko manji od onih u 90-ima, s najvećim brojem IPO-a zabilježenim u 2018. od 16. Sve u svemu, podaci pokazuju volatilnost i cikličku prirodu IPO-a, pod utjecajem tržišnih uvjeta i ekonomskih čimbenika [36].

Euronext je paneuropska burza koja je osnovana 2000. godine spajanjem burzi u Parizu, Bruxellesu i Amsterdamu. Nakon tog početnog spajanja, Euronext je nastavio rasti i akvizirati druge burze u Europi, uključujući Lisabon, Dublin, Oslo i Milano. Jedan od glavnih razloga za važnost Euronexta je njegova uloga u poticanju europskog gospodarstva i olakšavanju pristupa kapitalu za kompanije. Euronext također igra ključnu ulogu u promicanju transparentnosti i stabilnosti tržišta, osiguravajući pravila i regulative koja promiču korektno i učinkovito trgovanje. Kroz svoje inovativne inicijative, kao što je Euronext Growth za mala i srednja poduzeća, Euronext pruža podršku razvoju i rastu novih i inovativnih tvrtki u Europi. [37].

Podaci Statiste [38] otkrivaju broj IPO-a na raznim Euronext burzama od 2016. do 2021. Tijekom tog razdoblja aktivnosti IPO-a varirale su među različitim burzama. Pariz je dosljedno bilježio najveći broj IPO-a, uz značajan porast u 2021., dosegnuvši 37 uvrštenja na burzu. Amsterdam je iskusio osrednju IPO aktivnost, s vrhuncem od 24 IPO-a u 2021. Bruxelles je imao relativno stabilan, ali ograničen broj IPO-a, u rasponu od jednog do pet uvrštenja na burzu. U Dublinu je zabilježen fluktuirajući obrazac, s vrhuncem od tri IPO-a u 2017. i 2020., dok je Lisabon imao jedan IPO u 2019. i 2021. Ovi podaci sugeriraju da je aktivnost IPO-a na burzama Euronext varirala u različitim gradovima, pod utjecajem dinamike lokalnog tržišta, ekonomskim uvjetima i trendovima u industriji.

3.3. Azijske burze

Tokyo Stock Exchange (TSE) ima dugu povijest koja seže još u 1878. godinu. To je jedno od najvećih i najlikvidnijih tržišta kapitala na svijetu. TSE je poznat po listanju dionica velikih japanskih kompanija iz različitih sektora. Burza je privukla pažnju investitora zbog svoje stabilnosti i transparentnosti. Zatim je tu Hong Kong Stock Exchange (HKSE), jedna od najznačajnijih burzi u Aziji. Osnovan je 1891. godine i danas predstavlja financijski centar Hong Konga i Kine. HKSE je poznat po svojoj ulozi u listanju privlačenju stranih investitora i kotiranju kineskih tvrtki koje imaju tendenciju pokretanja sekundarnih kotacija u Hong Kongu kao još jednom mjestu za pristup investitorima i kapitalu. Dvije najveće burze u Kini su Shanghai Stock Exchange (SSE) i Shenzhen Stock Exchange (SZSE). SSE je osnovan 1990. godine i smatra se jednim od glavnih pokretača razvoja kineskog tržišta kapitala. SZSE, osnovan 1991. godine, fokusiran je na listanje tehnoloških i rastućih kompanija. Ove burze su igrale ključnu ulogu u razvoju i rastu azijskog tržišta kapitala, privlačeći kako lokalne tako i međunarodne kompanije i investitore. Njihova važnost i utjecaj na globalno financijsko tržište nastavljaju rasti kako azijsko gospodarstvo postaje sve snažnije [39].

Prema izvješću KPMG-a [40] hongkonško tržište IPO-a je pokazalo otpornost u prvom polugodištu 2023. bilježeći blagi porast broja transakcija i ukupno prikupljenih sredstava. Očekuje se da će tržište doživjeti značajan oporavak u drugoj polovici godine zahvaljujući stabilnom priljevu novih IPO-a i novom režimu kotiranja za tehnološke kompanije. Kineske burze, Shanghai i Shenzhen, su i dalje vodeće među globalnim konkurentima po broju i prikupljenim sredstvima IPO ponuda. Iako je tome tako u Kini su strane banke svejedno suočene s teškoćama u održavanju prisustva na tržištu inicijalnih javnih ponuda. Do lipnja ove godine, strane banke su sudjelovale samo u 1,2% ukupne vrijednosti novih emisija dionica, a nijedna američka banka nije bila uključena u IPO-ove na kineskom burzovnom tržištu. To ukazuje na izazove s kojima se suočavaju strane banke u održavanju prisutnosti u zatvorenom financijskom sustavu Kine s drugačijim regulatornim zahtjevima [41].

U posljednjih nekoliko desetljeća, atraktivne i u trendu su postale i burze u rastućim državama poput Indije, Indonezije, Ujedinjenih Arapskih Emirata i Saudijske Arabije. Burze u ovim državama postale su privlačne destinacije za IPO i ulaganja što dokazuju i uspješni IPO-ovi kompanija, uključujući one iz sektora tehnologije, energetike, financija. Nove tvrtke na tržištu su privukle veliku pozornost investitora i pružile im priliku da sudjeluju u rastućim ekonomijama i uspješnim kompanijama.

3.4. Analiza trendova i važnosti burzi

Odabir prave burze ključan je za tvrtke koje traže kapital i investitore koji traže optimalne uvjete trgovanja. Istraživački članak autorice Lo pruža dragocjene uvide u učinak i konkurentnost burzi širom svijeta [42]. Ističe se važnost razmatranja čimbenika specifičnih za burzu i za pojedinu zemlju pri odabiru burze te otkriva da određeni čimbenici, kao što su transparentnost, pravna regulativa, likvidnost, otkrivanje cijena i zaštita dioničara, značajno utječu na konkurentnost izlistavanja i trgovanja burzi. Također je pokazano da provedba financijskih propisa neke zemlje pozitivno utječe na kotaciju i konkurentnost trgovanja nekoliko burzi. Studija otkriva da burze s nadmoćnom konkurencijom za izlistavanje ne moraju nužno biti privlačne ulagačima u svrhu trgovanja, i obrnuto.

3.4.1. Vodič za IPO po burzi

U nastavku je pregled uvjeta i pravila za kotiranje na burzama Nasdaq, Londonske i Frankfurtske burze s naglaskom na financijske zahtjeve, razdoblja praćenja, standarde računovodstva i druge informacije koje tvrtke moraju ispuniti kako bi bile uvrštene na te burze.

Nasdaq ima posebne zahtjeve za uvrštenje na burzu za tvrtke koje žele biti uvrštene na burzu. To uključuje minimalno razdoblje evidencije od dvije godine i financijske uvjete kao što su ispunjavanje pragova zarade, tržišne kapitalizacije i referentne vrijednosti prihoda, zahtjeve za protok novca i kriterije imovine. Tvrtke se također moraju pridržavati računovodstvenih standarda kao što su US GAAP ili IFRS. Zahtjevi za izvješćivanje uključuju godišnje i tromjesečno izvješćivanje u određenim vremenskim okvirima, a postoje i razdoblja zaključavanja za značajne dioničare. Dodatno, postoje zahtjevi za minimalnu cijenu ponude i količinu dioničara.

Na Londonskoj burzi minimalno razdoblje evidencije je tri godine, uz ustupke za određene sektore. Financijski zahtjevi uključuju značajan dio poslovanja podržan dosljednom evidencijom prihoda, novčanog toka ili rasta dobiti. Zahtjev za minimalnu tržišnu kapitalizaciju je 700 000 funti, a početno uloženi novac postavljen je 25%. Tvrtke se moraju pridržavati IFRS računovodstvenog standarda, a zahtjevi za izvješćivanje uključuju godišnje i polugodišnje izvješćivanje bez obveze tromjesečnog izvješćivanja. Postoji razdoblje zaključavanja za značajne dioničare, a Kodeks korporativnog upravljanja Ujedinjenog Kraljevstva primjenjuje se na tvrtke koje kotiraju na posebnom odjelu burze.

