

Često postavljena pitanja u vezi s tržištem kapitala

iz perspektive poduzetnika
koji traže financiranje



1. Što je tržište kapitala?

Tržište kapitala dio je financijskog sustava na kojem se poduzeća mogu financirati izdavanjem dionica ili obveznica, a ulagatelji mogu ulagati u te instrumente. To je uređeni okvir u kojem se susreću poduzeća koja trebaju kapital i ulagatelji koji žele uložiti sredstva.

Za poduzeća znači sljedeće:

- mogućnost prikupljanja kapitala putem IPO-a, izdanja obveznica ili ulaganja fondova (VC/PE)
- ulazak na uređeno tržište (burzu) ili provedbu privatnog ili javnog izdanja izvan burze
- jasno definirana pravila i očekivanja, osobito u pogledu transparentnosti i izvještavanja
- okvir koji omogućuje ulagateljima povjerenje, što je preduvjet za uspješno financiranje.

Osnovni propis koji uređuje odnose među svim sudionicima na tržištu kapitala je Zakon o tržištu kapitala. Za poslovanje društava koja upravljaju fondovima rizičnog ili privatnog kapitala relevantan je Zakon o alternativnim investicijskim fondovima. Za društvo koje razmatra IPO, obveznice ili VC/PE tržište kapitala prije svega je mjesto i mehanizam putem kojeg može doći do financiranja, uz jasno definirane obveze i standarde koje treba ispuniti.

Zakonodavni okvir koji se odnosi na tržište kapitala dostupan je na internetskim stranicama Hanfe. On obuhvaća nacionalne i europske propise, koji zajedno čine cjelinu s obzirom na to da je Hrvatska ulaskom u Europsku uniju postala dio zajedničkog tržišta (engl. *single market*).

2. Što je Hanfa?

Hanfa je nadzorno i regulatorno tijelo koje nadzire nebankarski financijski sektor u Hrvatskoj. Za poduzeća koja razmatraju IPO, izdavanje obveznica ili VC/PE ulaganje Hanfa je relevantna jer:

- odobrava prospekte kod javnih ponuda i uvrštenja vrijednosnih papira
- nadzire izdavatelje i provjerava pridržavaju li se propisa o transparentnosti i objavi informacija
- osigurava stabilnost i integritet tržišta kapitala, čime štiti i poduzeća i ulagatelje
- objavljuje propise, upute i registre koji su važni pri pripremi postupaka financiranja.

Važno je naglasiti da Hanfa ne daje savjete ni preporuke o tome treba li se poduzeće financirati putem tržišta kapitala, koju vrstu instrumenta odabrati ili kojeg savjetnika angažirati.

Umjesto toga Hanfa:

- pruža informacije i edukativne materijale
- objavljuje registre subjekata koji smiju pružati investicijske usluge
- osigurava da sve institucije u sektoru posluju u skladu s propisima.

3. Što su financijski instrumenti?

Za poduzeća koja razmatraju IPO, izdavanje obveznica ili privlačenje fondova (VC/PE) financijski instrumenti su alati putem kojih društvo može prikupiti kapital ili strukturirati svoj dug/vlasništvo.

Najvažniji instrumenti za izdavatelje su dionice i obveznice, ali postoje i drugi instrumenti koji se koriste u specifičnim situacijama.

U najširem smislu, financijske instrumente možemo podijeliti u četiri skupine (ne koriste ih sve poduzeća kao izdavatelji):

- prenosivi vrijednosni papiri (npr. dionice i obveznice) – ključni za IPO i izdavanje obveznica
- instrumenti tržišta novca – kratkoročni izvori financiranja (npr. komercijalni zapisi)
- udjeli u subjektima za zajednička ulaganja – relevantni pretežno ulagateljima, ne izdavateljima
- izvedenice – služe za zaštitu od rizika; izdavatelji ih koriste samo u specijaliziranim situacijama.

4. Što su dionice? (za izdavatelja)

Dionice su vlasnički vrijednosni papiri i glavni instrument koji društvo može izdati kroz IPO.

Za izdavatelja dionice znače:

- način prikupljanja vlasničkog kapitala
- ulazak novih dioničara u vlasničku strukturu
- obvezu redovitog, transparentnog izvještavanja i usklađenosti s pravilima tržišta
- mogućnost dugoročnog financiranja bez povrata glavnice.

Vrste dionica su sljedeće:

- redovne dionice – standardni oblik vlasništva
- povlaštene dionice – rjeđe se koriste u javnim ponudama, češće u VC/PE ulaganjima.

Dionice se izdaju kao nematerijalizirani vrijednosni papiri, a vodi ih SKDD (središnji depozitorij).

5. Što su obveznice? (za izdavatelja)

Obveznice su dužnički vrijednosni papiri i alternativni način prikupljanja kapitala bez razvodnjavanja vlasništva.

Za izdavatelja obveznice znače:

- posuđivanje kapitala uz kamatu („kupon“)
- obvezu povrata glavnice po dospelju
- mogućnost uvrštenja na burzu radi veće transparentnosti i likvidnosti
- privlačenje institucionalnih ulagatelja (mirovinski fondovi, osiguravatelji, banke).
- Ključni elementi obveznice:
 - nominalna vrijednost – iznos koji društvo vraća po dospelju
 - kupon – kamatna stopa koju izdavatelj plaća ulagateljima
 - dospelje – datum povrata glavnice
 - cijena – tržišna vrijednost obveznice
 - prinos do dospelja – ukupni povrat za ulagatelja (utječe na trošak kapitala za izdavatelja)
- Vrste obveznica koje izdavatelji mogu koristiti:
 - korporativne obveznice – najčešći oblik za privatna i javna društva
 - obveznice bez kupona (engl. zero coupon bonds) – izdaju se uz diskont, bez periodičnih kamata.

6. Što su trezorski zapisi?

Trezorski zapisi su kratkoročni vrijednosni papiri koje izdaje država, s rokom dospelja do godinu dana.

Oni su instrument tržišta novca, ali nisu instrument financiranja za poduzeća jer ih privatna društva ne mogu izdavati.

Za poduzeća koja traže financiranje važno je znati da su trezorski zapisi zapravo alternativa koju ulagatelji mogu birati kao kratkoročno, niskorizično ulaganje, što može utjecati na njihovu spremnost ulaganja u druge instrumente (npr. komercijalne zapise ili obveznice poduzeća).

7. Što su komercijalni zapisi?

Komercijalni zapisi su kratkoročni vrijednosni papiri koje mogu izdavati poduzeća radi brzog i povoljnog pribavljanja kratkoročnog financiranja, obično s rokom dospelja do godinu dana.

Za izdavatelja komercijalni zapisi mogu biti korisni kada:

- je potreban kratkoročni obrtni kapital
- treba financirati privremene potrebe (npr. nabavu zaliha, premošćivanje rokova naplate)
- želi diversificirati izvore financiranja izvan bankovnih kredita
- društvo ima dovoljnu financijsku stabilnost i reputaciju da privuče ulagatelje.

8. Što izdavatelj treba znati o ostalim financijskim instrumentima?

Udjeli u investicijskim fondovima nisu instrument financiranja za društva, već proizvod za ulagatelje.

Izvedenice poduzeća mogu koristiti u svrhu zaštite (engl. *hedging*), npr. za kamatni ili valutni rizik, ali one u pravilu nisu dio prikupljanja kapitala.

