

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

ANALIZA JAVNIH PONUDB NA ZAGREBŠKI BORZI

Ljubljana, marec 2010

JURE ROZMAN

IZJAVA

Študent Jure Rozman izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aljoše Valentinčiča, in dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PRIMARNA IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV	2
1.1 Prednosti in pomankljivosti prve javne ponudbe	2
1.2 Stroški izdavanja vrednostnih papirjev	4
1.3 Donosi prvih javnih ponudb na dolgi rok	5
1.4 Donosi po prvem trgovačnem dnevju	7
1.5 Donosi nadaljnjih javnih ponudb	8
1.6 Kazalniki donosnosti in donosi po javni ponudbi	8
1.6.1 Uspešnost podjetij po javni ponudbi v primerjavi z ostalimi podjetji	9
2 RAZVITI IN PORAJAJOČI SE TRGI KAPITALA	10
3 ZAGREBŠKA BORZA	12
3.1 Crobex	13
3.2 Crobis	17
3.3 Trg vrednostnih papirjev na Hrvaškem	17
3.4 Velikost borznega trga	19
3.5 Ozadje trga kapitala na Hrvaškem	21
4 PRVE JAVNE PONUDBE NA ZAGREBŠKI BORZI	22
4.1 Pravni okvirji	23
4.2 Postopek javne ponudbe delnic na Hrvaškem	23
4.3 Določanje vpisne cene	25
4.4 Donosi po prvem trgovačnem dnevju v Zagrebu	26
4.5 Donos na sredstva hrvaških delnic po javni ponudbi	26
5 ANALIZA DELNIC PRVIH JAVNIH PONUDB	26
5.1 INA	26
5.2 Magma	29
5.3 HT-Hrvatske telekomunikacije	31
5.4 Genera	33
5.5 Atlantic Grupa	35
5.6 Optima telekom	37
SKLEP	39
LITERATURA IN VIRI	41

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Donosi prvih javnih ponudb in primerljivih delnic v petih letih</i>	6
<i>Slika 2: Vrednotenje biotehnoških delnic in mesečni IPO promet v ZDA</i>	7
<i>Slika 3: Povprečni donos javnih ponudb po prvem trgovalnem dnevju</i>	8
<i>Slika 4: Kazalec ROA leto pred javno ponudbo ter v letih po njej</i>	9
<i>Slika 5: Vrednosti indeksa Crobex od 3.1.2005 do 5.1.2010</i>	13
<i>Slika 6: Vrednosti indeksa Crobex10 od 31.7.2009 do 5.1.2010</i>	16
<i>Slika 7: Vrednosti indeksa Crobis od 3.1.2005 do 5.1.2010</i>	17
<i>Slika 8: Vrednost prvih javnih ponudb na Hrvaškem (v milijardah kun)</i>	22
<i>Slika 9: Donos Ine in indeksa Crobex od 1.12.2006 do 5.1.2010</i>	28
<i>Slika 10: Donos Magma in indeksa Crobex od 6.8.2007 do 5.1.2010</i>	30
<i>Slika 11: Donos Hrvatskih telekomunikacij in indeksa Crobex od 5.10.2007 do 5.1.2010</i>	32
<i>Slika 12: Donos Genere in indeksa Crobex od 23.10.2007 do 5.1.2010</i>	34
<i>Slika 13: Donos Atlantic Grupe in indeksa Crobex od 19.11.2007 do 5.1.2010</i>	36
<i>Slika 14: Donos Optima telekoma in indeksa Crobex od 7.1.2008 do 5.1.2010</i>	38

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Stroški prvih javnih ponudb v ZDA med letoma 1990-1994 v % izdaje</i>	5
<i>Tabela 2: Klasifikacije razredov razvitosti držav po bruto nacionalnemu dohodku (v USD)</i> . 10	
<i>Tabela 3: Delnice v indeksu Crobex</i>	14
<i>Tabela 4: Delnice v indeksu Crobex10</i>	15
<i>Tabela 5: Hrvaške delnice z največjo tržno kapitalizacijo v letu 2008</i>	16
<i>Tabela 6: Bonitetne ocene Hrvaške</i>	19
<i>Tabela 7: Tržne kapitalizacije primerljivih borz 11. aprila 2008 (v milijardah evrov)</i>	19
<i>Tabela 8: Tržna kapitalizacija zagrebske borze leta 2008 (v milijon kunah)</i>	20
<i>Tabela 9: Promet zagrebske borze leta 2008 (v milijon kunah)</i>	20
<i>Tabela 10: Vrednosti prvih javnih ponudb v letu 2007 (v milijardah evrov)</i>	22
<i>Tabela 11: Določeni razponi in vpisne cene delnic v prvih javnih ponudbah na Hrvaškem</i> ... 25	
<i>Tabela 12: Donosi hrvaških delnic prvi dan po javni ponudbi</i>	26
<i>Tabela 13: Kazalci delnic v javnih ponudbah na Hrvaškem na dan 31. 12. 2008</i>	26
<i>Tabela 14: Lastniška struktura družbe INA</i>	27
<i>Tabela 15: Poslovanje družbe INA</i>	28
<i>Tabela 16: Lastniška struktura družbe Magma</i>	30
<i>Tabela 17: Poslovanje družbe Magma</i>	31
<i>Tabela 18: Lastniška struktura družbe HT-Hrvatske telekomunikacije</i>	32
<i>Tabela 19: Poslovanje družbe HT-Hrvatske telekomunikacije</i>	33
<i>Tabela 20: Lastniška struktura družbe Genera</i>	34
<i>Tabela 21: Poslovanje družbe Genera</i>	35
<i>Tabela 22: Lastniška struktura družbe Atlantic Grupa</i>	36
<i>Tabela 23: Poslovanje družbe Atlantic Grupa</i>	37
<i>Tabela 24: Lastniška struktura družbe Optima telekom</i>	38
<i>Tabela 25: Poslovanje družbe Optima telekom</i>	39

