

Vodič za financiranje putem tržišta kapitala

sandbox PutNaTržište



Vodič za financiranje putem tržišta kapitala

sandbox PutNaTržište

SADRŽAJ

1. Uvod	3
2. Što je tržište kapitala?	3
3. Koje su glavne prednosti tržišta kapitala?	4
4. Koji su oblici financiranja putem tržišta kapitala?	5
5. Zašto odabrati financiranje putem tržišta kapitala?	5
6. Zašto odabrati financiranje putem <i>private equityja</i> i <i>venture capitala</i> ?	10
7. Kada odabrati financiranje putem IPO-a?	14
8. Kada odabrati financiranje putem izdavanja obveznice?	21

1. UVOD

Ovaj kratki vodič pripremljen je kako bi pomogao društvima da se upoznaju s mogućnostima financiranja putem tržišta kapitala i njihovim prednostima i nedostacima, s ciljem da se društvima približe i drugi načini financiranja osim klasičnog bankarskog financiranja te potakne rast, razvoj i likvidnost tržišta kapitala.

2. ŠTO JE TRŽIŠTE KAPITALA?

Tržište kapitala predstavlja dio financijskog tržišta, a obuhvaća trgovinu financijskim instrumentima na uređenom tržištu i izvan njega. Regulirano je Zakonom o tržištu kapitala i Zakonom o preuzimanju trgovačkih društava te, u određenim segmentima, Zakonom o trgovačkim društvima.

Zakon o tržištu kapitala uređuje sljedeća područja:

- odobrenje za rad i poslovanje investicijskog društva i drugih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga i inicijalni kapital investicijskog društva
- odobrenje za rad i poslovanje tržišnog operatera, uređenog tržišta i mjesta trgovanja
- odobrenje za rad i poslovanje pružatelja usluge dostave podataka
- uvjete za ponudu vrijednosnih papira javnosti i uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište
- obveze u vezi s objavljivanjem informacija o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište
- zabranu zlouporabe tržišta
- pohranu financijskih instrumenata te poravnanje i namiru poslova s financijskim instrumentima
- suradnju nadležnih tijela i ovlasti
- obveze i postupanje Hanfe pri provođenju toga zakona.

Zakon o preuzimanju dioničkih društava uređuje:

- uvjete za davanje ponude za preuzimanje ciljnih društava
- postupak preuzimanja, prava i obveze sudionika u postupku preuzimanja te
- nadzor postupka preuzimanja ciljnih društava.

Financijski instrumenti na tržištu kapitala su:

- prenosivi vrijednosni papiri (dionice i obveznice - kratkoročne i dugoročne),
- instrumenti tržišta novca (kratkoročni financijski instrumenti)

- udjeli u subjektima za zajednička ulaganja (npr. udjeli u fondovima)
- izvedenice.

Najčešće se na tržištu kapitala trguje dionicima i obveznicama. Dionice su vlasnički vrijednosni papiri, koji predstavljaju udio u vlasništvu dioničkog društva. Obveznice su dužnički vrijednosni papiri, koji predstavljaju dugovanje određenog novčanog iznosa uvećanog za kamatu. Dužnički vrijednosni papiri mogu biti kratkoročni i dugoročni, ovisno o tome je li dospijeće duga kraće ili duže od godinu dana.

Kad govorimo o tržištu kapitala ključna je transparentnost, koja podrazumijeva da su podaci potrebni za donošenje utemeljene investicijske odluke dostupni svima na jednak način.

Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj su sljedeći:

- ulagatelji u financijske instrumente (građani, trgovačka društva, investicijski i mirovinski fondovi, društva za osiguranje, kreditne institucije (banke) i dr.)
- posrednici u trgovini – investicijska društva (brokerska društva), kreditne institucije i ostali
- izdavatelji financijskih instrumenata
- Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb (SKDD) kao središnji depozitorij vrijednosnih papira
- SKDD-CCP Smart Clear d.d. za pružanje usluga središnje druge ugovorne strane (SKDD-CCP)
- Zagrebačka burza d.d. Zagreb.

3. KOJE SU GLAVNE PREDNOSTI TRŽIŠTA KAPITALA?

Glavne su prednosti tržišta kapitala:

- financiranje ekonomije

Tržišta kapitala nude kontinuiranu dostupnost sredstava za financiranje, povezujući poduzetnike, štediše i ulagatelje, olakšavajući namiru transakcija, potičući navike štednje te usmjeravajući dio štednje u nove i privlačne investicijske prilike. Takav proces doprinosi financiranju gospodarstva, istodobno poboljšavajući učinkovitost alokacije kapitala, podupirući inovacije i olakšavajući poduzetništvo.

- promocija likvidnosti na tržištima

Tržišta kapitala pružaju mogućnost ulaganja u vrijednosne papire s različitim profilima rizika, čime se zadovoljavaju različite preferencije ulagatelja. U skladu s tim, tržišta kapitala olakšavaju kretanje kapitala i likvidnosti jer omogućuju ulaganje i dezinvestiranje putem kupnje i/ili prodaje vrijednosnih papira na tržištu. Poduzetnici na tržištu kapitala mogu smanjiti vlastiti rizik time što dio svoje poslovne imovine pretvaraju u likvidna sredstva.

- omogućavanje alternativnog financiranja

Tržišta kapitala smanjuju transakcijske i informacijske troškove za izdavatelje i ulagatelje te pružaju alternativni izvor financiranja koji se može koristiti uz klasično bankovno financiranje.

- učinkovito utvrđivanje cijena

Tržišta kapitala omogućuju određivanje cijena financijskih instrumenta tako što se cijene formiraju usklađivanjem ponude i potražnje, koje su (gotovo) trenutačno prisutne na temelju dostupnih informacija o poduzetnicima. Na trgovinskim platformama formiranje cijena odvija se u stvarnom vremenu za financijske instrumente kojima se aktivno trguje.