9. Tko su sudionici tržišta kapitala i kakvu ulogu imaju u procesu financiranja poduzeća?

Kada poduzeće razmatra IPO, izdavanje obveznica ili drugo tržišno financiranje, uključeni su različiti sudionici. Svaki od njih ima određenu ulogu u pripremi, provedbi i daljnjem praćenju procesa.

1) Izdavatelj (vaše društvo)

Vi ste središnji sudionik procesa jer izdajete dionice ili obveznice ili tražite ulazak fondova (VC/PE) u svoju vlasničku strukturu. Vaše obveze uključuju pripremu dokumentacije, rad sa savjetnicima, transparentnost i komunikaciju s tržištem.

2) Hanfa (regulator)

Hanfa:

- odobrava prospekt za IPO ili javnu ponudu obveznica
- nadzire izdavatelje i posrednike
- nadzire pravila transparentnosti i zaštite ulagatelja.

Za poduzeće to znači da Hanfa osigurava regulatorni okvir u kojem se postupak financiranja provodi.

3) Zagrebačka burza (uređeno tržište)

Ako se pripremate za IPO ili uvrštenje obveznica, Zagrebačka burza:

- omogućuje trgovanje vašim vrijednosnim papirima nakon uvrštenja
- primjenjuje pravila tržišta i provjerava ispunjavate li uvjete uvrštenja

- predstavlja „platformu“ na kojoj ulagatelji kupuju i prodaju vaše instrumente.

4) Investicijska društva i banke (posrednici)

Oni su ključni partneri tijekom pripreme i provedbe transakcije. Obično preuzimaju uloge kao što su:

- agent izdanja (kod IPO-a i obveznica)
- savjetnik za strukturiranje i određivanje cijene
- koordinacija procesa dubinskog snimanja i pripreme prospekta
- komunikacija s ulagateljima tijekom roadshowa
- provedba ponude i tehničko uvrštenje.

Registar društava ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga nalazi se ovdje.

5) SKDD i SKDD-CCP (infrastruktura za poravnanje i namiru)

Kada se vaše dionice ili obveznice izdaju i počne se njima trgovati:

- Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb (SKDD) vodi evidenciju o vlasnicima (nematerijalizirani vrijednosni papiri), s tim da je ovo slučaj za sva dionička društva, ne samo uvrštena, te provodi namiru transakcija
- SKDD-CCP Smart Clear d.d. Zagreb (SKDD-CCP) je središnja druga ugovorna strana u transakcijama koje se sklapaju na Zagrebačkoj burzi. Središnje druge ugovorne strane (CCP) posreduju između drugih ugovornih strana na financijskom tržištu i osiguravaju uspješnu namiru obveza koje proizlaze iz transakcija. SKDD-CCP procesom novacije postaje kupac svakom prodavatelju i prodavatelj svakom kupcu i na taj način osigurava ispunjenje transakcija te reducira sistemski rizik tržišta.

Za poduzeće su ovi postupci uglavnom tehnički i odvijaju se preko posrednika, ali su nužni za funkcioniranje tržišta.

6) Fondovi (VC/PE, investicijski, mirovinski)

Oni su potencijalni ulagatelji u vaše vrijednosne papire, odnosno ulagatelji u vaš kapital (VC/PE).

U kontekstu financiranja poduzeće treba razumjeti:

- koji je tip fondova tipičan ulagatelj u IPO/obveznice/VC-PE
- što ti fondovi očekuju (transparentnost, projekcije, stabilnost, upravljačke strukture).

Registar društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima nalazi se ovdje.

Registar društava za upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima nalazi se ovdje.

7) Ostali ulagatelji (institucije, pojedinci)

Mogu uključivati:

- osiguratelje
- ostale profesionalne i kvalificirane ulagatelje
- male ulagatelje (ovisno o strukturi ponude).

Svaki tip ulagatelja ima različita očekivanja: npr. institucije naglašavaju stabilnost i izvještavanje, VC/PE tim i strategiju, a mali ulagatelji likvidnost i transparentnost.

8) Vezani zastupnici

Vezani zastupnici rade u ime investicijskog društva ili banke i mogu pomagati u:

- komunikaciji
- plasmanu instrumenta
- marketinškim aktivnostima za ponudu.

Za društvo je važno znati da vezani zastupnik ne pruža uslugu samostalno, nego u okviru institucije za koju radi.

Za poduzeće koje želi pribaviti kapital ključni sudionici su: Hanfa (regulator), burza (tržište), posrednici (aranžeri, savjetnici, specijalisti, pružatelji likvidnosti), infrastruktura poravnanja namire (SKDD-CCP, SKDD), ulagatelji (fondovi i pojedinci), a svaki od njih ima jasno definiranu ulogu u procesu pripreme, provedbe i praćenja transakcije.

10. Što su investicijski fondovi?

Investicijski fondovi su profesionalni ulagatelji koji prikupljaju sredstva od više ulagatelja i ta sredstva zajednički ulažu u različite vrste imovine.

Za vaše društvo to znači sljedeće:

- Investicijski fondovi nisu direktan izvor kapitala za poduzeća jer ne ulažu u vlasničke udjele društava koja nisu uvrštena na tržište (za to postoje VC i PE fondovi).
- Umjesto toga, investicijski fondovi primarno ulažu u uvrštene financijske instrumente, primjerice obveznice ili dionice koje su već uvrštene na burzi.
- Ako vaše društvo planira izdavanje obveznica ili IPO, investicijski fondovi mogu postati ulagatelji u te instrumente nakon što oni postanu dostupni na tržištu.
- Prednost za društvo je to što fondovi mogu donijeti značajnu potražnju i stabilnost investicijske baze, osobito kod uvrštenja na tržište ili kod većih izdanja obveznica.

Dakle, ako tražite kapital prije izlaska na tržište, relevantniji su VC i PE fondovi.

Ako planirate obveznice ili IPO, investicijski fondovi mogu postati ključni ulagatelji u vašem instrumentu.

11. Što je *private equity* (PE) iz perspektive društva koje traži ulaganje?

Private equity fondovi ulažu vlasnički kapital u društva koja žele rasti, širiti poslovanje, ući na nova tržišta, restrukturirati se ili se pripremiti za budući IPO. Za vaše društvo to znači sljedeće:

- PE fond ulaže u zamjenu za vlasnički udio, a ne kao kredit koji se mora otplaćivati.
- Fond zarađuje samo ako vaše društvo raste i postaje profitabilnije, što znači da je njegov interes u pravilu usklađen s interesom uprave i vlasnika.
- Prije ulaganja fond obično provodi dubinski pregled (engl. due diligence) i dogovara mehanizme zaštite ulaganja (npr. određena prava odlučivanja, zaštitne klauzule ili pravo veta na ključne odluke).
- PE fondovi često donose i stručnu podršku, operativne i financijske kompetencije te mogu pomoći u profesionalizaciji upravljanja, pripremi za IPO i povećanju vrijednosti društva.

Ulaganje je srednjoročno ili dugoročno (obično 3–7 godina), nakon čega fond izlazi prodajom udjela, IPO-om ili preprodajom strateškom partneru.

Ako vašem društvu treba značajniji kapital, strateški partner i podrška u profesionalizaciji poslovanja, PE je jedan od relevantnih izvora financiranja.