UVOD

Malo dogodkov v življenju podjetja je tako pomembnih kot prva javna ponudba (angl. *initial public offering - IPO*). Po uspešni izvedbi prve javne ponudbe se pričinja z delnicami podjetja prvič trgovati na organiziranem trgu. Cilj izdajatelja je pridobiti finančna sredstva za širitev poslovanja, hkrati pa se tudi poveča likvidnost lastnih delnic ter dvigne prepoznavnost podjetja na višjo raven.

Konec leta 2006 in leta 2007 je bilo na borzi v Zagrebu opravljenih pet javnih ponudb, šesta pa v začetku leta 2008. V mojem diplomskem delu sem poskušal prikazati poglobljene značilnosti javnih ponudb ter opisati kaj se je dogajalo s tečajni novoizdanih delnic v času začetka medvedjega trenda na zagrebški borzi, ki je po razvitosti in številu delničarjev primerljiva z ljubljansko borzo. Preveril sem, ali tudi na zagrebški borzi veljajo zakonitosti visokih donosov delnic prvih javnih ponudb po prvem trgovanem dnevu ter ali na daljši rok pride do padca uspešnosti poslovanja podjetij iz javnih ponudb.

Analizo javnih ponudb sem opravil z vidika vlagateljev, zaradi česar so v ospredju primerjave doseženih donosov. Še zlasti so me zanimale morebitne razlike med kratkoročnimi in dolgoročnimi donosi javnih ponudb na zagrebški borzi in na razvitih trgih.

Diplomsko delo je razdeljeno na pet sklopov, ki se med seboj povezujejo in dopolnjujejo. Prvi opisuje načine izdajanja vrednostnih papirjev, prednosti in slabosti prve javne ponudbe, zakonitosti donosov delnic v javnih ponudbah prvi dan trgovanja in na daljši rok ter poslovanje družbe po javni ponudbi v primerjavi z ostalimi podjetji.

Drugi del opisuje razvijajoče se trge kapitala. V sklopu tretjega poglavja so opredeljene značilnosti hrvaškega kapitalskega trga ter trgovanja z delnicami na zagrebški borzi.

V četrtem delu sem predstavil dosedanje prve javne ponudbe na zagrebški borzi. Opisal sem postopek javne ponudbe delnic na Hrvaškem, dosežene donose po prvem trgovanem dnevu ter kaj se je zgodilo z donosnostjo sredstev po javnih ponudbah.

V petem delu sledi gibanje cen delnic ob kotaciji ter kazalci poslovanja družbe. Preveril sem tudi, kako kotacija vpliva na kazalce poslovanja podjetij ter ali je to skladno z ugotovitvami na ostalih trgih.

1 PRIMARNA IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Ločimo med prvo javno ponudbo in nadaljnji javnimi ponodbami oziroma SEO (angl. *seasoned equity offerings*). Prva javna ponudba pomeni prvo izdajo novih vrednostnih papirjev, s katero podjetje postane javno. Pri SEO gre za nove izdaje vrednostnih papirjev, ki so že prisotni na sekundarnem trgu. Tako je njihova cena na trgu že določena, vrednostne papirje pa se lahko ponudi tudi s predkupno pravico obstoječim delničarjem (Mikek, 2001, str. 14).

Podjetje, ki se odloči za izdajo vrednostnih papirjev, ima na razpolago različne načine izdaje. Pri tem se mora najprej odločiti za postopek zaprte (nejavne) ponudbe ali pa za javno ponudbo. V postopku javne ponudbe izdajatelj lahko sodeluje z investicijskim bankirjem, ali pa tudi ne, kar pomeni, da gre za neposredno javno ponudbo. Pri slednji podjetje samo oceni vrednost izdanih delnic ter poskrbi za promocijo in distribucijo vrednostnih papirjev (Bajraktarević, 2001, str. 5).