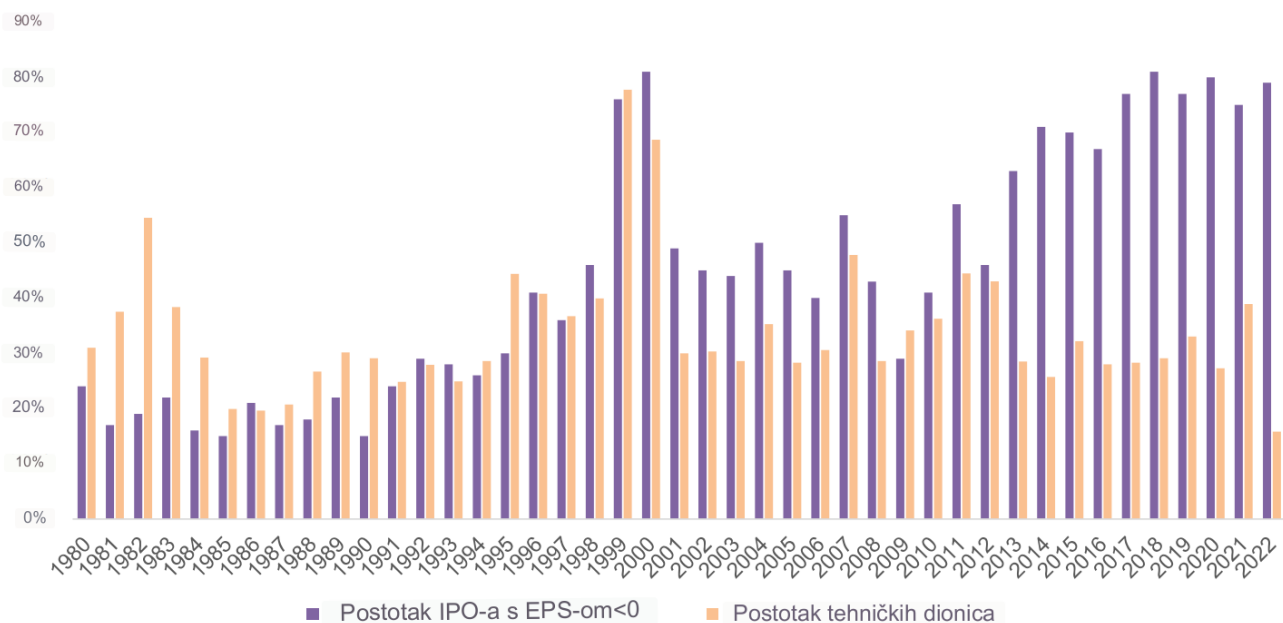
Frankfurtska burza (FSE) obično zahtijeva trogodišnju evidenciju, uz moguće iznimke. Specifični financijski testovi nisu spomenuti, ali minimalni broj dionica i tržišna kapitalizacija od 1,25 milijuna eura su obavezni. Kompanije se moraju pridržavati računovodstvenih standarda

IFRS i ispunjavati zahtjeve periodičnog izvješćivanja, uključujući godišnje, polugodišnje i tromjesečno izvješćivanje. Za značajne dioničare preporučuje se razdoblje zaključavanja dionica. Primjenjuju se zahtjevi EU prospekta i prihvatljivosti.

3.4.2. Trendovi na burzama

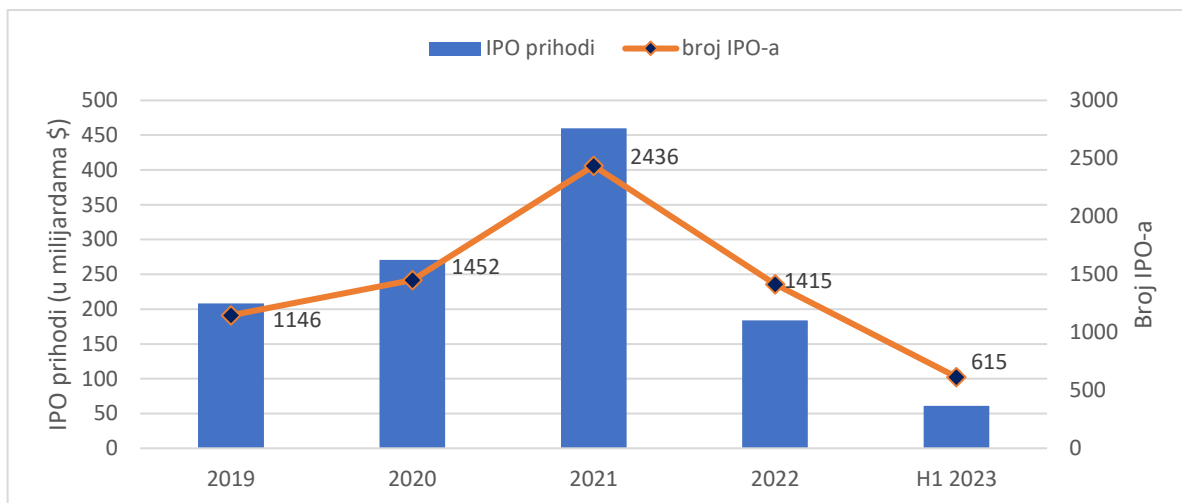
Trendovi na burzama su dinamični i često se mijenjaju, a posebno vezano uz tržište IPO-a. Nedavni trendovi uključuju povećanu aktivnost u sektorima tehnologije, zdravstva, e-trgovine, obnovljive energije i autonomnih vozila. Tehnološke tvrtke, poput onih u području softvera, umjetne inteligencije i e-trgovine, često privlače veliku pažnju ulagača zbog svoje inovativnosti i potencijala rasta. Također je primjetan rast IPO-a u sektoru zdravstva, posebno u biotehnologiji i farmaceutskoj industriji, s fokusom na razvoj novih terapija i lijekova. Neki investitori također pokazuju interes za kriptovalute i blockchain tehnologiju. Međutim, valjanost trendova na burzama može se mijenjati ovisno o makroekonomskim uvjetima, političkim faktorima i drugim vanjskim čimbenicima. U posljednje vrijeme globalno gledano broj IPO-a je u padu. Rekordna 2021. godina prema broju IPO-a je iza, a veće privatne svjetske tvrtke čekaju bolji sentiment i bolje uvjete za provesti IPO.

Najveći IPO-i u 2021. i 2022. naglašavaju značajan kapital koji su prikupile tvrtke koje su tad ušle na javno tržište. U 2021. Rivian Automotive, proizvođač električnih vozila, bio je na vrhu liste sa 13,7 milijardi dolara prikupljenih na Nasdaq. Kuaishou, tehnološka tvrtka, u stopu je slijedila sa 6,2 milijarde dolara prikupljenih na burzi u Hong Kongu. Ostali značajni IPO-i u 2021. uključivali su Coupang, DiDi Global i InPost. Zanimljivo je da su dionice kineske tvrtke DiDi već sljedeće godine izvrštene s NYSE-a zbog regulatornih pritisaka kineskih vlasti. U 2022. LG Energy Solution Auto je imao najznačajniji IPO s prikupljenih 10,7 milijardi dolara na Korejskoj burzi. Porsche, renomirani proizvođač automobila, osigurao je drugo mjesto s IPO-om od 8,7 milijardi dolara na Deutsche Börse [43], [44].