4. KOJI SU OBLICI FINANCIRANJA PUTEM TRŽIŠTA KAPITALA?

Financiranje putem tržišta kapitala uključuje javnu ili privatnu ponudu vrijednosnih papira na uređenom tržištu ili multilateralnoj trgovinskoj platformi (uključujući i izdavanje vlasničkih vrijednosnih papira (dionica) i dužničkih vrijednosnih papira (obveznica), venture capital financiranje, private equity financiranje, razna hibridna financiranja i ostale oblike financiranja.

5. ZAŠTO ODABRATI FINANCIRANJE PUTEM TRŽIŠTA KAPITALA?

Glavna je prednost financiranja na tržištu kapitala mogućnost prikupljanja većih iznosa sredstava na dugi rok (posebno u slučaju izdanja vlasničkih vrijednosnih papira s obzirom na to da kapital nema rok dospijeca), uz dugoročno gledano povoljnije uvjete.

U odnosu na trošak bankovnog kreditiranja, iako su inicijalni troškovi realizacije ovog oblika financiranja (troškovi izdavanja vrijednosnih papira) nešto viši, oni su uglavnom fiksni i administrativni, pa se relativno troškovno opterećenje smanjuje s veličinom investicije koja se na tržištu financira.

Uz financiranje pribavljeno s tržišta kapitala, bilo isključivo bilo kao nadopuna bankovnom financiranju, društvo se može brzo razvijati, preuzimati nove projekte i/ili se geografski širiti uz fleksibilnije i učinkovitije modele financiranja. Ove prednosti također donose mogućnost značajnog povećanja vrijednosti vašeg brenda među klijentima, dobavljačima i drugim dionicima.

Ovakva se vjerodostojnost obično doživljava kao predanost društva većoj dosljednosti, točnosti i sigurnosti. U slučaju vlasničkog kapitala (*equity*), društvo može biti financirano uz istodobno smanjenje poluge, čime se ublažava negativan utjecaj na financijske pokazatelje i rizik dospijeca povezan s portfeljem u potpunosti sastavljenim od zajmova. Nadalje, financiranje putem tržišta kapitala omogućava uravnoteženje rizika, što će poboljšati rizični profil poslovanja i omogućiti bolje upravljanje gospodarskim ciklusima.

Financiranje putem tržišta kapitala također je dobra opcija iz perspektive okolišnih, društvenih i upravljačkih (ESG) standarda jer potiče usklađivanje politika društva s najboljom tržišnom praksom u tim područjima. Tržišta kapitala mogu se vrlo dobro prilagoditi specifičnim karakteristikama svakog poduzeća te nude veliku fleksibilnost u pogledu cijene i dospijeca, kao i pristup široj bazi ulagatelja. Osim toga, mogu ponuditi financiranje inovacijskih projekata čiji se rizični profil ne uklapa u tipične modele odobravanja bankovnih kredita. Nadalje, zahvaljujući širokom rasponu dostupnih instrumenata financiranja, poduzeća dobivaju više alternativnih mogućnosti financiranja, poduzetnici mogu povećati likvidnost svoje osobne imovine i smanjiti rizik, dok ulagatelji na tržištima kapitala diversificiraju svoje portfelje i financijski rizik. Financiranje putem tržišta kapitala također pokreće pozitivan ciklus između poduzetnika, poduzeća i ulagatelja.

Za društva koja traže financiranje putem tržišta kapitala, proces planiranja i pripreme za pristup tržištu kapitala donosi brojne koristi jer omogućuje upravi društva da dublje analizira strategiju te primi vrijedne povratne informacije od tržišnih sudionika o novim perspektivama, što u konačnici postavlja temelje za bolje donošenje odluka. Te će se povratne informacije dobivati ne samo tijekom procesa, nego i nakon njega, otvarajući kanale komunikacije s dionicima, uključujući ulagatelje, analitičare i medije. Uz to, zahtjevi za izvještavanje i korporativno upravljanje koji proizlaze iz ulaska na tržište potaknut će veću profesionalizaciju, učinkovitost i transparentnost, privlačeći pažnju postojećih i potencijalnih novih ulagatelja. Kao posljedica povećane transparentnosti, imidž i

ugled društva, nacionalno i međunarodno, bit će dodatno ojačani, kao i njegova vjerodostojnost kod klijenata, dobavljača, poslovnih partnera i financijskih institucija.

Pristup financiranju putem tržišta kapitala omogućuje društvu prikupljanje sredstava iz široke baze ulagatelja. Osim toga, pristup tržišnom financiranju pozitivno utječe na uvjete pod kojima društvo može dobiti dodatno financiranje, uključujući i bankovno, jer osnažuje položaj društva prema financijskim institucijama, što može rezultirati nižim troškovima zaduživanja zahvaljujući manjoj percepciji rizika. Nadalje, diversifikacija ulagatelja (u slučaju duga) obično smanjuje trošak financiranja zbog relativno niže koncentracije rizika druge ugovorne strane. Prisustvo na tržištima kapitala također društvu donosi veću prepoznatljivost, vjerodostojnost i prestiž jer se takva odluka doživljava kao potvrda predanosti društva većoj dosljednosti, točnosti i sigurnosti, što zauzvrat poboljšava sposobnost društva da poveća tržišni udio, uđe na nova tržišta te privuče i zadrži kvalitetne zaposlenike.

Iako bi odluka o pristupu tržišnom financiranju trebala proizaći iz temeljitog razumijevanja koraka procesa te najbolje prakse u postupanju s ulagateljima, regulatorima, medijima i javnom pažnjom, jedan od prvih koraka trebala bi biti dubinska analiza koristi koje takav proces može donijeti.

Potencijalne koristi od financiranja putem tržišta kapitala su sljedeće:

- **pristup širokoj bazi ulagatelja**

Omogućuje pristup široj zajednici ulagatelja, što znači pronalazak onih čiji su interesi usklađeni s dugoročnom strategijom i ciljevima društva. Financiranje putem tržišta kapitala pruža alternative i veću fleksibilnost upravi društva, omogućujući joj da provodi dugoročnu strategiju koja će maksimizirati dugoročnu vrijednost.

Bazu ulagatelja obično čine privatni ulagatelji (primjerice investicijski fondovi ili društva za osiguranje), koji često donose dodatna upravljačka znanja te profesionalniji pristup poslovanju.