12. Što je *venture capital* (VC) iz perspektive društva koje traži ulaganje?

Venture capital fondovi ulažu u društva u ranoj fazi. Ulažu u brzorastuća društva koja imaju veliki potencijal rasta, ali još ne ispunjavaju standarde zrelosti za banke, obveznice ili PE. To znači sljedeće:

- VC fond ulaže u zamjenu za udio i preuzima veći rizik jer je vaše društvo možda u ranoj fazi (engl. Seed, Startup, Early Growth).
- Zbog višeg rizika VC fondovi očekuju veći potencijal rasta kako bi nadoknadili mogućnost neuspjeha.
- Uz kapital VC fondovi često donose:
 - mentorsku i operativnu podršku
 - pristup mreži investitora i kupaca
 - pomoć u razvoju proizvoda ili skaliranju poslovanja

- iskustvo rada s brojnim drugim startupovima.

Ulaganje se često strukturira putem konvertibilnih instrumenata (npr. SAFE ugovora, konvertibilnih obveznica) ili povlaštenih dionica, ovisno o fazi društva i procjeni rizika.

Ako vaše društvo treba kapital za razvoj proizvoda, širenje tima ili ulazak na tržište, a još nije spremno za banke ili tržište kapitala, VC fondovi su tipičan izvor financiranja.

13. Što je burza?

Za poduzeće koje razmatra IPO ili uvrštenje obveznica burza je uređeno tržište na kojem se njegovim vrijednosnim papirima može trgovati nakon što ih izda. To je mjesto koje povezuje poduzeća koja traže kapital i ulagatelje koji žele ulagati, uz jasno definirana pravila i nadzor.

U Hrvatskoj burzom upravlja Zagrebačka burza, koja djeluje kao:

- uređeno tržište – glavno tržište sa strožim pravilima, strožim uvjetima transparentnosti
- Progress tržište, multilateralna trgovinska platforma (MTP) – tržište s nešto fleksibilnijim pravilima, namijenjeno i manjim ili rastućim društvima.

Oba sustava rade na temelju odobrenja Hanfe i u skladu s propisima tržišta kapitala.

14. Što burza znači za poduzeće koje planira IPO ili izdavanje obveznica?

1) Mogućnost prikupljanja kapitala

Burza je kanal putem kojeg vaše društvo kroz javnu ponudu može prikupiti:

- vlasnički kapital (IPO)
- dug (obveznice).

2) Organizirano i regulirano trgovanje

Nakon uvrštenja burza omogućuje:

- kontinuirano trgovanje vašim dionicama ili obveznicama
- formiranje cijene na temelju ponude i potražnje
- transparentan sustav informiranja ulagatelja.

3) Vidljivost i povjerenje tržišta

Uvrštenje na burzu povećava:

- reputaciju društva
- dostupnost informacija

- interes institucionalnih ulagatelja.

4) Jednaki uvjeti za sve sudionike

Burza mora osigurati:

- učinkovitost
- jednak pristup informacijama
- nepristranost
- stabilnost i uređenost trgovanja.

To je posebno važno za poduzeća koja žele privući široku bazu ulagatelja.

15. Burza i MTP – što je važno za izdavatelja?

Uređeno tržište (burza)

- stroži zahtjevi za uvrštenje
- veći stupanj transparentnosti
- pogodnije za veća ili stabilnija društva
- prepoznatljivije domaćim i međunarodnim ulagateljima.

MTP (multilateralna trgovinska platforma)

- fleksibilniji zahtjevi
- prikladno za MSP-ove i rastuća društva
- dio europskog okvira SME Growth Markets ([Progress](#)).

Ako vaše društvo razmatra IPO na MTP-u, to može biti prvi korak prema kasnijem prelasku na uređeno tržište.

16. Zašto se društva uvrštavaju na uređena tržišta vrijednosnih papira?

Društva se uvrštavaju na uređena tržišta vrijednosnih papira kako bi pristupila široj bazi ulagatelja i osigurala dugoročne izvore financiranja potrebne za rast i razvoj. Uvrštenje na burzu omogućuje društvu prikupljanje kapitala za investicije, širenje poslovanja, modernizaciju ili internacionalizaciju, a istovremeno povećava njegovu vidljivost i kredibilitet na tržištu. Time društvo postaje prepoznatljivije partnerima, kupcima, dobavljačima i financijskim institucijama jer uvrštenje podrazumijeva višu razinu transparentnosti i uređenosti upravljanja.

Ulaskom na uređeno tržište društvo osigurava i veću likvidnost svojih dionica, što ulagateljima pruža mogućnost lakog ulaska i izlaska iz ulaganja. Likvidnost potiče stabilnije formiranje cijene, privlači veći interes ulagatelja i smanjuje njihov rizik, što u konačnici doprinosi uspješnijoj javnoj ponudi. Uvrštenje također donosi trajno tržišno vrednovanje putem cijene dionica ili obveznica, što društvu može biti važno pri strateškom planiranju,

donošenju odluka, komunikaciji s ulagateljima i potencijalnim kasnijim sekundarnim ponudama ili akvizicijama.

Osim financijskih i tržišnih učinaka, uvrštenje najčešće vodi i do jačanja korporativnog upravljanja. Društvo uspostavlja jasnije procese odlučivanja, interne kontrole i standarde izvještavanja, što dugoročno doprinosi održivosti poslovanja i povjerenju ulagatelja.

To je posebno bitno kod obiteljskih društava koja ulaze u tranziciju vlasništva i upravljanja.

17. Zašto je sekundarno trgovanje važno za izdavatelja?

Na sekundarnom tržištu trguje se vašim dionicama ili obveznicama nakon izdanja.

Iako društvo ne prikuplja kapital na sekundarnom tržištu, sekundarna likvidnost jedna je od najvažnijih stvari za uspjeh IPO-a i kasniji razvoj društva.

1) Ulagatelji žele imati mogućnost izlaza

Ulagatelji ulaze u vrijednosni papir samo ako znaju da će ga kasnije moći prodati.

To znači sljedeće:

- veća likvidnost (ili očekivanje likvidnosti) utječe na veću spremnost ulagatelja da sudjeluju u IPO-u ili SPO-u
- manji rizik za ulagatelje može dovesti do nižeg diskonta u cijeni IPO-a
- lakše privlačenje institucionalnih ulagatelja.

Bez likvidnosti IPO može biti manje atraktivan.

2) Likvidnost podržava stabilnije formiranje cijene

Likvidno sekundarno trgovanje:

- smanjuje volatilnost
- osigurava realnije tržišno vrednovanje društva
- olakšava daljnje procese financiranja (npr. SPO, izdavanje obveznica).

3) Likvidnost povećava interes analitičara i fondova

Fondovi i analitičari u pravilu prate i ulažu u društva za čije dionice vrijedi sljedeće:

- njima se aktivno trguje
- imaju uske *spreadove* (razlika između najbolje ponuđene kupovne cijene i najbolje ponuđene prodajne cijene nekog vrijednosnog papira u određenom trenutku)

- imaju pouzdan mehanizam formiranja cijene.