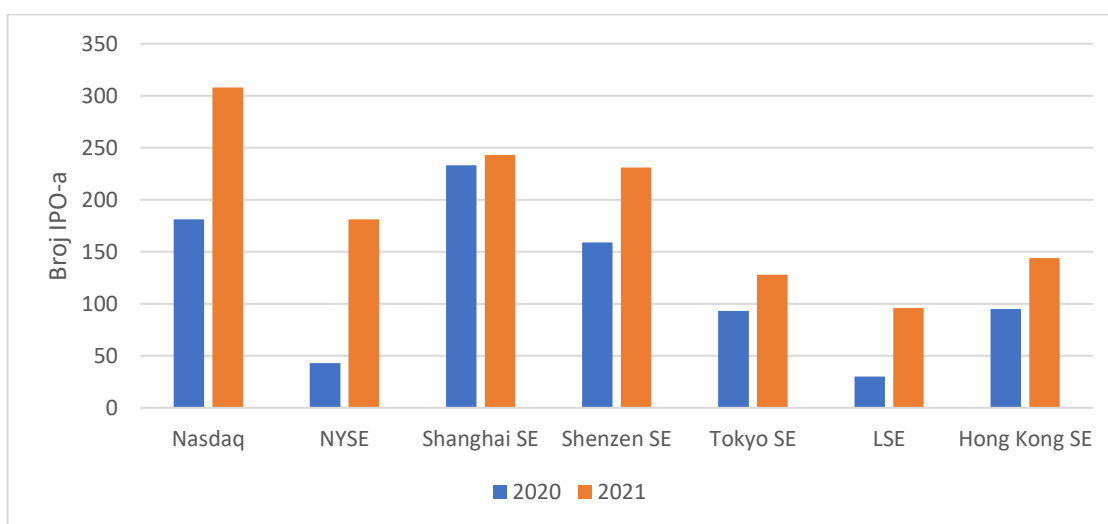
Graf 1: Postotak IPO-a s negativnim EPS-om i postotak tehnoloških dionica, 1980.-2022. [10]

Podaci Rittera [10] pokazuju da je postotak tehnoloških dionica među IPO-om ostao relativno dosljedan tijekom godina, s prosjekom od oko 36%. To ukazuje da su tehnološke tvrtke dosljedno održavale značajnu prisutnost na IPO tržištu. S druge strane, postotak IPO-a tvrtki koje posluju s gubitkom pokazao je značajnije fluktuacije. Od oko 19% njih u 1980-ima, broj se povećao na 32% u 1990-ima, a dostigao je vrhunac od 78% tijekom Dot Com balona u prijelazu na 21. stoljeće. Od tada, postotak se smanjio na oko 62% u razdoblju od 2001. do 2010. godine, ali je opet počeo rasti te se kreće na oko 72% za razdoblje 2011.- 2022. Ovi trendovi sugeriraju da, iako je udio tehnoloških IPO -a ostao relativno stabilan, u postotku IPO -a s negativnim prinosima došlo je do fluktuirajućeg trenda. Uz to, prosječni povrat prvog dana za IPO-ove s poslovanjem u gubitku bili su viši u usporedbi s onima koji ostvaruju dobit. IPO-ovi s negativnim EPS-om imali su prosječni povrat prvog dana od 26,8%, dok su IPO s pozitivnim EPS-om imali prosječni povrat od 13,3%. To sugerira da su ulagači bili skloniji ulaganju u IPO-ove s negativnom zaradom vođenim špekulativnim očekivanjima ili potencijalom rasta.



Graf 2: Prikaz broja i prihoda IPO-a u svijetu od 2019. do H1-2023. Izrada autora prema: [45]

Opadajući broj IPO-a posljednjih godina također je rezultat sve većeg broja tvrtki koje se odlučuju ostati izvan burze duže vrijeme što je vidljivo u Grafovima 2 i 3. Postoji dvije česta brige među poduzetnicima i ulagačima u, prva se odnosi na sumnju da inicijalne javne ponude mogu biti prevare, dok druga uključuje odbojnost prema vanjskoj reviziji. Neki planiraju koristiti alternativne metode izlaska na burzu poput direktnog izlistavanja ili korištenja SPAC-a. Ova promjena u konvencionalnom IPO tržištu je rizična, ali dobrodošla [46]. U Grafu 3 vidljivo je da je Nasdaq imao najviše IPO-a u 2021. godini, dok je LSE imao najmanje. Također, možemo usporediti broj IPO-a između dvije godine i vidjeti da su neke burze imale porast (npr. Nasdaq, NYSE, Hong Kong), a neke pad (npr. Shanghai, Shenzhen, Tokyo) broja IPO-a.



Graf 3: Broj inicijalnih javnih ponuda na odabranim burzama u 2020. i 2021. [47]

4. Hrvatska IPO scena

U Hrvatskoj se inicijalna javna ponuda poduzeća odvija na Zagrebačkoj burzi (ZSE). Međutim, unatoč postojanju IPO aktivnosti, tržište kapitala u Hrvatskoj nije karakterizirano visokom likvidnošću, posebno nakon recesije koja je pogodila gospodarstvo od 2007. godine. Tu su još neki problemi poput visokih troškova trgovanja te nedovoljne educiranosti i svijesti investitora o prednostima ulaganja na tržištu kapitala, a nakon recesije, povjerenje investitora je još uvijek oslabljeno. U sljedećim dijelovima poglavlja detaljnije će se istražiti IPO aktivnosti, izazovi i perspektive tržišta kapitala u Hrvatskoj s naglaskom na poteškoće s likvidnošću i moguće mjere za jačanje tržišne aktivnosti.

4.1. IPO aktivnost na ZSE-u

Uzimajući u obzir povijest posljednjih 15 godina, valja napomenuti da su se neka poduzeća u Hrvatskoj ipak odlučila za IPO. Primjeri takvih poduzeća su Granolio (2014.), tvrtka koja se bavi proizvodnjom i distribucijom prehrambenih proizvoda, Tankerska Next Generation (2015.), koja se bavi prijevozom naftnih derivata, Luka Rijeka (2015.), jedna od najvažnijih luka u Hrvatskoj, Meritus Plus (2019.), poduzeće usmjereno na nekretnine, Ciak Grupa (2020.), vodeća kompanija u regiji u distribuciji rezervnih dijelova i autoopreme te Span (2021.), poznato poduzeće iz sektora informacijske tehnologije [48]. Još jedna hrvatska tvrtka koja planira izaći na tržište putem IPO-a je ENNA grupa, kompanija koja fokus stavlja na poslovne odjele koje čine obnovljivi izvori energije, transport i logistika, te hrana, a predviđa se da će proces izlaska na tržište kapitala trajati oko pet godina [49].

Ovi primjeri IPO poduzeća ukazuju na raznolikost sektora i industrija koje su se odlučile za javnu ponudu kako bi prikupile kapital za podršku daljnjem rastu i razvoju svojih poslovnih aktivnosti. Uz izazove s kojima se susreću na hrvatskom tržištu kapitala, ti primjeri svjedoče o potencijalu za rast i razvoj hrvatske IPO scene. Unatoč tome, važno je napomenuti da su ovi primjeri još uvijek rijetki u usporedbi s ukupnim brojem poduzeća u Hrvatskoj. Ipak, njihov doprinos pokazuje da postoji interes i mogućnosti za poduzeća koja žele koristiti IPO kao način prikupljanja kapitala i ostvarivanja svojih poslovnih ciljeva.

4.2. Izazovi i perspektive za IPO u Hrvatskoj

Iako su se neka poduzeća odlučila za IPO i provela uspješne javne ponude, općenito se može primijetiti da je tržište kapitala u Hrvatskoj relativno slabo razvijeno u usporedbi s drugim

tržištima. U daljnjem razvoju IPO scene, važno je promicati transparentnost, pouzdanost i povjerenje kako bi se privukli novi investitori i osigurala stabilnost i rast tržišta.

Broj dionica na ZSE kontinuirano se smanjuje, a od 2008. do danas, 151 dionica je izvrštena s burze iz raznih razloga poput skupštinskih odluka, stečaja, pripajanja i neispunjavanja obveza transparentnosti. Hrvatsko tržište financiranja i dalje je dominirano bankovnim sektorom, dok poduzeća većinu svojih financijskih potreba zadovoljavaju kroz kredite poslovnih banaka. Pandemija koronavirusa dodatno je otežala mogućnosti poduzeća za financiranje putem tržišta kapitala. S oživljavanjem gospodarske aktivnosti i planiranim oporavkom, očekuje se sve veći broj poduzeća koji će razmatrati alternativne načine prikupljanja sredstava, uključujući grupno financiranje i tržište kriptovaluta. Takve stvari mogle bi dovesti do promjene strukture listanja na ZSE u budućnosti [48].

U Hrvatskoj se još neke tvrtke pripremaju na IPO, a posebno se iščekuje IPO Infobipa i Rimac grupe. Zanimljivo da se u Europi samo 0,2% tvrtki odlučuje za IPO, što je velika razlika u odnosu na ostatak svijeta. Većina osnivača smatra da je najbolji izlazak prodaja udjela strateškom partneru ili prodaja cijelog poslovanja, a Nanobit je najpoznatiji primjer uspješnog izlaska u Hrvatskoj. Infobip, tvrtka koja prelazi iz faze eksponencijalnog u fazu profitabilnog rasta, se i dalje priprema za potencijalni izlazak na burzu putem inicijalne javne ponude unatoč nesigurnosti na tržištu kapitala i globalnim događanjima. Iako trenutno nije idealno vrijeme za podizanje kapitala, Infobip će vjerojatno tražiti nove investicije, posebno u sklopu strateških akvizicija [50], [51].