- **olakšana internacionalizacija**

Proces izlaska na burzu i ulaska na tržište kapitala olakšava međunarodnu ekspanziju poduzeća jer društvu pruža veću prepoznatljivost, vjerodostojnost i prestiž, uz istodobno povećanje vidljivosti među klijentima, dobavljačima te domaćim i stranim ulagateljima.

- **pristup i diversifikacija izvora financiranja**

Omogućuje društvu pristup financiranju ne samo u trenutku inicijalne ponude, već i kasnije putem jednostavnijih sekundarnih ponuda jer društvo koristi iskustvo stečeno u inicijalnoj ponudi i informacije dobivene od trećih strana.

Lakši pristup financiranju na tržištima kapitala nakon izlaska na burzu općenito omogućuje društvu prikupljanje sredstava na učinkovitiji način i uz niže troškove. Nudi i pristup fleksibilnijim financijskim instrumentima, čime društvo dobiva veću slobodu da svoju strategiju financiranja prilagodi specifičnim potrebama poslovanja u svakom trenutku.

Pruža alternativne oblike financiranja kroz različite izvore tržišta kapitala, čime se poboljšava učinkovitost procesa financiranja i izbjegava ovisnost o jednom izvoru (npr. bankarskom sustavu), dok se istodobno povećava otpornost smanjenjem financijskog rizika. Tržišta su manje izložena sistemskom riziku i nisu izravno povezana s bankovnom platnom infrastrukturom, što znači da je u nekim slučajevima tijekom gospodarske krize lakše i povoljnije pribaviti sredstva na tržištima kapitala nego zaduživanjem kod financijskih institucija.

Osim toga, bankovno financiranje često podrazumijeva veća ograničenja za upravljanje nego financiranje putem tržišta kapitala. Bankarski dug često uključuje restriktivne kovenante, koji smanjuju operativnu fleksibilnost (kovenanti su pravno obvezujući uvjeti kojih se dužnik mora pridržavati, bilo trajno bilo pri poduzimanju određene radnje).

- **poboljšana likvidnost**

Vrijednosni papiri kojima se trguje, bilo rjeđe bilo češće, u svakom trenutku daju naznaku svoje vrijednosti, što se odražava u tržišnoj cijeni. Ta je cijena također rezultat interakcije ponude i potražnje u tom trenutku. Kada su ove cijene poznate, što je uobičajeno u transakcijama koje se provode na uređenim tržištima, postoji veća transparentnost prema trećim stranama u pogledu vrijednosti koju kupci i prodavatelji pridaju vrijednosnim papirima.

Ova transparentnost može potaknuti veću likvidnost tako što motivira veći broj kupaca i prodavatelja, ovisno o njihovoj investicijskoj ili dezinvesticijskoj strategiji, da kupe ili prodaju vrijednosne papire po fer cijeni. Time se povećava vjerojatnost da će svaki ulagatelj brže pronaći raspoloživu drugu ugovornu stranu za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira. Ova okolnost, svojstvena tržištima kapitala, također donosi korist poduzetnicima jer im omogućuje smanjenje rizika povezanog s visokom koncentracijom njihove imovine.

Visoka likvidnost i jednostavnost trgovanja čine uvrštene vrijednosne papire pogodnijima za korištenje kao kolateral u drugim financijskim transakcijama (npr. bankovnom financiranju).

Uz to, ova potencijalno veća likvidnost omogućuje i stvaranje programa poticaja za zaposlenike. Kada su ti programi zasnovani na dionicama, uključujući opcijske planove i druge oblike bonusa ili nagrada, njihova likvidnost i jednostavnost trgovanja pomažu u privlačenju i zadržavanju zaposlenika u organizaciji, dok ujedno potiču dugoročnu posvećenost i motivaciju zaposlenika, bez stvaranja neposrednih dodatnih troškova. Primjerice, mnoga uspješna društva uključuju opcijske planove u politiku nagrađivanja, dajući zaposlenicima mogućnost kupnje dionica društva (uz popust) kako bi se potaknula njihova posvećenost srednjoročnim i dugoročnim poslovnim rezultatima.

- **veća učinkovitost i transparentnost**

Zahtjevi transparentnosti, izvještavanja i korporativnog upravljanja na javnim tržištima kapitala potiču veću i kontinuiranu profesionalizaciju unutar poduzeća, uključujući bolje interne procese kontrolinga i izvještavanja.

Otvorena komunikacija s ulagateljima, analitičarima i medijima pruža priliku za dobivanje vrijednih povratnih informacija koje mogu pomoći upravljačkom timu u određivanju najboljeg načina upravljanja društvom i smjera kojim treba ići.

- **tržišna vrijednost**

Vrijednost društava koja se financiraju putem tržišta kapitala obično je lakše utvrditi, što predstavlja prednost za većinu njihovih poslovnih partnera (npr. klijente, dobavljače, ulagatelje). Ova se okolnost može povezati i s činjenicom da je oportunitetni trošak analize i ulaganja u društvo koje nije prošlo proces financiranja putem tržišta kapitala (jer se oslanjalo isključivo na bankovno financiranje) relativno veći. U usporedivim situacijama tržišna bi vrijednost poduzeća financiranog na tržištima kapitala stoga bila viša.

Ovakvim očekivanjima pridonose i potencijalno viša likvidnost te dostupnost informacija, što zajedno snižava percipirani rizik. U pravilu, ulagatelji zahtijevaju dodatni prinos pri ulaganju u poduzeća koja nisu podložna obvezama objave informacija kako bi se nadoknadio veći rizik povezan s nedostatkom dostupnih informacija.

- **veća vidljivost i poboljšani imidž**

Ekonomski akteri znaju da proces izdavanja financijskih instrumenata zahtijeva visoku razinu organiziranosti i internih kontrola u društvu. Ovo općepoznato razumijevanje dodatno povećava vidljivost i prestiž društva, kako na domaćem tako i na međunarodnom tržištu, povećavajući njegovu vjerodostojnost među klijentima, dobavljačima, poslovnim partnerima, zaposlenicima i financijskim institucijama. Izlazak na burzu dodatno pojačava taj učinak jer na taj način društvo dobiva i veću medijsku prisutnost.