Naloge investicijskih bank se nanašajo na določanje potrebnega financiranja, tipa vrednostnih papirjev, ponudbene cene za vrednostne papirje ter na vzdrževanje trga. Investicijska banka mora v javnosti promovirati izdajo. V nasprotnem primeru lahko pride do nezadostnega vpisa ali prenizke cene delnic, saj novi oziroma potencialni investitorji skladno s slabšim poznavanjem zahtevajo višje stopnje donosa kot obstoječi lastniki ali pa ocenjujejo prihodnje priložnosti in posledično stopnje rasti nižje kot obstoječi lastniki. Oboje seveda negativno vpliva na ceno, ki so jo pripravljene plačati za delnico (Berk, Lončarski & Zajc, 2002, str. 196).

Pred javno ponudbo mora izdajatelj pridobiti vsa ustrezna dovoljenja agencije za trg z vrednostnimi papirji.

1.1 Prednosti in pomanjkljivosti prve javne ponudbe

Odločitev za javno ponudbo ni lahka, za marsikatero podjetje zna biti celo usodna. Uspešnost javne ponudbe zna ogroziti slabo izbran čas vstopa na organizirani trg vrednostnih papirjev ter nenazadnje tudi nezadostna priprava na celoten postopek. Tako poleg zgodb o uspešnih javnih ponodbah vedno nastopajo tudi zgodbe o neuspehu. Nekatere neuspešne javne družbe bi propadle tudi v zasebni lasti, nekatere pa bi se neuspehu lahko izognile s preprečitvijo javne ponudbe, ali pa če bi jo zgolj preložile. Ali je javna ponudba najboljša strategija za podjetje, mora vodstvo najprej pretehtati njene prednosti in slabosti, ki jih navajam v nadaljevanju:

Prednosti so (Blowers, Griffith & Milan, 1999, str. 29-33):

- Izboljšano finančno stanje podjetja

Prodaja delnic javnosti podjetju prinese sveža sredstva, ki jih ni potrebno vrniti. Finančno stanje se tako izboljša nemudoma.

- Povečano premoženje delničarjev

Vrednost delnic praviloma takoj po javni ponudbi skokovito naraste. Delnice, s katerimi se prosto trguje, praviloma dosegajo višje cene od delnic, ki ne nastopajo na organiziranem trgu. Vlagatelji so za javne družbe pripravljeni odšteti več, ker je količina delnic na trgu poznana vsem, ker javne družbe uživajo večjo mero zaupanja ter ker je na trgu prisotnih več informacij.

- Večja diverzifikacija portfeljev

Vlagatelji lahko z novimi delnicami povečajo in obogatijo svoje portfelje, pri tem pa se zmanjša njihovo tveganje.

- Pridobitev dodatnega kapitala

Podjetje z javno ponudbo lažje pride do potrebnega dodatnega kapitala, saj so vlagatelji bolj pripravljeni investirati v podjetje, ki mora pri javni ponudbi javno razkriti vse potrebne informacije, ki jih potrebujejo za svojo odločitev. Podjetje tako lahko z novimi sredstvi poplača morebitni dolg, financira raziskave in razvojne projekte, razširi poslovanje ali pa posodobi svoje obrate. V primerjavi z zasebnim financiranjem pridobljena sredstva s pomočjo javne ponudbe pogostjo povzročijo boljše vrednotenje podjetja. Javna ponudba olajša tudi pridobivanje novih sredstev v prihodnosti s pomočjo nadaljnjih javnih ponudb.

- Izboljšane možnosti za bodoča financiranja podjetja

Z javno ponudbo podjetje praviloma poveča svoje premoženje. Izboljšano razmerje dolga in kapitala omogoča dostop do večje količine sredstev oziroma zmanjša trenutne stroške izposoje sredstev.

- Boljše izhodišče za združevanja in prevzeme

Namesto, da bi podjetja prevzeme financirala z denarjem, v ta namen pogosto izdajo delnice. Lastniki prevzemne tarče bodo bolj naklonjeni sprejetju delnic, če se z njimi trguje na organiziranemu trgu. Likvidnost borznega trga jim omogoča večjo fleksibilnost – delnice lahko lažje prodajo ali pa jih zastavijo za morebitna posojila. Javni trg tudi pomaga pri vrednotenju delnic. V primeru, da so delnice v zasebni lasti, mora vsak posameznik sam oceniti njihovo vrednost ter upati, da se bodo lastniki podjetja z njegovo oceno strinjali. Na organiziranem trgu se cena delnic vzpostavlja vsak trgovalni dan.