Glavni razlog za nedovoljan interes domaćih kompanija za izlazak na burzu je činjenica da je financijski sustav u Hrvatskoj još uvijek bankocentričan. Bankovni krediti su lakše dostupni i povoljniji od prodaje dionica. Promjena tog trenda zahtijeva dugotrajan proces, ali postoji napredak u smjeru širenja investicijske baze. Kada se kompanije odluče za izlazak na burzu, često se odlučuju za transakcije s institucionalnim investitorima zbog bržeg zatvaranja transakcije. Međutim, to može rezultirati manjom likvidnošću i gubitkom slobodnog formiranja tržišne cijene. Važno je da izdavatelji i financijski savjetnici prepoznaju prednosti uključivanja široke investicijske baze, uključujući i male ulagače. Iako je načelno jeftinije uzeti bankovni kredit nego prodavati dionice i izaći na burzu, visoka razina zaduženosti čini kapital vrlo rizičnim. Stoga je racionalno razmotriti financiranje putem izdavanja novog kapitala, bilo putem burze ili kroz fondove rizičnog kapitala i privatne investitore [52].

5. Analiza IPO-a poduzeća Span i Snowflake

Oba poduzeća, Span i Snowflake, odabrana su za detaljnu analizu njihovih IPO-a zbog njihove značajnosti na tržištu i specifičnosti njihovih pristupa inicijalnoj javnoj ponudi. Odabir Spana, kao domaće hrvatske tvrtke, dodatno je naglašen kako bi se istaknula važnost domaćih tvrtki i njihov doprinos tržištu kapitala. Span je privukao pažnju zbog svoje izvanredne rastuće prisutnosti u industriji i inovativnih tehnoloških rješenja koja nudi. S druge strane, Snowflake je postao poznat kao vodeći dobavljač rješenja za skladištenje podataka u oblaku i privukao je znatnu pažnju investitora, stoga je njegov IPO također odabran za dublju analizu. Kroz proučavanje njihovih IPO-a možemo dobiti uvid u strategije, rezultate i važnost ovih poduzeća na domaćem i globalnom tržištu.

5.1. Podaci o kompaniji Snowflake

Snowflake je vodeća tvrtka za skladištenje podataka temeljena na oblaku koja nudi inovativna rješenja za upravljanje i analizu podataka. Osnovana u Kaliforniji 2012. godine, od strane Benoita Dagevillea, Thierryja Cruanesa i Marcina Zukowskog, brzo je stekla priznanje za svoju vrhunsku tehnologiju i transformativni pristup upravljanju podacima.

Primarni fokus tvrtke je na revoluciji načina na koji organizacije pohranjuju, obrađuju i analiziraju ogromne količine podataka na skalabilan i učinkovit način. Snowflakeova podatkovna platforma temeljena na oblaku nudi objedinjeno rješenje koje integrira pohranu podataka, obradu i analitiku, omogućujući tvrtkama da brzo izvuku vrijedne uvide iz svojih podataka. Snowflakeova arhitektura dizajnirana je za rukovanje najzahtjevnijim radnim opterećenjima podataka, omogućujući korisnicima da konsolidiraju svoje podatke i s lakoćom izvode složene upite. Jedinstveno odvajanje pohrane i računanja platforme omogućuje skalabilnu izvedbu i optimizaciju troškova, jer korisnici plaćaju samo resurse koje koriste.

Što se tiče njegove prisutnosti na tržištu, Snowflake opslužuje raznolik niz industrija, uključujući financije, zdravstvo, maloprodaju, tehnologiju i još mnogo toga. Njegove napredne mogućnosti skladištenja podataka stekle su popularnost među poduzećima svih veličina, privlačeći klijente od razvojnih do Fortune 500 tvrtki. Sa svojim naglaskom na donošenju odluka temeljenom na podacima i naprednoj analitici, Snowflake je postao preferirani izbor za organizacije koje žele otključati puni potencijal svojih podataka [53].

Snowflake, tvrtka trenutne tržišne vrijednosti od 60 milijardi dolara, se može pohvaliti širokim popisom dioničara, a dominantni su oni institucionalni. Među najvećim vlasnicima, Vanguard Group drži najveći udio od 5,36%, odmah iza njega je Altimeter Capital Management

s 4,73%, a ostali značajni dioničari uključuju Morgan Stanley, BlackRock i Berkshire Hathaway. Od pojedinačnih dioničara najveći udio, od oko 0,2% odnosno 0,05% imaju menadžer Christian Kleinerman te vlasnik i glavni izvršni direktor Frank Slooman [54].

5.1.1. Analiza financijskih izvještaja Snowflakea

Na temelju prikazanih financijskih rezultata u nastavku za razdoblje od 31.1.2020. do 31.1.2023., primjećuje se značajan rast ukupnih prihoda iz godine u godinu. Prihodi su porasli za 173,9% u 2021. godini, 123,6% u 2022. godini te 106% u 2023. godini u odnosu na prethodnu godinu. Ovaj snažan rast ukazuje na uspješnost poslovanja tvrtke u generiranju prihoda. Međutim, gubitak izražen kroz EBIT i neto gubitak također je značajan tijekom istog razdoblja. Gubitak se smanjio iz godine u godinu, ali i dalje je negativan. Neto profitna marža također pokazuje negativan trend, što ukazuje na to da tvrtka trenutno nije profitabilna.

| u tisućama USD | 31.1.2020. | 31.1.2021. | 31.1.2022. | 31.1.2023. |
|--------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Ukupni prihodi | 264.748 | 592.049 | 1.219.327 | 2.065.659 |
| Rast prihoda u odnosu na prethodnu godinu | 173,9% | 123,6% | 106% | 69,4% |
| EBIT | -347.542 | -537.040 | -676.960 | -815.993 |
| Neto dobit ili gubitak | -348.535 | -539.102 | -679.948 | -796.705 |
| Neto profitna marža | -131,7% | -91% | -55,8% | -38,6% |
| Zarada po dionici | -7,77\$ | -3,81\$ | -2,26\$ | -2,5\$ |

Tablica 3: Skraćeni račun dobiti i gubitka Snowflakea za period 2020.-2023. Izrada autora prema [55]

U razdoblju od 31.1.2022. do 31.1.2023., Grupa ostvaruje značajno povećanje neto novca ostvarenog iz poslovnih aktivnosti, što ukazuje na snažnu sposobnost generiranja novčanih tokova iz svog osnovnog poslovanja. Međutim, neto novac korišten u investicijskim i financijskim aktivnostima pokazuje negativne vrijednosti, što ukazuje na ulaganja i odljev novca za akvizicije, investicije i isplatu obveza. To rezultira smanjenjem ukupnog neto novca za razdoblje, što može predstavljati izazov za likvidnost i upravljanje financijama tvrtke.

| u tisućama USD | 31.1.2022. | 31.1.2023. |
|--------------------------------------------------------|------------|------------|
| Neto novac ostvaren u poslovnim aktivnostima | 110.179 | 545.639 |
| Neto novac korišten u ulagačkim aktivnostima | -20.800 | -597.885 |
| Neto novac korišten u financijskim aktivnostima | 178.198 | -92,624 |
| Neto povećanje / smanjenje novca | 267.341 | -145.803 |

Tablica 4: Novčani tok Snowflake za 2022.-2023. Izrada autora prema [55]

5.1.2. Analiza IPO-a Snowflakea

Inicijalnu javnu ponudu Snowflakea na NYSE vodilo je nekoliko istaknutih investicijskih banaka. Vodeći među njima bili su Goldman Sachs, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Allen & Company i Citigroup. Osim toga, bilo je uključeno 18 drugih posrednika, uključujući Credit Suisse, Barclays, Deutsche Bank, Mizuho Securities i Truist Securities. Njihovi zajednički naponi doprinijeli su uspješnosti IPO-a tvrtke [53].