6. ZAŠTO ODABRATI FINANCIRANJE PUTEM *PRIVATE EQUITYJA* I *VENTURE CAPITALA*?

Private equity (PE) obično osigurava srednjoročni do dugoročni vlasnički i dužnički kapital s ciljem podrške rastu i uspjehu poduzeća. Ako se želi pokrenuti poslovanje, proširiti ga, ući u nove segmente poslovanja, otkupiti dio matičnog društva, provesti restrukturiranje ili revitalizirati poduzeće, *private equity* može u tome pomoći.

Private equity financiranje značajno se razlikuje od zaduživanja kod kreditora, poput banke. Kreditori imaju zakonsko pravo na naplatu kamate i povrat glavnice, neovisno o uspješnosti poslovanja.

Private equity ulaže se u zamjenu za udio u vlasništvu društva, a povrati ulagateljima, kao dioničarima, ovisi o rastu i profitabilnosti poslovanja društva. Stoga PE ulaganje podrazumijeva prethodni dubinski pregled (*due diligence*) te određene mehanizme zaštite ulaganja (npr. u pogledu procesa donošenja odluka u društvu i prijenosa udjela).

Private equity financiranje podrazumijeva ulaganje privatnih investicijskih fondova u društva koja nisu uvrštena na burzu. Fond ulaže kapital u zamjenu za vlasnički udio u društvu, s ciljem rasta i širenja poslovanja, restrukturiranja i povećanja profitabilnosti, pripreme za izlazak na burzu, odnosno inicijalnu javnu ponudu (IPO) i omogućavanja izlaska postojećim ulagateljima.

Venture capital (VC) oblik je *private equityja* (fondovi rizičnog kapitala) i vrsta financiranja usmjerena posebno na poduzeća u vrlo ranoj fazi razvoja (*seed, startup*) te na mala poduzeća s visokim potencijalom rasta, u kojem slučaju je osobito pogodna za unaprjeđenje i razvoj poslovanja, promjenu veličine društva, eventualno lansiranje novih proizvoda i slično. Ova vrsta ulaganja zahtijeva odgovarajuću razinu informacija jer je rizičnija. Stoga VC ulagatelji traže visoki potencijal povrata kako bi kompenzirali visoki rizični profil ovih poduzeća (npr. onih

koja su tek na početku svojeg ekonomskog životnog ciklusa i kod kojih je stopa potencijalnog neuspjeha visoka).

VC fondovi također mogu biti dobar način za smanjenje poslovnih rizika jer su tu uključeni profesionalci koji omogućuju pristup drugim stručnjacima, pružaju savjete i podršku na temelju svojeg iskustva u upravljanju drugim poduzećima koja su također bila u ranim fazama razvoja (bilo poslovanja, projekta ili proizvoda).

VC financiranje uključuje razne vrste vrijednosnih papira, ovisno o prirodi ulaganja. Najčešći su vrijednosni papiri konvertibilne obveznice, SAFE ugovori i povlaštene dionice.

Vrsta instrumenta koju ulagatelj odabere ovisi o raznim čimbenicima povezanim s poduzećem i tolerancijom na rizik ulagatelja.

Konvertibilne obveznice hibridni su financijski instrumenti koji kombiniraju karakteristike obveznica i dionica. Vlasnici imaju pravo, ali ne obvezu, pretvoriti obveznice u unaprijed određeni broj dionica istog društva po fiksnoj cijeni konverzije tijekom određenog vremenskog razdoblja. Konvertibilne obveznice nude redovite kamatne isplate kao tradicionalne obveznice, ali s dodatnom opcijom konverzije u dionice ako cijena dionice poraste iznad konverzijske cijene. Ova fleksibilnost čini ih privlačnima ulagateljima koji žele sigurnost obveznica s potencijalom rasta dionica. Za razliku od konvertibilne obveznice, kao vrste konvertibilnog duga, postoji i konvertibilni zajam, kao kratkoročni dug koji se preračunava u vlasnički udio, najčešće u sljedećem investicijskom ciklusu te je on ugovorna konstrukcija. Glavna je prednost konvertibilnog zajma to da ulagatelj i društvo u koje se ulaže ne moraju odmah odrediti vrijednost društva. Vrijednost će se procijeniti u sljedećem ciklusu financiranja kada će biti dostupno više podataka.

SAFE ugovor (engl. *Simple Agreement for Future Equity*) investicijski je instrument razvijen kako bi omogućio *startupima* i inovativnim poduzećima da brzo i efikasno prikupe kapital u ranoj fazi bez složenih pravnih i financijskih procedura. SAFE ne predstavlja zajam, već pravno obećanje ulagatelju da će za svoj ulog dobiti vlasničke udjele u trenutku kada se ostvare određeni uvjeti (tzv. *trigger* događaji). Ulagatelj ulaže sredstva uz očekivanje da će pri sljedećem ciklusu financiranja, inicijalnoj javnoj ponudi (IPO) ili prodaji poduzeća dobiti udjele po unaprijed definiranim povoljnijim uvjetima. Ti uvjeti definiraju se putem dvaju mehanizama: diskontne stope (engl. *discount rate*) i ograničenja valuacije (engl. *valuation cap*). U praksi se SAFE sklapa kao ugovor s uvjetovanom konverzijom koji uključuje:

- izjavu volje o budućem stjecanju poslovnog udjela
- uvjetovanu obvezu izdavanja poslovnih udjela u budućnosti
- dodatak o pravnom učinku u trenutku *trigger* događaja.

SAFE nije prikladan za dionička društva (d.d.) bez detaljnog statutarно-pravnog uređenja, ali se može prilagoditi za društva s ograničenom odgovornošću (d.o.o.) uz dopunske klauzule.