4) Likvidnost povećava atraktivnost za postojeće i buduće dioničare

Bolje sekundarno trgovanje:

- povećava povjerenje manjih ulagatelja
- olakšava ulazak/izlazak VC/PE fondova
- olakšava strateška partnerstva
- omogućuje programe nagrađivanja zaposlenika (engl. *Employee Stock Ownership Plan*, ESOP) s realnom tržišnom cijenom.

18. Što su *market makeri* i pružatelji likvidnosti?

Market makeri (*specijalisti*)

Market maker (specijalist) član je burze koji se obvezuje održavati ponudu i potražnju za određenom dionicom tako da je spreman istovremeno kupovati i prodavati određene količine u unaprijed određenom rasponu (*spreadu*).

Za izdavatelja to znači:

- povećanu likvidnost njegove dionice
- manji raspon između kupovne i prodajne cijene
- stabilnije i uređenije trgovanje
- bolje formiranje cijene, što je važno za postojeće i buduće ulagatelje
- jednostavniji ulazak institucionalnih ulagatelja (koji traže minimalnu likvidnost).

Market maker preuzima tržišni rizik te radi za vlastiti račun.

Pružatelji likvidnosti (*liquidity providers*)

U Hrvatskoj se trenutačno raspravlja o uvođenju prihvaćene tržišne prakse (engl. *accepted market practice*, AMP) za pružatelje likvidnosti na temelju Uredbe o zlouporabi tržišta (MAR) i delegiranih uredbi EU-a. Ovaj okvir izdavateljima omogućuje sklapanje ugovora o pružanju likvidnosti s neovisnim članovima burze (investicijskim društvima ili bankama).

Za izdavatelja to znači:

- mogućnost korištenja transparentnog, nadziranog mehanizma za poboljšanje likvidnosti vlastite dionice
- smanjenje volatilnosti i sužavanje *spreadova*
- povećanje interesa ulagatelja i stabilizaciju trgovanja
- dodatni alat za tržišno pozicioniranje nakon IPO-a ili tijekom života dionice.
- Pružatelj likvidnosti:

- posluje u ime i za račun izdavatelja, ali potpuno neovisno
- podliježe strogo definiranim ograničenjima volumena, cijena i sredstava
- mora javno objaviti ugovor i sve relevantne podatke.

Uloga pružatelja likvidnosti razlikuje se od uloge *market makera*:

Market maker (specijalist)	Pružatelji likvidnosti (AMP / EU ugovor)
Radi za sebe, na vlastiti rizik	Radi za izdavatelja, ali neovisno
Stalna obveza kotacije	Obveza prema ugovoru i strogim pravilima
U fokusu: <i>spread</i> i likvidnost	U fokusu: likvidnost, stabilnost i razvoj tržišta
Uređeno tržište	Uređeno tržište i SME Growth tržište

Pružatelji likvidnosti mogu biti posebno važni na tržištima sa smanjenom likvidnošću. Ova usluga već je dostupna na Progress tržištu, a može se uvesti i na uređeno tržište Zagrebačke burze.

19. Što je inicijalna javna ponuda (IPO)?

Inicijalna javna ponuda (IPO) postupak je u kojem poduzeće prvi put nudi svoje dionice široj javnosti radi prikupljanja kapitala i uvrštava ih na uređeno tržište (burzu). IPO omogućuje društvu da prikupi vlasnički kapital za rast, investicije, akvizicije ili profesionalizaciju poslovanja.

Za izdavatelja IPO znači:

- prikupljanje kapitala iz šire baze ulagatelja
- formalni ulazak na tržište kapitala
- uvođenje dionica na uređeno tržište ili MTP
- preuzimanje obveza transparentnosti i izvještavanja prema Zakonu o tržištu kapitala, odnosno pravilima MTP-a.

Ako društvo javnosti nudi već postojeće dionice, a ne nove, riječ je o sekundarnoj javnoj ponudi, odnosno SPO-u (engl. *Secondary Public Offering*).

Nakon IPO-a dionicama se slobodno trguje na sekundarnom tržištu, što ulagateljima omogućuje ulazak i izlazak iz ulaganja, a izdavatelju donosi veću likvidnost i stabilnije formiranje cijene.

20. Što je izdavanje i uvrštenje obveznica?

Izdavanje obveznica postupak je u kojem poduzeće prikuplja dug umjesto vlasničkog kapitala.

Društvo izdavanjem obveznica posuđuje novac od ulagatelja uz ugovorenu kamatu i rok dospijeca, bez razvodnjavanja vlasničke strukture.

Za izdavatelja izdavanje i uvrštenje obveznica znači:

- pribavljanje dugoročnog financiranja uz poznate troškove zaduženja
- mogućnost privlačenja institucionalnih ulagatelja (fondovi, banke, osiguravatelji)
- mogućnost uvrštenja obveznica na uređeno tržište ili MTP radi povećanja transparentnosti i likvidnosti
- obvezu pripreme dokumentacije (npr. prospekta, ako je obvezan) i poštivanja pravila tržišta.

Kada su obveznice uvrštene na tržište, njima se trguje na sekundarnom tržištu, što ulagateljima omogućuje izlazak prije dospijeca, a društvu povećava vjerodostojnost i vidljivost.

21. Koje su razlike između izdavanja dionica i obveznica?

Element	IPO/dionice	Obveznice
Vrsta kapitala	Vlasnički kapital	Dug
Utjecaj na vlasništvo	Razvodnjava	Ne razvodnjava
Očekivanja ulagatelja	Rast, upravljanje, strategija	Stabilnost, novčani tokovi
Obveze nakon izdanja	Visoka razina transparentnosti	Redovite objave i servis duga
Sekundarna likvidnost	Ključna za interes ulagatelja	Povećava povjerenje u izdavatelja

22. Koji su preduvjeti za IPO?

Preduvjeti za IPO razlikuju se ovisno o veličini društva, tržištu na koje se uvrštava (uređeno tržište ili MTP), poslovnom modelu i očekivanjima ulagatelja.

U praksi, većina izdavatelja mora imati sljedeće:

1) **Stabilno poslovanje i jasni financijski podaci**

- više godina kontinuiteta poslovanja
- pouzdani financijski izvještaji (revidirani ako je primjenjivo)
- ključni pokazatelji (rast, profitabilnost, novčani tokovi)
- održiva struktura prihoda i troškova

2) Uređeno korporativno upravljanje

- definiran sastav uprave / nadzornog odbora
- jasne odgovornosti i interne kontrole
- dokumentirani procesi odlučivanja
- politika sukoba interesa / politika nagrađivanja (po potrebi)

3) Uspostavljeno i dosljedno izvještavanje

- pravovremeno i točno financijsko izvještavanje
- mogućnost pripreme kvartalnih/polugodišnjih izvještaja
- osnovni okvir za izvještavanje o održivosti (za društva na koja se primjenjuje)

4) Razumljiv poslovni model i strategija

- jasan opis kako društvo stvara prihod i vrijednost
- identificirani tržišni rizici
- srednjoročni plan rasta i investicija

5) Organizacijska spremnost

- administrativni, pravni i financijski kapaciteti
- spremnost ključnih funkcija društva (uprava, financije, pravni poslovi, odnosi s ulagateljima – IR)
- sposobnost odgovaranja na upite ulagatelja i regulatora

6) Usklađenost s regulatornim zahtjevima

- priprema prospekta u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala i Uredbom o prospektu
- priprema dokumentacije za uvrštenje na burzu
- potpuno razumijevanje obveza transparentnosti nakon IPO-a

7) Realna tržišna očekivanja

- usklađenost očekivanja društva s očekivanjima tržišta
- svijest o potrebnim resursima, rokovima i troškovima procesa.