Važnu ulogu u IPO-u imao je Frank Sloatman, glavni izvršni direktor Snowflakea, koji je zavidnu evidenciju pretvaranju ideja u uspješne IPO-e. Sa svojim bogatim iskustvom u iznošenju tvrtki na burzu, Sloatman je vodio Snowflakeov virtualni roadshow tj. prezentaciju usred pandemije Covid-19, impresionirajući ulagače i prikupivši 3,4 milijarde dolara u procesu. Otkako je preuzeo Snowflake 2019., Sloatman je implementirao pristup temeljen na učinku i napravio strateške promjene, uključujući reorganizaciju prodajnog ogranka i fokusiranje na veće kupce. Pod njegovim vodstvom, tržišna kapitalizacija Snowflakea porasla je u trenutku i na 81 milijardu dolara, što je značajno povećanje u odnosu na početnu vrijednost od 4 milijarde dolara. Sloatmanov praktičan, odlučan stil upravljanja i naglasak na pobjedu potaknuli su Snowflake da postane vodeći igrač u industriji skladištenja podataka u oblaku [56].

Prije samog dana IPO-a Snowflake je objavio da će Salesforce i Berkshire Hathaway. djelovati kao glavni investitori, kupujući 500 milijuna dolara vrijednih dionica po IPO cijeni. Ulaganje Warrena Buffetta u IPO bilo je vrijedno pažnje jer se na takav čin ulaganja nije odlučio još od 1956. Podrška ovih istaknutih investitora, koja služi kao način da se osigura potražnja i uvjere drugi potencijalni ulagači, dodatno je potaknula iščekivanje IPO-a Snowflakea, s predviđanjem da će njegova procjena dosegnuti nove visine. Snowflake je povećao svoj IPO

raspon na 100 do 110 dolara po dionici, odražavajući snažnu potražnju institucionalnih ulagača i podižući svoju procjenu na više od 30 milijardi dolara. Indikacije cijene su porasle, a kada je trgovanje konačno započelo, cijena dionice Snowflake otvorila se na 245 USD, više nego udvostručivši IPO cijenu. Mediji su slavili uspjeh Snowflakea, no trgovanje je nakratko zaustavljeno zbog brzog skoka cijene. Kad je trgovanje nastavljeno, dionice Snowflakea dosegle su čak 319 dolara, pojačavajući značaj značajnog porasta prvog dana. Izvršni direktor Frank Slotman osvrnuo se na skok cijena, navodeći da je IPO proces mehanizam otkrivanja cijena i da je ideja prodaje cijele ponude po najvišoj tržišnoj cijeni nerealna [31].



Graf 4: Kretanje cijene dionice tvrtke Snowflake [57]

Od svog IPO-a, tijek cijene dionica Snowflakea svjedočio je značajnoj volatilnosti. Cijena je dostigla vrhunac od nešto više od 400 dolara, ali je od tada cijena pala za 70% u posljednjih šest mjeseci, nakratko čak i ispod IPO cijene od 120 dolara. Cijena se konsolidirala u rangu od 150 do 200 dolara u periodu od srpnja 2022. do srpnja 2023. godine. Pad dionice može se pripisati nekoliko čimbenika, uključujući promjenu načina na koji Snowflake naplaćuje korištenje i razočaravajuće financijske izglede. Međutim, poslovanje Snowflakea ostaje snažno, sa solidnim operativnim pokazateljima i povećanjem broja kupaca koji generiraju značajan prihod na više od njih 200. Tvrtka održava dugoročne prognoze za snažan rast, uključujući cilj od 10 milijardi dolara poslovnih prihoda do fiskalne 2029. godine [58].

5.2. Podaci o kompaniji Span

Span je tvrtka koja se pozicionirala na IT tržištu kroz dugogodišnji razvoj od svog osnutka do danas. Iz samih početaka, tvrtka je prepoznala potencijal integracije tehnoloških rješenja tvrtke Microsoft u poslovne sustave svojih klijenata te je već 1996. godine postala ovlašteni pružatelj Microsoft rješenja u Hrvatskoj. Tijekom godina, tvrtka je nastavila širiti svoje poslovanje i osnivati društva u različitim zemljama poput Slovenije, Sjedinjenih Američkih Država, Ujedinjenog Kraljevstva, Azerbajdžana, Ukrajine, Njemačke i Švicarske. Span se organizacijski dijeli na četiri odjela, a to su upravljanje softverom i licenciranjem, infrastrukturne usluge za poslovanje u oblaku te kibernetičku sigurnost, upravljanje servisima i tehnička podrška te razvoj softvera i drugih poslovnih rješenja. Svaki odjel ima specifičnu ulogu i pruža usluge povezane s IT tehnologijama i rješenjima klijentima koji obuhvaćaju velike multinacionalne kompanije, srednje i velike domaće trgovačke društva te državne institucije [59].

Kada analiziramo vlasničku strukturu tvrtke Span, istaknuta je prisutnost osnivača Nikole Dujmovića koji posjeduje značajan udio od 35,7%. Njegova uloga kao ključnog dioničara jasno označava njegovu posvećenost i utjecaj na poslovanje tvrtke. Osim osnivača, tu se sa značajnijim udjelima ističu još i članovi uprave i nadzornog odbora te financijske institucije odnosno mirovinski fondovi različitih kategorija. U srpnju 2023. tržišna kapitalizacija tvrtke Span iznosi 135 milijuna eura [60].

5.2.1. Analiza financijskih izvještaja Spana

Iz tablice u nastavku se može primijetiti kontinuirani rast ukupnih prihoda tvrtke tijekom razdoblja od 2019. do 2022. godine, s prosječnim godišnjim stopama rasta koje se kreću između 8% i 30%. EBITDA i EBIT pokazuju pozitivne trendove, s rastom tijekom cijelog razdoblja, što ukazuje na poboljšanje operativne profitabilnosti tvrtke. Neto dobit također bilježi značajan rast, dok neto profitna marža pokazuje postupno povećanje. Zarada po dionici također pokazuje povećanje, što ukazuje na pozitivan utjecaj rasta na povrat dioničara tvrtke.

Bilanca Grupe pokazuje pozitivan trend rasta u razdoblju od 31.12.2021. do 31.12.2022. godine. Ukupna aktiva je porasla s 46 664 189 eura na 55 257 499 eura, pri čemu je dugotrajna imovina također značajno povećana. Istovremeno, kapital i rezerve su porasli s 25.715.821 eura na 31.607.778 eura, dok su kratkoročne obveze također pokazale umjeren rast. Koeficijent tekuće likvidnosti Grupa povećao sa 1,78 na 2,03, što omogućuje kompaniji da namiri svoje financijske obveze odnosno da ima dovoljno likvidnih sredstava i kratkoročne imovine koju može brzo pretvoriti u gotovinu.

| u tisućama EUR | 31.12.2019. | 31.12.2020. | 31.12.2021. | 31.12.2022. |
|--------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ukupni prihodi | 62.623 | 81.465 | 103.861 | 116.344 |
| Rast prihoda u odnosu na prethodnu godinu | 19,1% | 30,1% | 21,5% | 8% |
| EBITDA | 4.179 | 1.643 | 6.517 | 9.632 |
| EBIT | 74 | 2.320 | 3.613 | 6.783 |
| Neto dobit ili gubitak | -155 | 999 | 4.007 | 7.030 |
| Neto profitna marža | -0,2% | 1,2% | 3,9% | 6% |
| Zarada po dionici | -0,49€ | 8,15€ | 2,06€ | 3,43€ |

Tablica 5: Skraćeni račun dobiti i gubitka grupe SPAN za period 2019.-2022. Izrada autora prema [59], [61]

| u tisućama EUR | 31.12.2021. | 31.12.2022. |
|---------------------------------------------------------|---------------|---------------|
| AKTIVA | 46.664 | 55.257 |
| Dugotrajna imovina | 11.598 | 16.616 |
| Odgodena porezna imovina | 1.025 | 1.661 |
| Kratkotrajna imovina | 11.664 | 15.942 |
| Novac i novčani ekvivalenti | 18.554 | 18.816 |
| Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi | 3.821 | 2.220 |
| PASIVA | 46.664 | 55.257 |
| Kapital i rezerve | 25.715 | 31.607 |
| Dugoročne obveze | 4.171 | 2.908 |
| Kratkoročne obveze | 14.138 | 16.051 |
| Odgodeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja | 2.638 | 4.689 |

Tablica 6: Bilanca grupe SPAN za 2021.-2022. Izrada autora prema [61]