Povlaštene dionice su dionice koje su povlaštene u odnosu na obične jer imaju prioritet u naplati dividende i u likvidacijskoj masi poduzeća. Ova vrsta dionica često se koristi od strane ulagatelja rizičnog kapitala u kasnijim fazama poslovanja i ima niz prednosti u usporedbi s običnim dionicama. Dva su glavna razloga zbog kojih bi ulagatelji rizičnog kapitala mogli odabrati povlašteni kapital umjesto običnog kapitala:

- 1) njegov senioritet u odnosu na obične dionice i
- 2) povlašteni kapital može uključivati pregovarajuće odredbe poput dodatnih prava glasa.

Povlaštene dionice smatraju se nadređenima u odnosu na obične dionice u slučaju likvidacije ili prodaje društva. To znači da će, ako je društvo u koje je VC fond uložio prisiljeno na likvidacijski scenarij (ili izađe po nižoj cijeni nego što se očekivalo), vlasnici povlaštenih dionica biti isplaćeni prije običnih dioničara (iako i dalje iza vjerovnika).

PE fondovi često donose i dodatnu vrijednost: stručnost, mrežu kontakata i profesionalizaciju upravljanja.

Neke su od glavnih prednosti financiranja putem *private equityja*:

- **značajni iznosi kapitala**

PE fondovi raspolažu značajnim iznosima kapitala i mogu osigurati sredstva potrebna za poticanje rasta. Iznosi ulaganja mogu biti veliki i pokriti kapital potreban za velike projekte, poput ulaska na nova tržišta, izgradnje novih pogona, kupnje nove opreme, pokretanja velikih marketinških kampanja ili istraživanja i razvoja novih proizvoda.

Uobičajeno je i da, tijekom vremena, više od jednog VC fonda financira poslovanje, bilo radi diversifikacije rizika bilo radi povećanja veličine dostupnog kapitala.

- **stručnost i poslovne veze**

Sama činjenica da je društvo meta PE ulaganja može privući više zaposlenika, osobito onih kvalitetnijih. Osim toga, PE fondovi mogu se lako povezati s drugim stručnjacima, koji mogu pomoći u ostvarenju ciljeva rasta, bez obzira na to radi li se o izbjegavanju pogrešaka koje su drugi napravili u sličnim situacijama, ulasku na nova tržišta ili segmente kupaca, pokretanju *online* distribucije ili zadovoljenju neke druge ključne potrebe za razvoj poslovanja.

Pored toga, PE fondovi imaju snažnu mrežu u poslovnoj zajednici i mogu podržati društva u pronalaženju novih prilika. Korištenje ovih mreža može donijeti značajne koristi.

- **usklađeni poticaji**

Od trenutka kada PE fond uloži u vlasnički udio poduzeća (ili poslovanja) on postaje dioničar i time dijeli odgovornost za način na koji se sredstva primjenjuju te sudjeluje u povratu ulaganja. Kao takvi, PE fondovi spremni su uključiti se i intervenirati u poslovanje, nudeći svoje vještine, stručnost i pristup korisnim poslovnim kontaktima.

Njihovo uključivanje može biti iznimno vrijedno u donošenju ključnih poslovnih odluka i razvoju učinkovite strategije, omogućujući vam da iskoristite njihovo znanje i iskustvo. Otvaranje vlasničke strukture PE fondovima poduzetnicima omogućuje i smanjenje individualnog financijskog rizika jer se smanjuje koncentracija njihovih ulaganja i imovine.

- **prethodna faza za IPO**

PE financiranje može biti korak koji prethodi inicijalnoj javnoj ponudi jer priprema društvo za javnu izloženost zato što:

- povećava broj ulagatelja i dionika u društvu, što obično doprinosi većoj raznolikosti znanja, kompetencija i konkurentnosti
- ulaganje PE fonda dovodi do profesionalizacije menadžerskog tima
- PE ulagatelji uvode najbolje prakse u pogledu operativnog poslovanja i korporativnog upravljanja
- PE ulagatelji zahtijevaju uspostavu sustava izvještavanja i disciplinu potrebnu za redovito prezentiranje rezultata društva.

Stručnost PE fonda može također biti korisna za povećanje vrijednosti društva prije IPO-a te za navigaciju kroz proces javne ponude.

7. KADA ODABRATI FINANCIRANJE PUTEM IPO-A?

Tijekom puta prema tome da postane javno društvo, organizacija društva mora se pripremiti ne samo za ključni trenutak IPO ceremonije, zvuk zvona koji označava početak trgovanja, nego i za potpuno novu fazu korporativnog života nakon što se IPO dovrši. Upravo zato oni koji nadmašuju tržište tretiraju IPO kao dugoročni transformacijski proces, odnosno IPO putovanje.

Prednosti izlaska na tržište kapitala su sljedeće:

- **snažan rast društva**
- **PE ili VC: pritisak na izlazak i zrelost investicije**
- **trendovi konsolidacije**
- **IPO konkurenti**
- **prvi pokretač i inovator**
- **predvodnik i inovator u industriji**
- **nova generacija ili nasljednik**
- **nova otvorenost i veća javna vidljivost.**

Prednosti IPO-a	Opis
Snažan rast društva	prikupljeni kapital omogućuje širenje poslovanja i povećanje tržišnog udjela
Nove investicije	privlačenje institucionalnih i individualnih ulagatelja
Rast brenda i vidljivosti	povećanje prepoznatljivosti i povjerenja na tržištu
Privlačenje i zadržavanje zaposlenika	moгуćnost opcija na dionice motivira dugoročnu suradnju
Akvizicije	pristup kapitalu olakšava preuzimanje konkurentskih tvrtki
Povećanje kapitala	osigurava financijsku stabilnost i fleksibilnost

Prednosti i izazovi IPO-a:

Prednosti:

- mogućnost prikupljanja kapitala od široke baze ulagatelja
- povećana vidljivost, prepoznatljivost brenda društva i prestiž među klijentima i dobavljačima
- strategija izlaska za *venture capital* ulagatelje i rane investitore

- fleksibilnost trgovanja dionicama uz visoku likvidnost i dnevnu procjenu vrijednosti
- mogućnost usporedbe poslovanja s drugim javnim društvima u istoj industriji
- potencijal za diversifikaciju imovine na strani dioničara
- povećana sposobnost privlačenja, zadržavanja i nagrađivanja ključnih zaposlenika kao uvršteno društvo na tržištu.