- Izboljšan ugled podjetja in povečana udeležba zaposlenih

Podjetje lahko z vstopom na borzo utrdi svojo prepoznavnost. Pozornost medijev in finančnih ustanov ob prvi javni ponudbi namreč poskrbi za brezplačno publiciteto. Poznavanje podjetja v javnosti vodi do tega, da se tudi odjemalci in dobavitelji lažje odločijo za sodelovanje s

podjetjem. Ko delnice družbe kotirajo na borzi, družba lažje privabi in zadrži ključni kader, saj jih praviloma za uspešno delovanje nagrajuje z lastnimi delnicami.

Slabosti prve javne ponudbe so (Blowers et al., 1999, str. 33-36):

- Zmanjšanje nadzora

Ohranjanje nadzora v družbi je odvisno od deleža delnic, ki so ponujene za odkup na borzi. 51-odstotni delež sicer ohrani nadzor, vendar ga utegnejo zmanjšati naslednje ponudbe javnosti oziroma prihodnji nakupi deležev na sekundarnem trgu. Tovrstno tveganje najbolje odpravlja številčnost imetnikov delnic, vendar pa to še ni zadostne obramba pred sovražnim prevzemom.

- Delitev dobička

Vlagatelji si z investiranjem v podjetje delijo tveganje izgube ob slabem poslovanju, vendar so po drugi strani nagrajeni tudi z udeležbo pri morebitnem dobičku.

- Razkrivanje informacij

Uprava podjetja ni navdušena nad razkrivanjem operativnih podatkov, ki so na ta način dostopni konkurentom.

- Stroški poročanja

Podjetje je po prvi javni ponudbi obvezano periodično poročati pristojnim nadzornim organom, kar za majhna podjetja lahko pomeni velik strošek.

- Biti kos pričakovanjem delničarjev

Vlagatelji pričakujejo, da družba na borzi poroča o vedno večjih prihodkih, dobičku ter rasti tržnega deleža. V primeru, da imajo delničarji nerealna pričakovanja, bo to zniževalo vrednost delnic.

1.2 Stroški izdajanja vrednostnih papirjev

Pri izdaji navadnih delnic nastanejo visoki stroški izdaje, ki jih nosi izdajatelj. Lee, Lochhead in Ritter (1996, str. 67) so izmerili stroške različnih velikosti prvih javnih ponudb. Njihove ugotovitve so povzete v Tabeli 1. Po ugotovitvah Lee et al. (1996, str. 59) znaša povprečni strošek ameriških javnih ponudb med letoma 1990 in 1994 11,00 odstotka izdaje. Pri tem bruto marža predstavlja stroške investicijske banke, neposredne stroške pa mora podjetje plačati sodiščem, državi v obliki davkov, tiskarnam za tiskanje gradiva ipd. Celotni neposredni stroški so seštevki bruto marž in neposrednih stroškov. Pri povečevanju volumna izdaje so se pokazali učinki ekonomij obsega.

Tabela 1: Stroški prvih javnih ponudb v ZDA med letoma 1990-1994 v % izdaje

Velikost izdaje (v mio USD)	Bruto marža (v %)	Neposredni stroški (v %)	Celotni neposredni stroški (v %)
2 – 9,99	9,05	7,91	16,96
10 – 19,99	7,24	4,39	11,63
20 – 39,99	7,01	2,69	9,70
40 – 59,99	6,96	1,76	8,72
60 – 79,99	6,74	1,46	8,20
80 – 99,99	6,47	1,44	7,91
100 – 199,99	6,03	1,03	7,06
200 – 499,99	5,67	0,86	6,53
500 in več	5,21	0,51	5,72
SKUPAJ	7,31	3,69	11,00

Vir: I. Lee, S. Lochhead & J.Ritter, The cost of raising capital, 1996, str. 67, tabela 4.