Grupa ostvaruje pozitivne novčane tokove iz poslovnih aktivnosti, što ukazuje na dobru operativnu učinkovitost i uspješno širenje poslovanja tijekom 2022. godine. Međutim, negativni novčani tokovi iz investicijskih aktivnosti zbog akvizicije i ulaganja u imovinu te negativni novčani tokovi iz financijskih aktivnosti zbog podmirenja obveza i isplate dividende pokazuju da je grupa uložila znatna sredstva u rast i stabilnost, što može dugoročno pružiti povoljne rezultate.

| u tisućama EUR | 31.12.2021. | 31.12.2022. |
|--------------------------------------------------------|-------------|-------------|
| Neto novac ostvaren u poslovnim aktivnostima | 7.404 | 10.474 |
| Neto novac korišten u ulagačkim aktivnostima | -0.833 | -6.322 |
| Neto novac korišten u financijskim aktivnostima | 8.063 | -3.892 |
| Neto povećanje / smanjenje novca | 14.627 | 0.261 |

Tablica 7: Novčani tok grupe SPAN za 2021.-2022. Izrada autora prema [61]

5.2.2. Analiza IPO-a Spana

Span, jedna od istaknutijih hrvatskih IT tvrtki, ostvarila je značajan uspjeh kada je u rujnu 2021. izvršila svoj IPO na Zagrebačkoj burzi. Ovaj povijesni trenutak označio je Span kao prvu domaću IT kompaniju na burzi u posljednjih 20 godina, što je privuklo široku pozornost investitora i tržišta kapitala. IPO Spana rezultirao je impresivnim poslovnim rezultatima. Neto dobit tvrtke porasla je za iznimnih 162%, što je pokazatelj snažne poslovne izvedbe i povjerenja koje je tvrtka stekla među investitorima. Osim toga, Span je tijekom 2022. godine uspješno preuzeo tvrtku Ekobit, što je dodatno ojačalo njegovu poziciju na tržištu.

Span je putem javne ponude prodao svih 578.200 vlastitih dionica (29,5% udjela) po maksimalnoj cijeni od 175 kuna pri čemu je Zagrebačka banka bila agent ponude i uvrštenja odnosno banka posrednik pri emisiji dionica. Taj uspjeh je potaknuo interes više od 1.000 novih dioničara koji su ukupno uložili 101,2 milijuna kuna. Spanov uspjeh u IPO-u također je odražen u interesu domaćih građana koji su činili čak 75% novih dioničara. Unatoč tradicionalnom nepovezivanju s tržištem kapitala, 871 mali ulagatelj, od kojih su 861 fizička osoba i 10 pravnih subjekata, iskazalo je interes za čak 229 300 dionica. Kvalificirani ulagatelji, poput mirovinskih fondova, osiguravajućih društava, banaka i investicijskih fondova, također su pokazali veliki

interes, s ukupno 508 186 traženih dionica. Budući da je interes ulagatelja bio veći od broja ponuđenih dionica, konačan broj kupljenih dionica od strane ulagatelja određen je u skladu s Pravilima alokacije. Konačna raspodjela dionica od strane ulagatelja bila je sljedeća: kvalificirani ulagatelji su stekli 55,9% ponuđenih dionica, mali ulagatelji 35,6%, a zaposlenici Spana putem programa ESOP 8,5%.

Ovaj značajan interes ulagatelja potvrđuje povjerenje u Span kao jednu od vodećih IT tvrtki u Hrvatskoj. Osim što je osnažio svoje poslovanje putem javne ponude, Span je kroz svoj program ESOP ponudio zaposlenicima, a više od polovice zaposlenika, njih 242, iskoristilo je tu priliku za sudjelovanje u vlasništvu tvrtke. Kroz uspješno proveden IPO, Span je postao ključni igrač na hrvatskom tržištu kapitala. Njegovo prisustvo na burzi omogućuje pristup dodatnim izvorima financiranja, jača brend tvrtke te stvara dodatnu vrijednost za dioničare. Spanov izvanredan uspjeh u IPO-u svjedoči o njegovoj snazi i perspektivi te postavlja temelje za daljnji rast i razvoj kao jednog od vodećih IT igrača u regiji.

Tvrtka je isto tako nedavno je dobila nagradu „Rising Star“ koja je dodijeljena za impresivan put uvrštenja, ulazak u CROBEX indeks te napredak u komunikaciji s investitorima. Tvrtka je također provela je istraživanje o utjecaju planova vlasništva nad zaposlenicima (ESOP) na zadovoljstvo zaposlenika. Studija je pokazala da je ESOP dvostruko učinkovitiji od drugih mjera ljudskih resursa u zadržavanju zaposlenika i smanjenju fluktuacije. Zaposlenici koji su sudjelovali u ESOP-u izvijestili su o višim razinama zadovoljstva i snažnijem osjećaju vlasništva. Osim toga, Span je postigao značajan rast cijene dionice i povećao broj dioničara od IPO-a, što je dodatna potvrda uspješnosti njihove poslovne odluke [61].



Graf 5: Kretanje prometa trgovanja i cijene dionice SPAN-a [60]

Dionica Spana doživjela je veliki rast cijene tijekom srpnja 2023., dosegovši vrijednost od 70 eura. Ova vrijednost predstavlja značajan porast u odnosu na prošlogodišnju cijenu, koja se zadržavala na razini od oko 30 eura sve do prosinca 2022. godine, nakon čega je cijena počela stabilno rasti sve do trenutne vrijednosti. Span također provodi strategiju otkupa vlastitih dionica kako bi mogli upravljati dionicama unutar svog ESOP programa, nagrađivati članove Uprave, radnike i povezana društva te iskoristiti mogućnosti eventualnih akvizicija u budućnosti. Ostvareni promet dionicom u 2022. iznosio je 11,24 milijuna eura dok je promet u 2023. samo do 14.7.2023. premašio više od pola ukupnog prometa od izlaska na burzu te je iznosio 16,71 milijuna eura, uz napomenu da je ukupni iznos trgovanja dionicom od IPO 31,93 milijuna eura [60].

6. Zaključak

Odluka o izlasku na tržište kapitala nosi sa sobom brojne prednosti i mogućnosti za pribavljanje dodatnih financijskih sredstava, otvarajući vrata novim poslovnim mogućnostima. Međutim, istovremeno se suočava s visokim troškovima i potencijalnim nedostacima koji proizlaze iz poslovanja javnog društva, a tu su još i mnogi regulatorni zahtjevi za podmiriti. Priprema i proces za izlazak na tržište putem inicijalne javne ponude može biti zahtjevan i dugotrajan te što nekim tvrtkama ne odgovara.

Također, motivi za IPO mogu se razlikovati ovisno o veličini i viziji tvrtke. Postoje i alternative IPO-u koje se sve više javljaju. Opisan je trend izdavanja dionica na američkim burzama, pri čemu je globalni vrhunac po broju IPO-a zabilježen u 2021. godini. Kada je riječ o odabiru burze za izvršenje IPO-a, ta odluka postaje ključna u procesu inicijalne javne ponude. Različite burze imaju svoje specifičnosti i uvjete za IPO, pa je bitno pažljivo razmotriti mogućnosti prije donošenja konačne odluke. Na hrvatskoj IPO sceni zanimljiva je (ne)aktivnost na Zagrebačkoj burzi, kao i izazovi i perspektive za IPO u Hrvatskoj.

Analizom IPO-a tvrtki Snowflake i Span dobiveni su uvidi u njihove strategije, financijske rezultate i važnost na tržištu. Tvrtka Snowflake privukla je znatnu pažnju investitora svojim impresivnim rastom u inovativnim rješenjima, a unatoč negativnim neto dobitima, Snowflake nastavlja bilježiti snažan rast prihoda u troznamenkastim postocima. S druge strane, domaća tvrtka Span, postala je ključni igrač na hrvatskom tržištu kapitala nakon uspješno provedenog IPO-a. Span je ostvario snažan interes ulagatelja, potvrđujući povjerenje u njegovu poslovnu izvedbu i buduće perspektive. Oba IPO-a imala su značajan utjecaj na tržište kapitala i potvrdila su važnost ovih tvrtki u svojim industrijama.