Izazovi:

- zahtjevna regulativa i povezani troškovi u pogledu transparentnosti i obveze objave periodičnih i *ad hoc* informacija te s tim povezan kontinuirani regulatorni nadzor
- viši standardi korporativnog upravljanja
- potencijalna obveza izvještavanja o održivosti (uz regulatorne kriterije)
- gubitak potpunog vlasništva i kontrole od strane osnivača društva, odnosno posjedovanje manjeg udjela u društvu
- javna izloženost i pritisak za ostvarivanjem kratkoročnih financijskih ciljeva
- početni troškovi IPO-a i stalni troškovi održavanja statusa uvrštenog društva
- novi ulagatelji s pravom glasa
- pritisak na ispunjavanje danih obećanja te teret upravljanja očekivanjima dioničara.

Najvažniji su čimbenici uspjeha IPO-a za ulagatelje ne samo snažno i kvalitetno korporativno upravljanje promjenama unutar društva, uvjerljiva „equity priča“ (jasno i privlačno objašnjenje vrijednosti i potencijala društva), već i poštena i razumna valuacija društva, pravi odabir trenutka za IPO, spremnost za transparentnost i dodatne korporativne i regulatorne obveze te ugrađena ESG poslovna strategija unutar društva.

Ulaskom u vlasničku strukturu poduzetnika ulagatelj svoj dugoročni interes veže uz poslovanje poduzetnika te izravno sudjeluje u ostvarenom rezultatu sudjelovanjem u dobiti kroz isplatu dividende ili u daljnjem rastu i razvoju poduzeća kroz reinvestiranje. Jednako tako, u slučaju neprofitabilnosti poslovanja, ulagatelj sudjeluje u gubitku, što stavlja manji pritisak na likvidnost poduzeća, posebice u ranim godinama poslovanja. Uz samu neizvjesnost visine otplate preuzetog duga uslijed promjene kamatnih stopa, često nije izvjesna ni mogućnost kasnije dostupnosti, odnosno uvjeta refinanciranja dugova, zbog čega financiranje izdavanjem dionica unosi stabilnost i dugoročnost u kapitalnu osnovu za realizaciju plana budućeg razvoja i rasta poduzeća.

Naposljetku, zaduživanje direktno opterećuje financijski položaj društva povećanjem financijske poluge (omjer vlastitog i tuđeg financiranja), što se može odraziti na kreditnu sposobnost i evaluaciju društva u budućnosti, umanjujući mogućnost i efikasnost njezina kasnijeg financiranja na tržištima kapitala.

Priprema započinje pažljivom procjenom prednosti i nedostataka IPO-a, razmatranjem potencijalne uporabe prikupljenih sredstava te analizom drugih opcija. To je u skladu s prvim pitanjima koja ulagatelji postavljaju tijekom IPO *roadshowa*: Zašto izlazite na burzu i za što će se koristiti sredstva prikupljena IPO-om? Odgovaranje na ova temeljna pitanja ključno je za uspjeh IPO-a.

Uspješno uvrštenje može omogućiti društvu pristup financiranju potrebnom za provedbu strateške akvizicije, otvoriti mogućnosti za širenje poslovanja na nova tržišta ili osigurati izlaznu strategiju za PE ili druge ulagatelje. Osim toga, može poboljšati percepciju poslovanja i brenda među klijentima, dobavljačima i zaposlenicima.

Iako nisu sva društva prikladna za život pod povećalom javnosti, za mnoga brzo rastuća privatna poduzeća IPO može osigurati kapital potreban za ubrzanje rasta i postizanje liderske pozicije na tržištu.

Proces prvog uvrštenja dionica na trgovanje zahtijeva određenu pripremu. Razina zahtjevnosti i potrebnog planiranja za IPO ovisi o više čimbenika povezanih s izdavateljem, kao što su stupanj razvoja društva, njegov model korporativnog upravljanja i interna organizacija, obilježja same transakcije, poput karakteristika i strukture ponude koja prethodi uvrštenju na trgovanje (Ponuda), tržišta na koje se dionice uvode te vrste prezentacijskog dokumenta koji je potrebno izraditi i staviti na raspolaganje potencijalnim ulagateljima, kao i dodatnih informacija koje društvo želi objaviti.

Prezentacijski dokument Ponude i/ili Uvrštenja može biti prospekt, ako je takva obveza propisana odredbama Zakona o tržištu kapitala ili drugim primjenjivim propisima, ili Informativni dokument u slučaju korištenja iznimke od obveze objave prospekta, a oba služe tome da ulagateljima omoguće donošenje informirane odluke o tome žele li ulagati u dionice društva. U skladu s time potrebno je osigurati dovoljnu razinu transparentnosti i zaštite potencijalnih ulagatelja. Javne ponude vrijednosnih papira s ukupnim iznosom manjim od osam milijuna eura, koji se izračunava tijekom razdoblja od dvanaest mjeseci, izuzete su od obveze objave prospekta. Ako je potreban samo informativni dokument, proces IPO-a može biti pojednostavljen jer je potrebna razina objave informacija (u usporedbi s prospektom) manje detaljna, s ciljem postizanja ravnoteže između

pojednostavljenja pristupa financiranju za mala i srednja poduzeća te osiguravanja zaštite ulagatelja.

Nadalje, prilikom uvrštenja za financijske instrumente mora biti osigurana učinkovita namira transakcija, pri čemu se pretpostavlja da je taj uvjet ispunjen ako su financijski instrumenti izdani u nematerijaliziranom obliku i upisani u središnji depozitorij, odnosno središnji registar i uključeni u sustav poravnanja i/ili namire. Izdavatelj također mora osigurati postojanje identifikacijskog broja, odnosno identifikacijske oznake u skladu s odredbama članka 3. Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/585.

Segment tržišta

Društva mogu odabrati uvrštenje dionica na uređeno tržište ili na MTP (multilateralnu trgovinsku platformu).