23. Koje su najčešće pogreške društava u pripremi za IPO ili izdavanje obveznica?

U pripremi za IPO ili izdavanje obveznica društva se često susreću sa sličnim izazovima, koji mogu značajno usporiti proces ili umanjiti interes ulagatelja. Jedan su od najčešćih problema nedovoljno uređeni financijski izvještaji i procesi: neusklađene računovodstvene politike, nerevidirani izvještaji ili nedostatak dosljednog, predvidivog izvještavanja (primjerice kvartalnog i polugodišnjeg). Takve neujednačenosti otežavaju procjenu financijskog stanja društva i smanjuju povjerenje ulagatelja u kvalitetu podataka.

Drugi je čest izazov slabo razvijeno korporativno upravljanje. Mnogim društvima nedostaju jasno definirane odgovornosti uprave i nadzora, relevantni odbori ili osnovne politike poput politike sukoba interesa ili informacijske politike. Bez jasnih upravljačkih mehanizama teško je zadovoljiti očekivanja tržišta, osobito institucionalnih ulagatelja.

Vrlo često društva započinju proces bez dovoljno definirane „investicijske priče“ – jasnog, uvjerljivog i razumljivog objašnjenja poslovnog modela, planova rasta i vrijednosti koju društvo stvara. Ako izdavatelj ne uspije jednostavno i uvjerljivo prenijeti svoju priču ulagateljima, interes tržišta i spremnost na sudjelovanje u ponudi mogu biti ograničeni.

Značajna je pogreška i prekasno uključivanje ključnih savjetnika. Ako se agent izdanja, pravni savjetnik ili drugi stručnjaci uključe tek kada proces već traje, društvo riskira fragmentiranu pripremu, ispravljanje pogrešaka u posljednji trenutak i gubitak vremena.

Podcjenjivanje internih kapaciteta također je uobičajen problem. IPO nije samo financijska transakcija – on mijenja način funkcioniranja društva. Mnoge organizacije nemaju razvijenu funkciju odnosa s ulagateljima, ustaljene procese izvještavanja ili organizacijski kapacitet za komunikaciju s tržištem. To može uzrokovati opterećenje za upravu i ključne funkcije u presudnim fazama procesa.

Naposlijetku, društva su često nedovoljno spremna za obveze transparentnosti nakon izdanja. Zakonske obveze u pogledu *ad hoc* objava, periodičnih izvještaja i pravila povezanih s Uredbom o zlouporabi tržišta (MAR) – povlaštene informacije, popisi upućenih osoba, ograničenja trgovanja – za mnoge izdavatelje predstavljaju značajnu promjenu.

24. Kako se pripremiti za IPO?

Priprema za IPO može trajati od nekoliko mjeseci do više od godinu dana, ovisno o zrelosti društva. Ključ je dobro razumjeti što izdavatelja očekuje prije, tijekom i nakon IPO-a.

U nastavku dajemo sažeti i ilustrativni opis strukture pripreme:

1) Prvi korak: objektivna procjena spremnosti (u tom koraku može pomoći **sandbox PutNaTržište**)

Za mnoge izdavatelje početni je izazov procijeniti jesu li uopće blizu IPO-a ili je za njih prikladniji drugi oblik financiranja (obveznice, VC/PE).

- PutNaTržište je edukativno-simulacijski program Hanfe koji društvu daje:

- besplatnu i neobvezujuću procjenu spremnosti za IPO, obveznice ili VC/PE
- identifikaciju područja koja treba unaprijediti
- preporuke prvih koraka prije ozbiljnijih priprema.

Za mnoga društva PutNaTržište može biti najbolji prvi korak. Informirajte se detaljnije u informativnom letku te zatražite informativni razgovor.

2) Definiranje ciljeva i strategije IPO-a

- koliko kapitala društvo želi prikupiti i za što
- koji je segment tržišta za njega prikladan (uređeno tržište vs MTP)
- koji profil ulagatelja želi privući
- dugoročna strategija društva nakon uvrštenja

3) Angažiranje savjetnika

Uobičajeno uključuje:

- investicijsko društvo / banku (agent izdanja)
- pravnog savjetnika
- revizora
- komunikacijskog / IR savjetnika (po potrebi).

Savjetnici pomažu u pripremi prospekta, dubinskom snimanju (*due diligence*), vrednovanju, strukturiranju ponude i komunikaciji s ulagateljima.

4) Uređenje financija i korporativnog upravljanja

- revizija financijskih izvještaja i priprema računovodstvenih politika
- uvođenje minimalnih standarda izvještavanja
- definiranje odbora (nadzorni odbor, revizijski odbor)
- jačanje internih kontrola i procedura

5) Priprema prospekta i dokumentacije

Prospekt uključuje:

- detaljan opis poslovanja
- rizike
- financijske informacije i ključne pokazatelje
- upravljačku strukturu
- strategiju / svrhu korištenja prikupljenog kapitala.

To je jedan od najzahtjevnijih koraka i uključuje intenzivan rad s pravnim i financijskim savjetnicima.

6) Priprema za život nakon IPO-a

- obveze transparentnosti i redovitog izvještavanja
- uspostavljanje funkcije odnosa s ulagateljima (IR)
- razumijevanje očekivanja tržišta i analitičara
- plan održavanja likvidnosti (npr. moguć market *maker* ili pružatelj likvidnosti)

7) Interna priprema društva

- educiranje uprave i ključnih funkcija o zahtjevima tržišta
- definiranje komunikacijskih poruka
- priprema prezentacija za potencijalne ulagatelje (*roadshow*)

25. Što je prospekt?

Prospekt je zakonom propisan dokument koji društvo mora pripremiti kada želi javnosti ponuditi dionice ili obveznice ili kada želi uvrstiti svoje vrijednosne papire na uređeno tržište. To je službeni dokument koji ulagateljima daje sve relevantne informacije o društvu i o vrijednosnim papirima koje izdaje kako bi mogli donijeti utemeljenu odluku o ulaganju.

Za izdavatelja prospekt znači:

- pripremu pravnih, poslovnih, financijskih i računovodstvenih informacija
- detaljno objašnjenje poslovnog modela, rizika, upravljačke strukture i planova korištenja kapitala
- obvezu točne, potpune i javno dostupne informacije
- proces izrade u kojem sudjeluju pravni, financijski i investicijski savjetnici.

Prospekt je obavezan, osim u slučajevima propisanih izuzeća, u sljedećim situacijama:

- javne ponude vrijednosnih papira na području Republike Hrvatske
- uvrštenja vrijednosnih papira na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj.

Prospekt odobrava Hanfa, a tek nakon odobrenja društvo može provesti javnu ponudu ili zatražiti uvrštenje.

Prospekt uvijek sadrži i sažetak, koji jednostavnim jezikom prenosi ključne informacije: poslovni model, glavne rizike i osnovne značajke vrijednosnog papira.

Ako se prospekt odobri u drugoj državi članici EU-a, može se koristiti i u Hrvatskoj putem tzv. notifikacije, mehanizma koji omogućuje da se prospekt odobren na jednom tržištu prizna na drugom (tzv. europska putovnica za prospekt).