1.3 Donosi prvih javnih ponudb na dolgi rok

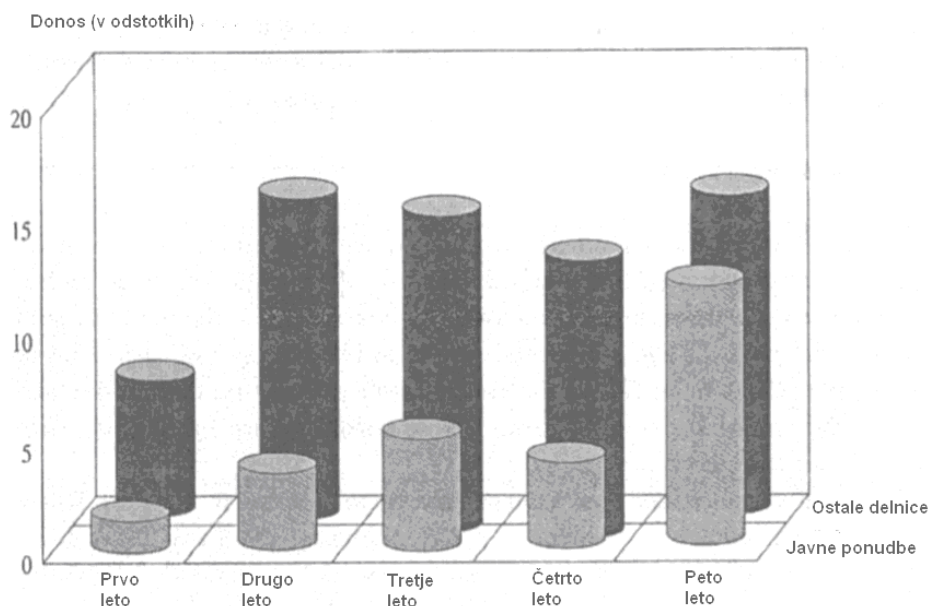
Na tematiko donosa prvih javnih ponudb so bile opravljene številne raziskave. Draho (2004, str. 306) navaja, da je prvo akademsko raziskavo¹ na to temo leta 1991 opravil Jay R. Ritter. Ugotovil je, da so vlagatelji, ki so kupili delnice družb iz prvih javnih ponudb v ZDA na koncu prvega trgovalnega dneva, po treh letih zabeležili nižji donos, kot pa če bi sredstva takrat vložili v primerljive delnice. Ritter (1991) je v vzorcu upošteval 1.526 prvih javnih ponudb med letoma 1975 in 1984. V obdobju po prvem trgovalnem dnevu pa do poteka treh let je donos omenjenih delnic v povprečju znašal 34,47 odstotka. Testni vzorec 1.526 delnic na borzi, ki so bile primerljive po panogi in tržni vrednosti, so v enakem obdobju zabeležile 61,86-odstotni donos. Vse prihodnje raziskave, ki so bile narejene na podlagi večjih vzorcev in daljših obdobj, so pritrdele omenjeni tezi.

Tim Loughran in Jay R. Ritter sta leta 1995 razširila raziskavo iz leta 1991. V svojo raziskavo sta vključila 4.753 podjetij, ki so prvo oziroma vse nadaljnje javne ponudbe izvedli med letoma 1970 in 1990. Dobljeni rezultati so znova jasno pokazali, da so proučevane javne ponudbe zabeležile slab donos. Vsaka družba z javno ponudbo je bila postavljena ob bok primerljivi javni delniški družbi, primerjava pa je bila narejena s pomočjo zabeleženih donosov. Avtorja sta za primerjavo uporabila enostavno in intuitivno merilo za primerjavo donosov, imenovano BHR (angl. *buy-and-hold return*). BHR pomeni celoten donos, ki bi ga vlagatelj zabeležil, če bi na koncu prvega trgovalnega dneva kupil delnice z javne ponudbe ter jih prodal na koncu časovnega obdobja. Ugotovila sta naslednje (Draho, 2004, str. 307-308):

¹ R. Stern in P. Bornstein sta leta 1985 v reviji Forbes objavila neformalno analizo o nizki donosnosti prvih javnih ponudb.

1. Povprečna BHR delnic z javne ponudbe in ostalih delnic na borzi sta znašala 15,7 oziroma 66,4 odstotka. Geometrijska sredina omenjenih donosov je znašala 5 oziroma 12 odstotkov.
2. Za vsako izmed petih let sta izračunala povprečni BHR, in sicer tako za delnice javnih ponudb kot za preostale delnice. Tako sta prišla do petih relativnih donosov, ki so razmerje med povprečnim BHR-om delnic z javnih ponudb in povprečnim BHR-om preostalih delnic. Povprečni relativni donos v petih letih je znašal 0,7. Vlagatelj bi v delnice javnih ponudb na začetku obdobja moral vložiti 44 odstotkov več kapitala, da bi na koncu zabeležil tak absoluten znesek sredstev, kot če bi na začetku sredstva vložil v primerljive delnice na borzi.
3. Povprečna javna ponudba ni zabeležila slabšega donosa od trga v prvih šestih mesecih, vendar pa je njen donos izredno upadel v naslednjih 18 mesecih. Donosi so bili najbolj slabi v letih z veliko števili javnih ponudb na borzi. Javnih ponudb je bilo najmanj sredi in proti koncu sedemdesetih ter tudi proti koncu osemdesetih let prejšnjega stoletja. Relativni donos v petih letih je bil takrat skoraj vedno nad vrednostjo 0,85 ter je tudi presegel vrednost 1,0. V letih z večjim številom javnih ponudb, na začetku sedemdesetih in na začetku do sredine osemdesetih je bil relativni donos vedno pod vrednostjo 0,7. Leta 1980 je celo dosegel vrednost 0,34.
4. Omenjeni povprečni BHR in relativni donosi so bili izračunani z enako utežjo za vsako javno ponudbo. Donosi, tehtani na podlagi tržne kapitalizacije, se bolje približajo realnemu stanju. Povprečni tehtani relativni donos je tako znašal 0,8, kar pomeni, da so bili donosi javnih ponudb slabši med manjšimi družbami.