Uređeno tržište podijeljeno je na sljedeće segmente: vodeće tržište, službeno tržište i redovito tržište.

Vodeće tržište najzahtjevniji je tržišni segment u smislu zahtjeva koje postavlja pred izdavatelja, osobito u pogledu transparentnosti. **Redovito tržište** obvezuje izdavatelja na dostavu samo minimalnih informacija propisanih Zakonom o tržištu kapitala, dok za **Službeno** i **Vodeće tržište** postoje dodatne obveze propisane [Pravilima Zagrebačke Burze](#).

Ako odaberete uvrštenje dionica na **uređeno tržište**, morat ćete pripremiti **prospekt**. Ako se odlučite za **MTP**, vrsta i veličina Ponude koju planirate provesti diktirat će obvezu izrade prospekta.

Uređeno tržište ima **višu razinu kriterija za prihvata i zahtjevnije kontinuirane obveze** nakon uvrštenja jer je to segment koji pruža veću likvidnost i može privući više interesa ulagatelja. Treba napomenuti i da, osim povećane vidljivosti koju pružaju uređena tržišta, neki institucionalni ulagatelji imaju investicijske politike koje im nalažu ulaganje isključivo na uređenim tržištima.

S druge strane, segmenti **MTP-a** imaju **niže kriterije prihvata i manje zahtjevne tekuće obveze** nakon uvrštenja, no mogu pružiti **nižu razinu likvidnosti**. Takve su platforme namijenjene spajanju upravo mikro, malih i srednjih poduzeća s ulagateljima koji su zainteresirani za ulaganja u poslovne pothvate koji se tek razvijaju (takva je i Progress platforma Zagrebačke burze).

Prilikom razmatranja IPO-a potrebno je uzeti u obzir, između ostaloga, i zakonske uvjete kao i uvjete uvrštenja na uređeno tržište Zagrebačke burze i MTP Progress tržište, koje navodimo u nastavku:

Uvjeti uvrštenja ZSE-a po segmentima uređenog tržišta

Uvjeti za uvrštenje na segment uređenog tržišta	Vodeće tržište (samo za dionice)	Službeno tržište (samo za dionice)	Redovito tržište (samo za dionice)
Tržišna kapitalizacija	≥ 65 mil. EUR	≥ 1 mil. EUR	nema uvjeta
<i>Free Float</i> (distribucija javnosti)	≥ 35 % u javnom prometu	≥ 25 % u javnom prometu	≥ 15 % (ili iznimno ako tržište funkcionira)
Broj dioničara	≥ 1000	≥ 30	nema posebnog uvjeta
Održavatelj tržišta (<i>market maker</i>)	obavezan ugovor s ≥ 1	nije obveza	nije obveza
Revizorsko izvješće	bez modifikacija (MRS)	prema pravilima ZSE-a	prema pravilima ZSE-a
Dužnički papiri	ne mogu se uvrstiti	mogu se uvrstiti (čl. 89. Pravila ZSE-a) ≥ 0,2 mil. EUR	mogu se uvrstiti (čl. 89. Pravila ZSE-a)
Ostali uvjeti	prema Pravilima ZSE-a	prema Pravilima ZSE-a	prema Pravilima ZSE-a

Uvjeti uvrštenja na MTP Progress tržišta ZSE-a:

Na Progress tržištu može se trgovati:

- dionicama i potvrdama o deponiranim dionicama
- obveznicama i potvrdama o deponiranim obveznicama.

Vrijednosni papiri za koje se podnosi zahtjev za primanje u trgovinu na Progress tržištu moraju ispunjavati, između ostaloga, i sljedeće uvjete:

- za dionice: najmanje 10 % dionica mora biti distribuirano javnosti (ako se zahtjev za primanje u trgovinu odnosi na dionice, statut izdavatelja mora sadržavati odredbu da odluku o povlačenju dionica iz trgovine na Progress tržištu donosi glavna skupština glasovima koji predstavljaju najmanje 3/4 (tri četvrtine) temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. Statutom se može odrediti i veća većina za donošenje ovakve odluke.)
- za obveznice nema posebnih uvjeta u odnosu na distribuciju javnosti i iznos.

Ciljani ulagatelji

Društvo može odlučiti ponuditi dionice široj javnosti (tj. provesti javnu ponudu) i/ili institucionalnim ulagateljima (tj. provesti privatnu ponudu). Javna ponuda omogućuje doseganje šire baze ulagatelja te poboljšava imidž i vjerodostojnost društva, ali može zahtijevati dužu i zahtjevniju pripremu. S druge strane, privatna ponuda obično je brža i agilnija, ali može rezultirati nižom vidljivošću i likvidnošću.

Iznimke su predstavljene u nastavku:

- Ako se odlučite za javnu ponudu, morat ćete pripremiti Prospekt.
- Ako se odlučite za privatnu ponudu, a uvrštenje se planira na uređenom tržištu, također ćete morati pripremiti Prospekt, ali jednostavniji i sažetiji.
- Ako se radi o privatnoj ponudi i uvrštenju na MTP-u, potrebno je pripremiti samo Informativni dokument.

Veličina i struktura ponude

Kao što je već navedeno, prospekt nije potreban za javnu ponudu ako je ispunjen bilo koji od sljedećih uvjeta:

- ukupna vrijednost Ponude u Europskoj uniji manja je od **8.000.000 EUR**, izračunato tijekom razdoblja od 12 mjeseci
- ponuda je upućena isključivo kvalificiranim ulagateljima
- ponuda je upućena **manje od 150 malih ulagatelja**
- **nominalna vrijednost pojedine jedinice** vrijednosnog papira iznosi **najmanje 100.000 EUR**
- ponuda je upućena ulagateljima koji kupuju dionice za **ukupni iznos od najmanje 100.000 EUR po ulagatelju**.

Mala i srednja poduzeća (MSP) te druga društva koja ispunjavaju određene kriterije mogu se odlučiti za izradu **Prospekta EU-a za rast**, odnosno pojednostavljenog i sažetijeg prospekta.

Proces IPO-a odvija se u **tri faze**:

1. planiranje
2. priprema i pregled
3. ponuda i plasman.