26. Investicijske usluge i aktivnosti – što znače za poduzeće koje traži financiranje?

Kada se poduzeće priprema za IPO ili izdavanje obveznica, ključnu ulogu imaju ovlaštena investicijska društva i kreditne institucije koje u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala mogu pružati investicijske usluge. Za izdavatelja te usluge predstavljaju stručnu, regulatorno uređenu podršku tijekom pripreme i provedbe ponude te kasnijeg trgovanja.

Za izdavatelja su najvažnije sljedeće usluge i aktivnosti:

1) Provedba ponude odnosno prodaje vrijednosnih papira ulagateljima

To je najvažnija investicijska usluga za poduzeće koje želi prikupiti kapital.

Ovlašteno investicijsko društvo ili banka:

- strukturira i vodi proces prodaje dionica ili obveznica ulagateljima
- komunicira ponudu tržištu kroz svoj prodajni / distribucijski kanal
- prezentira izdavatelja institucionalnim ulagateljima (npr. fondovima, bankama, osiguravateljima)
- zaprima i obrađuje naloge ulagatelja
- sudjeluje u određivanju cijene i količine u okviru ponude.

Drugim riječima, to su institucije koje aktivno rade na plasmanu vašeg instrumenta ulagateljima.

2) Organizacija i vođenje procesa izdavanja

Agent izdanja pomaže izdavatelju u:

- pripremi dokumentacije za ponudu i uvrštenje
- usklađivanju procesa s pravilima Hanfe i burze
- koordinaciji pravnih i financijskih savjetnika
- provedbi *roadshowa* i sastanaka s ulagateljima
- prikupljanju indikacija interesa i formiranju knjige ponuda (*book building*, ako se primjenjuje)
- tehničkoj provedbi upisa i alokacije vrijednosnih papira.

Bez agenta u praksi je nemoguće provesti IPO ili javnu ponudu obveznica.

3) Preuzimanje rizika ponude (ako postoji underwriting)

Ovisno o strukturi izdanja, investicijsko društvo ili banka može:

- preuzeti obvezu podupiranja ponude
- garantirati određeni iznos upisa
- otkupiti neprodani dio izdanja.

Odabrani model ovisi o dogovoru, tržištu i profilu izdavatelja.

4) Tehnička i regulatorna provedba ponude

Društvo se tako može fokusirati na pripremu, prezentacije i komunikaciju s ulagateljima, dok ovlaštena institucija vodi tehnički dio procesa.

5) Podrška nakon izdanja

Nakon IPO-a ili izdanja obveznica investicijska društva i kreditne institucije mogu:

- podržati rad izdavatelja u odnosima s tržištem
- sudjelovati u sekundarnim ponudama (SPO)
- pomagati u analizi tržišnog interesa i dinamike trgovanja.

Iako te aktivnosti nisu obvezne, u praksi su često dio odnosa izdavatelja i agenta tijekom prvih mjeseci nakon uvrštenja.

27. Tko sve može pružati te usluge izdavatelju?

Za poduzeće koje želi izdati dionice ili obveznice relevantna su:

- investicijska društva (brokeri koji imaju licencu za investicijske usluge)
- kreditne institucije koje imaju ovlaštenje Hanfe za pružanje investicijskih usluga.
- Oni mogu djelovati kao:
- agenti izdanja
- suagenti izdanja
- sudionici distribucijske mreže (prodajni kanali prema ulagateljima).

Sva ovlaštena društva nalaze se u registrima na internetskim stranicama Hanfe.

28. Zašto se cijena dionica mijenja iz dana u dan?

Tržišna cijena dionice mijenja se zato što tržište svakodnevno procjenjuje koliko je vaše društvo danas vrijedno i kakva su očekivanja o budućem rastu. Na kretanje cijene utječe nekoliko skupina čimbenika:

Makroekonomska kretanja – kamatne stope, inflacija, geopolitička kretanja i opće stanje gospodarstva utječu na apetit ulagatelja za rizikom.

Industrijski trendovi – promjene u vašem sektoru, tehnologiji ili regulatornom okviru mogu povećati ili smanjiti percepciju vrijednosti.

Rezultati i vijesti o vašem društvu – financijski rezultati, planovi rasta, novi proizvodi, odluke uprave ili promjene u strategiji mogu snažno utjecati na povjerenje ulagatelja.

Ponuda i potražnja – cijena se formira tamo gdje se susreću kupci i prodavatelji. Ako je interes ulagatelja za vaše dionice veći od ponude, cijena raste, i obratno.

Za društvo koje razmatra IPO važno je znati da tržište kontinuirano vrednuje informaciju – što je izvještavanje transparentnije i predvidljivije, to se volatilnost cijene smanjuje.

29. Zašto se tržišna cijena obveznice s vremenom mijenja?

Ako vaše društvo planira izdati obveznice, važno je razumjeti da njihova tržišna cijena nakon izdavanja nije fiksna. Investitori svakodnevno procjenjuju kamatne uvjete i rizik izdavatelja, pa se cijena može mijenjati tijekom trajanja obveznice.

Kretanje kamatnih stopa ima najveći utjecaj na tržišnu cijenu:

- Kada kamatne stope rastu, postojeće obveznice isplaćuju relativno nižu kamatu i njihova tržišna cijena pada.
- Kada kamatne stope padaju, postojeće obveznice postaju privlačnije i njihova tržišna cijena raste.

Cijena vaših obveznica ovisit će i o tome kako tržište procjenjuje rizik da društvo neće ispuniti svoje obveze. Kreditni rizik može narasti ili se smanjiti tijekom vremena, a to izravno utječe na cijenu na sljedeći način:

- Ako se poveća kreditni rizik (npr. pad prihoda, veća zaduženost, slabiji rezultati, negativne vijesti), ulagatelji traže veći prinos, pa tržišna cijena vaših već izdanih obveznica pada.
- Ako se smanji kreditni rizik (bolji rezultati, jače upravljanje, manji dug, dobra strategija, stabilniji novčani tokovi), obveznice postaju sigurnije pa njihova tržišna cijena raste.

Drugim riječima: što je percepcija rizika veća, cijena obveznice je niža, i obratno.

Za društvo koje razmatra izdavanje obveznica to ima nekoliko konkretnih implikacija:

- Vrijeme izdavanja i makrouvjete (posebno kamatne stope) snažno utječu na trošak financiranja.
- Kreditni rizik društva određuje koliko će prinosa investitori tražiti, a kvalitetnije financije i upravljanje znače niži trošak zaduživanja.
- Transparentno i dosljedno izvještavanje smanjuje neizvjesnost i volatilnost cijena na sekundarnom tržištu.
- Reputacija i povjerenje ulagatelja ključni su za stabilnu potražnju i niže troškove budućih izdanja.

30. Što znači transparentnost trgovanja?

Ako vaše društvo planira izdati obveznice ili razmatra IPO/uvrštenje, važno je razumjeti da je transparentnost ključan preduvjet povjerenja ulagatelja i funkcioniranja tržišta kapitala.

Transparentnost znači da tržište u svakom trenutku ima pravovremene, potpune i javno dostupne informacije o vašem poslovanju kako bi ulagatelji mogli donijeti utemeljene odluke.