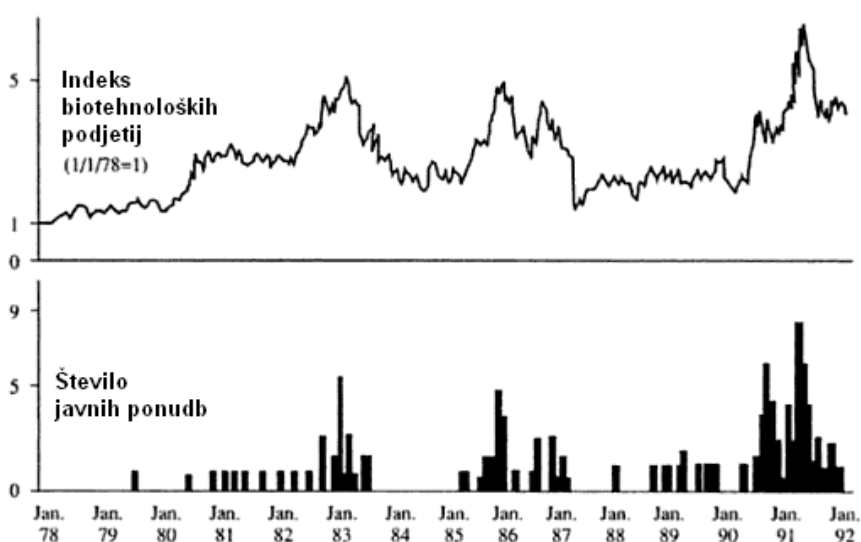
Slika 1: Donosi prvih javnih ponudb in primerljivih delnic v petih letih



Vir: J. Draho, *The IPO Decision*, 2005, str. 308.

Vrednotenja delnic v prvi javni ponudbi po treh letih trgovanja v več kot 80 odstotkov primerov niso zadostila pričakovanjem trga. Donos na srednji rok je bil namreč slabši kot donos v obstoječe delnice; vlagatelj je po treh letih v povprečju ostal z 83 centi, medtem ko bi pri investiranju v podobne delnice, ki niso bile predmet prve javne ponudbe, dobil en dolar. Razlog za nižji donos gre iskati v dejstvu, da so vlagatelji periodično preveč optimistični glede rasti prihodkov družb, ki so na začetku življenjske dobe. Drugi razlog tiči v dejstvu, da podjetja izrabijo sentiment v svojo korist ter se za prvo javno ponudbo odločijo v teh optimističnih obdobjih (Kleeburg, 2005, str. 30).

Slika 2: Vrednotenje biotehnoških delnic in mesečni IPO promet v ZDA



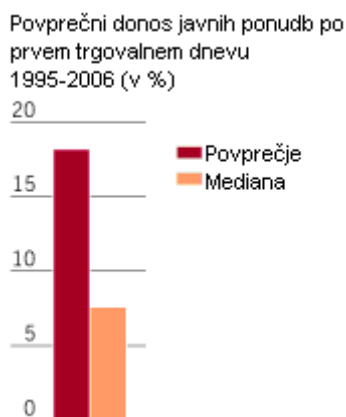
Vir: J. Draho, *The IPO Decision*, 2005, str. 15.

Z raziskavami dolgoročnih donosov javnih ponudb so nadaljevali tudi raziskovalci na evropskih, azijskih in južnoameriških trgih. Velika večina je pritrčila, da so javne ponudbe na dolgi rok zabeležile podpovprečne donose. Tako so slabi dolgoročni donosi javnih ponudb postali globalen fenomen; do slabših donosov je namreč prišlo v državah z različno zakonodajo in organiziranostjo borznega trga. To namiguje, da podpovprečen donos ni posledica točno določenih značilnosti ameriškega trga, temveč gre za fenomen prvih javnih ponudb (Draho, 2004, str. 307-308).

1.4 Donosi po prvem trgovalnem dnevu

Kaplan (1997) je v svoji študiji 1.526 javnih ponudb med letoma 1984 in 1995 v ZDA ugotovil, da je donos ob koncu prvega dne trgovanja na borzi v povprečju znašal 16,4 odstotka (Kleeburg, 2005, str. 29). Novejši podatki o donosu po prvem trgovalnem dnevu med letoma 1995 in 2006 podajajo podobno informacijo:

Slika 3: Povprečni donos javnih ponudb po prvem trgovanem dnevu



Vir: *Private equity IPOs*, 2009.