Zaključno, izlazak na tržište putem inicijalne javne ponude može biti izazovan, ali donosi brojne mogućnosti za rast i razvoj tvrtke. Odabir odgovarajuće burze za IPO ključan je korak u tom procesu, dok su Snowflake i Span primjeri tvrtki koje su uspješno provele svoje IPO-ove i postigle značajan uspjeh na tržištu.

Popis literature

- [1] M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, *Financijske institucije i tržište kapitala*. Varaždin: Tiva ; FOI, 2009.
- [2] G. Poitras i M. Geranio, „Trading of shares in the Societates Publicanorum?“, *Explor. Econ. Hist.*, sv. 61, str. 95–118, srp. 2016, doi: 10.1016/j.eeh.2016.01.003.
- [3] L. Petram, „The world’s first IPO“, *The World’s First Stock Exchange*, 15. listopad 2020. <https://www.worldsfirststockexchange.com/2020/10/15/the-worlds-first-ipo/> (pristupljeno 02. srpanj 2023.).
- [4] A. De Jong i W. Legierse, „What causes hot markets for equity IPOs? An analysis of initial public offerings in the Netherlands, 1876–2015“, *Eur. Rev. Econ. Hist.*, sv. 26, izd. 2, str. 208–233, tra. 2022, doi: 10.1093/ereh/heab011.
- [5] G. Campbell, R. S. Grossman, i J. D. Turner, „Before the cult of equity: the British stock market, 1829–1929“, *Eur. Rev. Econ. Hist.*, sv. 25, izd. 4, str. 645–679, stu. 2021, doi: 10.1093/ereh/heab003.
- [6] A. T. Hill, „The First Bank of the United States | Federal Reserve History“, 2015. <https://www.federalreservehistory.org/essays/first-bank-of-the-us> (pristupljeno 28. lipanj 2023.).
- [7] J. Rosenbaum, J. Pearl, J. R. Perella, i J. Harris, *Investment banking: valuation, lbo, m&a, and ipos*, Third edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2020.
- [8] S. Orsag, *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis ; Hrvatska udruga financijskih analitičara (HUFA), 2015.
- [9] *Zakon o tržištu kapitala*, sv. (NN 65/2018). 2018.
- [10] J. R. Ritter, „Initial Public Offerings: Updated Statistics“, *Eugene F Brigh. Dep. Finance Insur. Real Estate Warrington Coll. Bus. Univ. Fla.*, 2023.
- [11] Deloitte i Skadden, *Strategies for going public*, Fifth Edition. 2020. [Na internetu]. Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/audit/deloitte-ch-en-audit-strategies-for-going-public-5th-edition-update.pdf>
- [12] G. Pratap, „Guide to going public“, *EY*, 2023, [Na internetu]. Dostupno na: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations-before-during-and-post-ipo.pdf
- [13] S. Allison, C. Hall, D. McShea, i K. VanYe, *The initial public offering handbook: a guide for entrepreneurs, executives, directors and private investors*, Second edition. St. Paul, MN: Merrill Corp., 2016.
- [14] E. D. Baker, T. J. Boulton, M. V. Braga-Alves, i M. R. Morey, „ESG government risk and international IPO underpricing“, *J. Corp. Finance*, sv. 67, str. 101913, tra. 2021, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2021.101913.
- [15] C. Aghamolla i R. T. Thakor, „IPO peer effects“, *J. Financ. Econ.*, sv. 144, izd. 1, str. 206–226, tra. 2022, doi: 10.1016/j.jfineco.2021.05.055.
- [16] PwC, „Roadmap for an IPO: A guide to going public“, 2013. https://www.pwc.com/mn/en/capital-markets/assets/mn_roadmap_for_ipo_eng.pdf (pristupljeno 16. lipanj 2023.).
- [17] N. Ikeda, „Optimism, divergence of investors’ opinions, and the long-run underperformance of IPOs“, *J. Financ. Mark.*, sv. 64, str. 100800, lip. 2023, doi: 10.1016/j.finmar.2022.100800.

- [18] Y. Zhao, N. Wang, L. Zhang, B. Sun, i Y. Yang, „The greater the investor attention, the better the post-IPO performance? A view of pre-IPO and post-IPO investor attention“, *Res. Int. Bus. Finance*, sv. 63, str. 101789, pros. 2022, doi: 10.1016/j.ribaf.2022.101789.
- [19] N. V. Nguyen, *IPOs, SPACs, & direct listings: what are they? should I invest?* Spring: Nam Nguyen, 2021.
- [20] D. N. Feldman i S. Dresner, *Reverse mergers: taking a company public without an IPO*, 1st ed. New York: Bloomberg Press, 2006.
- [21] C. M. C. Lee, Y. Qu, i T. Shen, „Going public in China: Reverse mergers versus IPOs“, *J. Corp. Finance*, sv. 58, str. 92–111, lis. 2019, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2019.04.003.
- [22] A. Ramkumar, „SPAC Deals Shrink After Speculation Wanes“, *Wall Street Journal*, 20. siječanj 2023. Pristupljeno: 16. lipanj 2023. [Na internetu]. Dostupno na: <https://www.wsj.com/articles/spac-deals-shrink-after-speculation-wanes-11674185893>
- [23] SmartRent, „SmartRent To Go Public in \$2.2 Billion Merger“, 2021. <https://smartrent.com/fifth-wall-acquisition-corp-to-take-smartrent-public-in-2-2-billion-merger/> (pristupljeno 06. srpanj 2023.).
- [24] P. De Andrés, D. Arroyo, R. Correia, i A. Rezola, „Challenges of the market for initial coin offerings“, *Int. Rev. Financ. Anal.*, sv. 79, str. 101966, sij. 2022, doi: 10.1016/j.irfa.2021.101966.
- [25] F. Allen, A. Fatas, i B. Weder Di Mauro, „Was the ICO boom just a sideshow of the Bitcoin and Ether Momentum?“, *J. Int. Financ. Mark. Inst. Money*, sv. 80, str. 101637, ruj. 2022, doi: 10.1016/j.intfin.2022.101637.
- [26] A. Aslan, A. Şensoy, i L. Akdeniz, „Determinants of ICO success and post-ICO performance“, *Borsa Istanb. Rev.*, sv. 23, izd. 1, str. 217–239, sij. 2023, doi: 10.1016/j.bir.2022.10.005.
- [27] J. Adams, „EOS Broke \$4 Billion With Its ICO, Then Things Went Wrong“, *BeInCrypto*, 27. travanj 2023. <https://beincrypto.com/eos-broke-4-billion-ico-went-wrong/> (pristupljeno 06. srpanj 2023.).
- [28] J. Ni i J. Mortensen, „Choosing a stock exchange“, *ipohub*, 24. siječanj 2020. <https://www.ipohub.org/article/choosing-stock-exchange> (pristupljeno 16. lipanj 2023.).
- [29] „Market Statistics - Focus | The World Federation of Exchanges“, 2023. <https://focus.world-exchanges.org/issue/july-2023/market-statistics> (pristupljeno 04. srpanj 2023.).
- [30] A. Hayes, „The NYSE and Nasdaq: How They Work“, *Investopedia*, 2023. <https://www.investopedia.com/articles/basics/03/103103.asp> (pristupljeno 01. srpanj 2023.).
- [31] D. Campbell, *Going public: how Silicon Valley rebels loosened Wall Street's grip on the IPO and sparked a revolution*, First edition. New York, NY: Twelve, 2022.
- [32] N. Asgari, P. Mathurin, i K. Martin, „Why Europe's stock markets are failing to challenge the US“, *Financial Times*, 25. travanj 2023. Pristupljeno: 19. lipanj 2023. [Na internetu]. Dostupno na: <https://www.ft.com/content/790a5990-1d25-45c4-9267-466a92c52e02>
- [33] „Who we are“, 2023. <https://www.londonstockexchange.com/discover/about:blank> (pristupljeno 05. srpanj 2023.).