Za izdavatelja to konkretno podrazumijeva obvezu redovnog i pravilnog objavljivanja informacija istovremeno putem:

- Službenog registra propisanih informacija Hanfe
- medija
- internetskih stranica Zagrebačke burze.

Tijekom razdoblja od najmanje pet godina izdavatelj ih je obavezan objavljivati i na svojim internetskim stranicama.

Te su informacije javne i dostupne svima pod jednakim uvjetima.

31. Koje informacije morate objavljivati kao izdavatelj?

1) Periodična izvješća

To su redovita izvješća koja društvo mora objavljivati za određena razdoblja, primjerice:

- godišnji, polugodišnji i kvartalni financijski izvještaji
- izvještaj o održivosti (ako je primjenjivo).

Ta izvješća daju tržištu cjelovit uvid u vaše poslovanje, rezultate i financijsko stanje.

2) Ad hoc izvješća (trenutačne objave važnih događaja)

To su informacije za koje se ne čeka kraj razdoblja, nego se objavljuju odmah kada se dogode. Primjeri su:

- promjene u vlasničkoj strukturi i glasačkim pravima
- pozivi za glavnu skupštinu
- sve druge informacije koje mogu utjecati na odluke ulagatelja.

3) Obveza objave povlaštenih informacija

Društvo mora bez odgode objaviti sve informacije koje bi mogle značajno utjecati na cijenu njegovih instrumenata. Primjeri uključuju:

- statusne promjene (spajanja, pripajanja, podjele)
- povećanje ili smanjenje temeljnog kapitala
- značajne pravne sporove, stjecanje važnih licenci, patenata ili druge bitne poslovne promjene.

Ulagatelji očekuju potpunu i pravovremenu informaciju. Bez nje će tražiti veći prinos ili se uopće neće odlučiti za ulaganje.

Transparentnost utječe i na trošak kapitala: što je društvo otvorenije i pouzdanije, to je prinos koji ulagatelji traže niži.

Kod IPO-a i obvezničkih izdanja transparentnost je ključna za povjerenje tržišta, stabilniju potražnju i lakšu komunikaciju s institucionalnim ulagateljima.

Kontinuirano i uredno ispunjavanje obveza smanjuje rizik regulatornih prekršaja i reputacijskih problema.

32. Kako se odredbe o zlouporabi tržišta primjenjuju na vas?

Povjerenje u tržište kapitala izrazito je važno i stoga je dužnost Hanfe nadzirati zakonitost postupanja sudionika na tržištu u kontekstu mogućih zlouporaba. Ako vaše društvo planira izdati obveznice ili razmatra IPO/uvrštenje, morate biti svjesni da tržište kapitala počiva na povjerenju i jednakom pristupu informacijama. Regulatorna o zlouporabi tržišta postoji kako bi osigurala da nijedan ulagatelj, rukovoditelj, zaposlenik ili povezana osoba nema povlaštenu poziciju zbog raspolaganja informacijama koje nisu dostupne javnosti.

Za poduzeće koje traži financiranje na tržištu kapitala to znači sljedeće:

- Od trenutka kada započnete pripreme za uvrštenje na burzu, ulazite u režim uređenih pravila objave i čuvanja informacija.
- Svaka povlaštena informacija mora biti kontrolirana, dokumentirana i zaštićena.
- Objave moraju biti pravovremene, potpune i istinite.
- Rukovoditelji i upućene osobe imaju posebne zabrane i ograničenja trgovanja.

Povlaštena informacija definirana je na način da sadrži sljedeće elemente:

- Treba biti precizna.
- Treba biti nedostupna javnosti.
- Treba se posredno ili neposredno odnositi na izdavatelja financijskog instrumenta ili na financijski instrument.
- Treba postojati vjerojatnost da bi ona imala značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili povezanih izvedenih financijskih instrumenata kada bi bila javno dostupna.

Ako vi ili bilo tko u vašem društvu posjeduje povlaštenu informaciju, strogo je zabranjeno:

- trgovati dionicama/obveznicama društva na temelju te informacije
- otkrivati tu informaciju drugima (osim u jasno opravdane svrhe)

- nagovarati druge da trguju na temelju takve informacije.

To se odnosi na upravu, nadzorni odbor, zaposlenike, savjetnike, banke, odvjetnike, partnere – bilo koga tko dođe u kontakt s povlaštenim informacijama.

Dodatne obveze izdavatelja (vrlo važno za društva koja ulaze na tržište kapitala)

Kada nešto postane povlaštena informacija, društvo je mora odmah objaviti. Objava se iznimno može odgoditi, ali samo ako je društvo sposobno osigurati potpunu povjerljivost i ako odgoda ne dovodi javnost u zabludu.

Svaki izdavatelj mora voditi formalni popis svih osoba koje imaju pristup povlaštenim informacijama. Popis mora biti ažuran, potpun i čuvan te dostupan nadležnima na zahtjev.

Osobe na rukovodećim pozicijama moraju prijaviti svaku svoju transakciju dionicama ili obveznicama društva, kao i povezanim instrumentima. Izdavatelj je dužan takve transakcije objaviti u roku od nekoliko dana. To je važno jer ulagatelji prate ponašanje rukovoditelja kao indikator povjerenja u društvo.

Rukovoditelji ne smiju trgovati u razdobljima kada društvo priprema financijske izvještaje („zatvoreni periodi“).

Manipulativna ponašanja

Kao izdavatelj trebali biste spriječiti i prepoznati interna ponašanja koja bi mogla dati lažnu ili obmanjujuću sliku o cijeni, ponudi ili potražnji vaših instrumenata.

Primjeri manipulacije tržištem:

- objava netočnih ili selektivnih informacija
- transakcije čiji cilj nije ulaganje, već stvaranje umjetnog dojma o kretanju cijene
- širenje glasina koje mogu utjecati na tržište
- usklađeno djelovanje više osoba radi umjetnog držanja cijene na željenoj razini.

Iako se manipulacija često povezuje s ulagateljima, važno je da i izdavatelj ne stvara situacije koje tržište mogu dovesti u zabludu – namjerno ili nenamjerno.

33. Jesu li za vas bitne investicijske analize i istraživanja?

Investicijske analize i istraživanja neovisne su procjene koje izrađuju analitičari investicijskih društava, banaka ili drugih ovlaštenih subjekata, a najčešće nastaju nakon što je društvo već uvršteno na tržište kapitala. Njihova je svrha ulagateljima pružiti procjene vrijednosti, rizika i

perspektive poslovanja izdavatelja. Iako se izrađuju za ulagatelje, one mogu imati važan utjecaj i na izdavatelja.

Za društvo koje se želi financirati investicijska istraživanja relevantna su zato što:

- mogu povećati vidljivost društva među institucionalnim ulagateljima
- mogu pridonijeti boljem razumijevanju poslovnog modela na tržištu
- mogu utjecati na interes ulagatelja u razdoblju nakon IPO-a ili izdanja obveznica
- mogu pomoći tržištu u formiranju stabilnije i utemeljene cijene na sekundarnom tržištu.

Nakon uvrštenja analitičari pripremaju svoje procjene na temelju javno dostupnih informacija izdavatelja (financijska izvješća, objave, prezentacije i strateški dokumenti). Zato je za izdavatelja važno imati uređeno, dosljedno i pravodobno izvještavanje jer kvaliteta objavljenih informacija izravno utječe na kvalitetu analiza.