1.5 Donosi nadaljnjih javnih ponudb

Nadaljnje javne ponudbe so podobno kot prve javne ponudbe zabeležile podpovprečne donose. Povprečna petletna BHR za SEO in primerljive delnice sta po raziskavah Loughrana in Ritterja znašala 33,4 oziroma 92,8 odstotka. Geometrijski sredini povprečnih letnih donosov sta znašali 7 in 15 odstotkov. Vlagatelj bi tako moral ponovno vložiti 44 odstotkov več sredstev v nadaljnje javne ponudbe v primerjavi z ostalimi delnicami, da bi na koncu petih let dosegel enak absolutni donos. Tudi časovni vzorci se skladajo s tistimi iz prvih javnih ponudb. Do podpovprečnih donosov je prišlo po šestih mesecih, najslabši donosi pa so se zgodili v naslednjih 18 mesecih. Časovno gledano so bili donosi najnižji v letih z veliko javnimi ponodbami. Tehtani povprečni relativni donos je znašal 0,76. Tehtanje donosov na podlagi tržne kapitalizacije je tako imelo manjši vpliv na podpovprečne donose nadaljnjih javnih ponudb, kar nakazuje, da so bolj enakomerno porazdeljeni med družbami z različno velikostjo. Podobnost med IPO in SEO donosi ni presenetljiva. Veliko nadaljnjih javnih ponudb je majhnih in tveganih, do njih pa pride že nekaj let po prvi javni ponudbi (Draho, 2004, str. 309).

1.6 Kazalniki donosnosti in donosi po javni ponudbi

Chi in Padgett (2006, str. 28) sta v raziskavi 320 prvih javnih ponudb med januarjem 1996 in decembrom 1997 na Kitajskem ugotovili, da delnice podjetij z višjimi kazalniki donosnosti, kot je npr. donos na sredstva (angl. *return on assets* - ROA)², manjših velikosti (nižjim obsegom prodaje), z višjo rastjo prihodkov in višjo zadolženostjo dolgoročno beležijo višje donose. Dobljeni rezultati regresijske analize so pokazali, da vlagatelji pri vlaganju upoštevajo finančne kazalce.

² Donos na sredstva hrvaških delnic je naveden v poglavju 4.5.

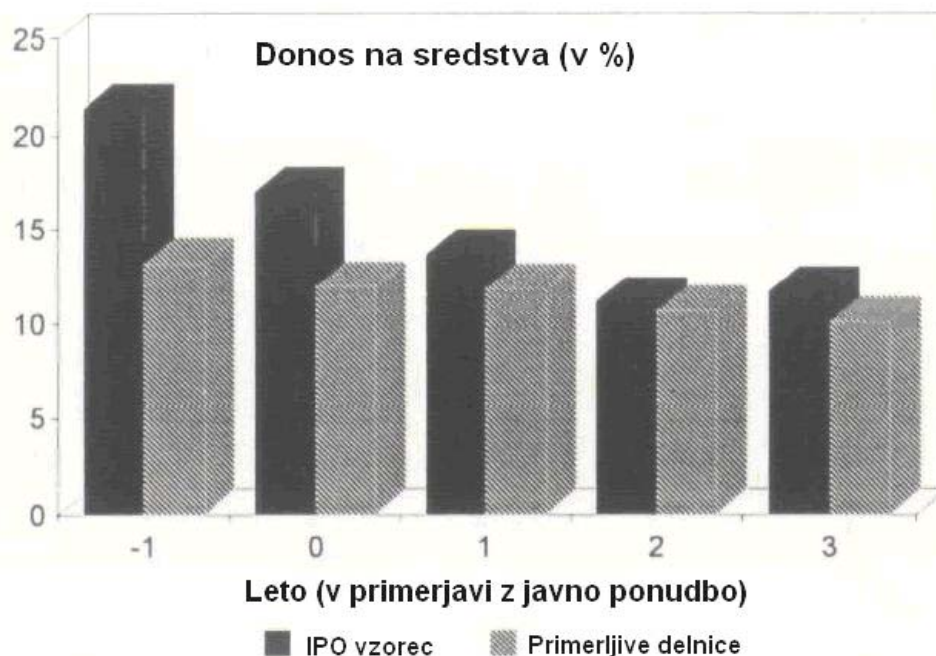
Do podobnih ugotovitev so v svoji analizi prišli tudi Collins, Maydew in Weiss (1997). Ugotovili so, da ima dobičkonosnost podjetja pozitivno korelacijo s cenami delnic in letnimi donosi na borzi.

Donos na sredstva prikazuje donosnost celotnih sredstev podjetja. Kazalnik pokaže, koliko dobička podjetje ustvari s sredstvi, ki jih ima na voljo. Proučevanje tega kazalnika nam omogoči najboljši pogled v kakovost menedžmenta podjetja. Zelo nizke vrednosti ROA pomenijo, da bi podjetja morda morala razmisliti o odprodaji nekaterih sredstev (Mastnak, 2007, str. 48-49).