- [34] „Deutsche Börse Group - Company history“, 2023. <https://deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/deutsche-boerse-group/company-history> (pristupljeno 05. srpanj 2023.).
- [35] A. Cantrill i S. Gopinath, „Germany’s First IPO in Months Disappoints as Ionos Drops“, *Bloomberg.com*, 08. veljača 2023. Pristupljeno: 05. srpanj 2023. [Na internetu]. Dostupno na: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-08/germany-s-ionos-shares-fall-after-debut-in-quiet-ipo-market>
- [36] Statista Research Department, „Number of IPOs in Germany 1990-2022“, *Statista*, prosinac 2022. <https://www.statista.com/statistics/1243310/ipo-number-germany/> (pristupljeno 03. srpanj 2023.).
- [37] „About | euronext.com“, 2023. <https://www.euronext.com/en/about> (pristupljeno 05. srpanj 2023.).
- [38] Statista Research Department, „Number of IPOs: Euronext 2021“, *Statista*, srpanj 2022. <https://www.statista.com/statistics/1242615/number-of-initial-public-offerings-uronext/> (pristupljeno 03. srpanj 2023.).
- [39] H. van der Linde, „A brief history of Asia’s stock markets“, *LinkedIn*, 2021. <https://www.linkedin.com/pulse/brief-history-asias-stock-markets-herald-van-der-linde/> (pristupljeno 05. srpanj 2023.).
- [40] KPMG, „Hong Kong IPO market poised for major rebound in second half of 2023, says KPMG China - KPMG China“, *KPMG*, 03. srpanj 2023. <https://kpmg.com/cn/en/home/media/press-releases/2023/07/hk-ipo-market-poised-for-major-rebound-in-second-half-of-2023.html> (pristupljeno 04. srpanj 2023.).
- [41] T. Hale, K. Wiggins, i H. Lockett, „Foreign banks left out of initial public offerings in China“, *Financial Times*, 11. lipanj 2023. Pristupljeno: 16. lipanj 2023. [Na internetu]. Dostupno na: <https://www.ft.com/content/07a3cfba-33ef-4268-a880-6241e1f791af>
- [42] S.-F. Lo, „Which stock exchanges are more attractive? The competition analysis of listing and trading performance“, *Econ. Model.*, sv. 30, str. 501–509, sij. 2013, doi: 10.1016/j.econmod.2012.09.036.
- [43] PwC, „IPO Watch Europe annual review 2021“, 2022. <https://www.pwc.co.uk/risk/assets/pdf/ipo/ipo-watch-europe-annual-review-2021.pdf> (pristupljeno 18. lipanj 2023.).
- [44] PwC, „Global IPO Watch 2022“, 2023. <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/assets/PwC%20Global%20IPO%20Watch%20-%20Q1%202023.pdf> (pristupljeno 18. lipanj 2023.).
- [45] P. Go, „How do you prepare now for the moment your IPO is ready to take flight?“, *EY*, 28. lipanj 2023. https://www.ey.com/en_gl/ipo/trends (pristupljeno 10. srpanj 2023.).
- [46] „The IPO is being reinvented“, *The Economist*, 2020. Pristupljeno: 16. lipanj 2023. [Na internetu]. Dostupno na: <https://www.economist.com/leaders/2020/08/20/the-ipo-is-being-reinvented>
- [47] Statista Research Department, „Leading global stock exchanges by IPO volume 2021“, *Statista*, prosinac 2021. <https://www.statista.com/statistics/1263460/ipo-number-stock-exchanges-global/> (pristupljeno 02. srpanj 2023.).
- [48] A. Rončević, J. Vuković, i M. Gregorić, „Financiranje poslovanja poduzeća emisijom dionica - pregled i trendovi u Republici Hrvatskoj“, *Obraz. Za Poduzet. - E4E*, sv. 11, izd. 2, str. 119–129, pros. 2021, doi: 10.38190/ope.11.2.5.

- [49] ENNA, „ENNA se priprema za IPO“, 2023. <https://www.enna.hr/enna-se-priprema-za-ipo-orijentira-se-iskljucivo-na-zelenu-agendu-i-pokrece-ciklus-ulaganja-u-zelene-projekte-u-hrvatskoj-vrijedan-vise-od-milijardu-eura-n35> (pristupljeno 05. srpanj 2023.).
- [50] M. Bačelić, „Silvio Kutić (Infobip): Prelazimo iz faze eksponencijalnog u fazu profitabilnog rasta“, 24. studeni 2022. <https://lidermedia.hr/tvrtke-i-trzista/silvio-kutic-infobip-prelazimo-iz-faze-eksponencijalnog-u-fazu-profitabilnog-rasta-146723> (pristupljeno 05. srpanj 2023.).
- [51] K. Zupčić, „Jutarnji list - Pojavili se prvi IPO-i na ZSE-u i NYSE-u, ali mnogi i dalje biraju prodaju“, 11. kolovoz 2022. <https://novac.jutarnji.hr/novac/startup-report/pojavili-se-prvi-ipo-i-na-zse-u-i-nyse-u-ali-mnogi-i-dalje-biraju-prodaju-15233456> (pristupljeno 05. srpanj 2023.).
- [52] T. Pili, „Budućnost IPO-a: Burza čeka kompanije bez mnogo duga“, *Poslovni.hr*, veljača 2023. <https://www.poslovni.hr/burze/buducnost-ipo-a-burza-ceka-kompanije-bez-mnogo-duga-4378317> (pristupljeno 05. srpanj 2023.).
- [53] Snowflake, „Snowflake Prospectus“, *Unites States Securities and Exchange Commission S-1 obrazac*, 2020. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1640147/000162828020013010/snowflakes-1.htm> (pristupljeno 16. lipanj 2023.).
- [54] „SNOW - Snowflake Inc. Shareholders“, *CNNMoney.com*, 2023. <https://money.cnn.com/quote/shareholders/shareholders.html?symb=SNOW&subView=institutional> (pristupljeno 11. srpanj 2023.).
- [55] Snowflake, „SNOWFLAKE INVESTOR DAY 2023“, 27. lipanj 2023. https://s26.q4cdn.com/463892824/files/doc_presentations/2023/Investor-Day-2023-vF.pdf (pristupljeno 01. srpanj 2023.).
- [56] A. Konrad, „The Outsider: How CEO-For-Hire Frank Sloatman Turned Snowflake Into Software’s Biggest-Ever IPO“, *Forbes*, 01. veljača 2021. <https://www.forbes.com/sites/alexkonrad/2021/02/01/the-outsider/> (pristupljeno 10. srpanj 2023.).
- [57] „SNOW Stock Price & Charts“, 2023. <https://ycharts.com/companies/SNOW> (pristupljeno 10. srpanj 2023.).
- [58] E. J. Savitz, „Snowflake Stock Looks Attractive—2 Years After Its Crazy IPO“, 2022. <https://www.barrons.com/articles/snowflake-stock-price-buy-51653691958> (pristupljeno 16. lipanj 2023.).
- [59] SPAN, „SPAN“, *Prospekt u vezi s javnom ponudom i uvrštenjem dionica na uređeno tržište*, 2021. <https://www.span.eu/media/cksjwagk/prospekt-span.pdf> (pristupljeno 16. lipanj 2023.).
- [60] ZSE, „SPAN d.d.“, 2023. <https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRSPANRA0007> (pristupljeno 10. srpanj 2023.).
- [61] SPAN, „SPAN godišnje izvješće za 2022. g.“, 2023. <https://www.span.eu/hr/media/span-godisnje-izvjesce-2022/> (pristupljeno 02. srpanj 2023.).

Popis tablica i grafova

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tablica 1: Prednosti i nedostaci za IPO. | 11 |
| Tablica 2: Tržišna kapitalizacija i broj tvrtki na izabranim burzama | 16 |
| Tablica 3: Skraćeni račun dobiti i gubitka Snowflakea za period 2020.-2023. | 28 |
| Tablica 4: Novčani tok Snowflake za 2022.-2023. | 29 |
| Tablica 5: Skraćeni račun dobiti i gubitka grupe SPAN za period 2019.-2022..... | 32 |
| Tablica 6: Bilanca grupe SPAN za 2021.-2022. | 32 |
| Tablica 7: Novčani tok grupe SPAN za 2021.-2022. | 33 |
| | |
| Graf 1: Postotak IPO-a s negativnim EPS-om i postotak tehnoloških dionica, 1980.- 2022. | 23 |
| Graf 2: Prikaz broja i prihoda IPO-a u svijetu 2019. - H1 2023. | 24 |
| Graf 3: Broj inicijalnih javnih ponuda na odabranim burzama u 2020. i 2021. | 24 |
| Graf 4: Kretanje cijene dionice tvrtke Snowflake | 30 |
| Graf 5: Kretanje prometa trgovanja i cijene dionice SPAN-a | 34 |