Planiranje – u ovoj fazi definiraju se ciljevi, struktura transakcije, odabir tržišta, uključeni savjetnici te raspored aktivnosti.

Priprema i pregled – ova faza uključuje izradu prospekta ili drugog relevantnog dokumenta, provedbu dubinskog pregleda, pripremu financijskih izvještaja, pravnu i regulatornu usklađenost te pregled dokumentacije od strane regulatora

Ponuda i plasman – završna faza koja obuhvaća marketing ponude (*roadshow*), određivanje cijene, zaprimanje upisa ulagatelja, alokaciju dionica i početak trgovanja na odabranom tržištu.

IPO – planiranje	IPO – priprema	IPO – transakcija	Izlazak na burzu
12 - 24 mjeseca prije IPO-a	6- 12 mjeseci prije IPO-a	1 - 6 mjeseci prije IPO-a	nakon IPO-a
- procjena opcija za društvo i dijagnostika - predanost rukovoditelja i Uprave ciljevima IPO-a, planiranje IPO-a - organizacija tima koji će biti predan ciljevima IPO-a	- <i>fine tuning</i> poslovnog plana, priprema prezentacijskih materijala za investitore - formiranje tima za IPO (agenti izdanja, revizori, odvjetnici, PR) - planirati vremenski okvir za sve akcije - priprema <i>due dilligenca</i>	- priprema financijskih informacija, ESG izvještaja za prvi nacrt prospekta - finalizacija prospekta izdanja - <i>roadshow</i> i <i>pitch</i> za investitore - IPO knjiga naloga, određivanje cijene izdanja	- očekivanja investitora - transparentnost objava povezanih s korporativnim upravljanjem

8. KADA ODABRATI FINANCIRANJE PUTEM IZDAVANJA OBVEZNICE?

Izbor vrste vrijednosnih papira kojima će se izvesti financiranje ovisi o društvu, preferencijama rizika, viziji i misiji društva koje prikuplja kapital.

Financiranje putem obveznica, odnosno zaduživanjem kod ulagatelja društvo će odabrati kada ne želi promijeniti strukturu vlasništva, s obzirom na to da dionice daju pravo glasa, odnosno upravljanja kapitalom društva. Dodatne su razlike i u isplati dividende, odnosno podjeli dobiti, pravu vlasništva, odnosno upravljanja u društvu, poreznom tretmanu isplaćenih kamata, odnosno dividendi.

Izdavatelj koji izdaje obveznice obvezuje se na isplatu kamate, a izdavatelj dionica može i ne mora isplatiti dividendu dioničarima, ovisno o rezultatu društva i isplativosti. Osim toga, kapital prikupljen izdavanjem dionica više ne može povući nazad, odnosno tražiti od izdavatelja iskup i povrat novca, nego jedino preko burze prodati dionice. Obveznice imaju rok dospijeca, a kad taj rok dospijeca istekne, izdavatelj je dužan imatelju obveznice vratiti njegova uložena sredstva.

Obveznica je dužnički (nevlasnički) vrijednosni papir pri kojem ulagatelji u obveznice posuđuju novčana sredstva izdavatelju na određeno razdoblje. U zamjenu za novčana sredstva izdavatelj obveznica ulagateljima plaća kamatu (kupon) u unaprijed određenim vremenskim intervalima (obično jednom godišnje ili polugodišnje) i vraća glavnici na datum dospijeca, okončavajući zajam.

Nominalni iznos obveznice iznos je koji se vraća vlasniku obveznice po dospijecu, dok se tržišna vrijednost definira na primarnom i sekundarnom tržištu te na nju utječu tržišni čimbenici (odnos ponude i potražnje, kretanje tržišnih i referentnih kamatnih stopa, makroekonomsko okruženje ili poslovanje kompanije). Cijena obveznice izražava se u postotku u odnosu na njezinu nominalnu vrijednost.

Kamata na obveznice, koju će ulagatelj primiti na uloženi iznos, naziva se kupon. On predstavlja postotak povrata koji će ulagatelj u obveznice periodično ostvarivati do datuma dospijeca obveznice, odnosno kamatu koja se obično isplaćuje godišnje ili polugodišnje. Vrijednost kupona definirana je uvjetima izdanja i u pravilu se računa kao godišnja kamatna stopa obveznica na nedospjelu glavnici podijeljena s učestalošću isplate kamate iz obveznica na godišnjoj razini. Kupon se također naziva kuponska stopa ili nominalna kamatna stopa.

Dospijeca obveznice, koje je unaprijed definirano uvjetima izdanja i navedeno u Prospektu, predstavlja datum kad se glavnica ili nominalni iznos obveznica isplaćuje ulagateljima i kad prestaje obveza izdavatelja vezana za obveznice.

Dospijeće glavnice može biti jednokratno o dospijeću ili u više isplata unaprijed definiranom dinamikom. Dospijeće obveznica jedno je od važnijih elemenata na koje ulagatelj mora obratiti pozornost pri donošenju svoje investicijske odluke.

Standardni proces izdavanja obveznica zahtijeva kvalitetnu i pravovremenu pripremu. Razina zahtjevnosti i planiranja potrebna za izdavanje obveznica ovisi o:

- stupnju razvoja društva
- obilježjima same transakcije, uključujući format ponude koja prethodi uvrštenju na tržište (Ponuda)
- tržištu na kojem će obveznice biti uvrštene te
- vrsti prezentacijskog dokumenta koji je potrebno pripremiti i objaviti ulagateljima, kao i svim dodatnim dokumentima koje društvo želi objaviti.

Uvjeti veličine i strukture ponude izdanja obveznica isti su kao i kod izdanja dionica te su navedeni u prethodnom poglavlju.

Prednosti izdanja korporativne obveznice su sljedeće: zadržavanje vlasništva i kontrole nad društvom, uprava društva ostaje operativno neovisna, fiksna ili predvidiva kamatna stopa, fleksibilniji uvjeti nego kod bankarskih kredita, porezna učinkovitost te rast kredibiliteta poduzeća.