Društvo ne kontrolira sadržaj investicijskih analiza jer se one moraju izrađivati objektivno i neovisno.

34. Što je istraživanje koje sponzorira izdavatelj i zašto je to relevantno izdavateljima?

Osim neovisnih analiza, društva – osobito mala i srednja te novi izdavatelji – mogu koristiti i *issuer sponsored research*. To je istraživanje koje naručuje i plaća izdavatelj, ali se mora izraditi u skladu s *EU Code of Conduct for Issuer-Sponsored Research*, koji je definiran ESMA-inim regulatornim tehničkim standardima (RTS).

Svrha mu je:

- povećati vidljivost društava, osobito onih koje još nitko ne pokriva
- osigurati objektivni, standardiziran i usporediv prikaz poslovanja
- poboljšati informiranost tržišta, osobito kod MSP-ova i novih izdavatelja
- olakšati ulazak potencijalnih ulagatelja, posebno nakon IPO-a
- pružiti dosljednu i kontinuiranu pokrivenost kroz minimalno vrijeme trajanja (npr. dvije godine).

Istraživanje koje sponzorira izdavatelj nije marketinški materijal. Ono mora biti:

- jasno označeno kao *issuer-sponsored research*
- objektivno, neovisno i bez utjecaja izdavatelja na sadržaj
- izrađeno u skladu s okvirom EU-a kako bi ga investicijska društva smjela distribuirati.

Prema novom okviru EU-a, istraživanje koje nije u skladu s kodeksom ne može se distribuirati kao *issuer-sponsored research*, već samo kao marketinška komunikacija, što značajno smanjuje njegov kredibilitet kod ulagatelja.

35. Što izdavatelj treba znati prije naručivanja istraživanja koje sponzorira izdavatelj?

To je istraživanje koje plaća izdavatelj, ali koje se smije objavljivati i distribuirati ulagateljima samo ako je pripremljeno u skladu s *EU Code of Conduct*. To društvu omogućuje veću vidljivost i pokrivenost, ali uz stroga pravila koja osiguravaju objektivnost i neovisnost istraživanja.

U praksi izdavatelj mora znati sljedeće:

1) Istraživanje mora biti neovisno i objektivno

Izdavatelj ne smije utjecati na sadržaj istraživanja. Osoba koja sastavlja istraživanje (autor istraživanja) mora imati uspostavljene politike za:

- identifikaciju, upravljanje i sprječavanje sukoba interesa
- vođenje registra svih potencijalnih i stvarnih sukoba interesa
- redovitu reviziju tih politika.

Izdavatelj ne smije tražiti izmjene zaključaka, cijena, procjena ili preporuka.

2) Izdavatelj ne smije pokušati utjecati na autore istraživanja

Kodeks jasno propisuje da izdavatelj:

- ne smije pokušati ishoditi povoljnije pokrivanje
- ne smije vršiti pritisak na autora istraživanja ni izravno ni neizravno.

3) Ugovor mora trajati barem 2 godine + 50 % naknade unaprijed

Za izvještaj koji se želi označiti kao *issuer-sponsored research*:

- minimalno trajanje početnog ugovora je 2 godine
- svako produljenje mora biti najmanje na 1 godinu
- izdavatelj mora platiti najmanje 50 % godišnje naknade unaprijed
- naknada ne smije imati varijabilne elemente povezane sa sadržajem izvještaja (npr. povoljniji ton).

4) Istraživanje mora biti jasno označeno kao issuer-sponsored research

Istraživanje mora:

- imati oznaku *issuer-sponsored research* na naslovnici i na svakoj stranici

- sadržavati sažetak koji navodi tko je platio izvještaj (u cijelosti ili djelomično)
- navoditi je li istraživanje javno dostupno ili rezervirano za određenu skupinu (ako je djelomično plaćeno)
- sadržavati ključne informacije o sukobima interesa i o odnosu izdavatelja s autorom istraživanja (npr. ako izdavatelj čini više od 5 % izvora prihoda autora istraživanja).

5) Ako ga je izdavatelj potpuno financirao – mora biti javno objavljeno

Ako izdavatelj u potpunosti financira istraživanje, ono mora biti besplatno i javno dostupno svim ulagateljima odmah po objavi. Ako ga je izdavatelj financirao djelomično, izdavatelj i autor istraživanja mogu dogovoriti razdoblje rezerviranog pristupa za određene skupine.

6) Istraživanje se mora ažurirati kada se dogodi važan događaj

Dok traje ugovor, autor istraživanja mora:

- objaviti informacije o ažuriranju čim se pojavi važna vijest koja može utjecati na cijenu vrijednosnih papira
- ukloniti oznaku *issuer-sponsored research* i staviti oznaku marketinška komunikacija ako analiza više ne zadovoljava kodeks (npr. zbog sukoba interesa ili tehničkih propusta).

7) Autor istraživanja mora čuvati dokumentaciju – izdavatelj mora biti spreman na transparentnost

Autor istraživanja mora voditi detaljne evidencije o ugovoru, naknadama, komunikaciji, korištenim izvorima, sukobima interesa itd.

Izdavatelj mora biti svjestan da će autor istraživanja:

- na zahtjev investicijskih društava morati otkriti sažete informacije o ugovoru i sukobima interesa da bi se moglo utvrditi da je istraživanje usklađeno sa zahtjevima *EU Code of Conduct*
- voditi potpunu arhivu komunikacije povezane sa sadržajem istraživanja
- čuvati podatke najmanje 5 godina.

36. Što je istiskivanje manjinskih dioničara (engl. *squeeze-out*)?

Istiskivanje manjinskih dioničara postupak je u kojem glavni dioničar koji drži najmanje 95 % temeljnog kapitala može odlukom glavne skupštine preuzeti dionice manjinskih dioničara uz isplatu primjerene novčane otpremnine. Time se omogućuje koncentracija vlasništva, ali uz obvezu zaštite manjinskih dioničara kroz pravičnu naknadu i postupke propisane Zakonom o trgovačkim društvima. Specifičnost kod uvrštenih društava jest postupak prijenosa dionica manjinskih dioničara nakon provedene ponude

za preuzimanje. Ako nakon ponude za preuzimanje ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički drže najmanje 95 % dionica s pravom glasa tog društva, ponuditelj u roku od 3 mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje ima pravo na prijenos dionica s pravom glasa manjinskih dioničara uz pravičnu naknadu. Zakon o preuzimanju dioničkih društava sadrži i simetrično pravo za manjinske dioničare u istoj situaciji – i oni u roku od 3 mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje imaju pravo zahtijevati da ponuditelj otkupi njihove dionice po pravičnoj cijeni.

37. Što ako dođe do povlačenja dionica s uvrštenja na uređenom tržištu?

Glavna skupština društva izdavatelja čije su dionice uvrštene na uređeno tržište, odnosno na Zagrebačku burzu, može donijeti odluku o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu, i to glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. Statutom se može odrediti i veća većina za donošenje takve odluke. Objava prijedloga odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu valjana je samo ako uključuje i neopozivu izjavu društva izdavatelja kojom se društvo obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv takve odluke otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu najkasnije u roku od tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar. Pravična naknada propisana je Zakonom o tržištu kapitala.