1.6.1 Uspešnost podjetij po javni ponudbi v primerjavi z ostalimi podjetji

Statistični podatki sicer kažejo, da uspešnost podjetij po javni ponudbi znatno upade. V raziskavi Jain in Kini (1994), ki sta preučevala vzorec 682 prvih javnih ponudb v ZDA med letoma 1976 in 1988, je kazalec ROA v času enega leta pred javno ponudbo do enega leta po javni ponudbi upadel za 8 odstotnih točk oziroma za 6,5 odstotne točke znotraj panoge. Omenjeni kazalec je bil pred javno ponudbo sicer nad vrednostmi ostalih primerljivih podjetij (Draho, 2004, str. 322).

Slika 4: Kazalec ROA leto pred javno ponudbo ter v letih po njej



Vir: B. Jain & O. Kini, *The post-issue operating performance of IPO firms*, 1994, str. 1710.

Padec uspešnosti podjetij po javni ponudbi je v nasprotju z dejstvom, da so podjetja v prvih javnih ponudbah sprva vrednotena pri visokih razmerjih cene in dobička na delnico (P/E), kar nakazuje na pričakovanja vlagateljev po visoki stopnji rasti prihodkov v prihodnosti. Dejstvo

je, da raven dobičkovnih marž, na katerih omenjene predpostavke temeljijo, v resnici ni niti ohranjena (Jain & Kini, 1994, str. 1700).³

Možna razlaga za padec kazalcev bi lahko bila, da se po kotaciji na borzi število delnic ter vrednost kapitala in sredstev podjetja nemudoma povečajo, na rast dobička pa je potrebno počakati. Tako lahko pričakujemo padec donosa na sredstva (ROA) ter donosa na kapital (ROE). Vendar pa bi v tem primeru kazalci upadli le v letu pričetka trgovanja na sekundarnem trgu (v letu 0), po rezultatih raziskav sodeč pa padanje kazalcev traja tri leta po uvrstitvi vrednostnih papirjev na sekundarni trg. Padec dobičkonosnosti tako ni enkratni pojav ob izdaji delnic, temveč posledica slabšega poslovanja podjetja (Chi & Padget, 2006, str. 32).

Razlog za padec uspešnosti gre iskati v več dejavnikih. Večja podjetja praviloma beležijo počasnejšo rast kot majhna, prav tako pa mlajša podjetja rastejo hitreje (Draho, 2004, str. 322).

Jain in Kini (1994, str. 1700) med vzroke uvrščata še nižjo raven udeležbe vodstva podjetja v lastniški strukturi, lepšanje bilanc pred javno ponudbo ter odločitev za javno ponudbo v času dobrih rezultatov podjetja, ki dolgoročno niso vzdržni. Skupna imenovalca vseh treh razlag sta prisotnost informacijske asimetrije ter konflikt interesov med prvotnimi lastniki podjetja in novimi delničarji.

2 RAZVITI IN PORAJAJOČI SE TRGI KAPITALA

Osnovi za delitev trgov na razvite in porajajoče se trge (angl. *emerging markets*) sta njihova velikost in stopnja razvoja gospodarstva, v katerem ti trgi delujejo. Svetovna banka trenutno med gospodarstva z visokimi prihodki (angl. *high-income economy*) uvršča države, kjer je bruto nacionalni dohodek na prebivalca leta 2008 znašal vsaj 11.906 ameriških dolarjev. V omenjenem letu se je Hrvaški prvič uspelo uvrstiti v ta razred. Od leta 1995 naprej se je uvrščala v razred višjih srednjih prihodkov (World Bank analytical classifications, 2009).

Tabela 2: Klasifikacije razredov razvitosti držav po bruto nacionalnemu dohodku (v USD)

Leto	2006	2007	2008
Nizki prihodki	<= 905	<= 935	<= 975
Nižji srednji prihodki	906-3.595	936-3.705	976-3.855
Višji srednji prihodki	3.596-11.115	3.706-11.455	3.856-11.905
Visoki prihodki	> 11.115	> 11.455	> 11.905

Vir: World Bank analytical classifications, 2009.

³ Kazalci ROA in dobičkovnih marž za delnice hrvaških prvih javnih ponudb so podrobneje navedeni v poglavjih 5.1 – 5.6.

Kleindienst (2001, str. 408) navaja, da je za razvite trge značilno veliko število tržnih udeležencev (tako vlagateljev kot izdajalcev vrednostnih papirjev), odlično razvita tehnološka in regulativna infrastruktura trga, zelo dobra razpoložljivost in pretok informacij, kakor tudi visoka odprtost za tuje tržne udeležence (tako vlagatelje kot izdajatelje). Za te trge je značilno tudi to, da so vsaj zmerno učinkoviti, kar pomeni, da tečaji delnic na njih vsaj večino časa zadovoljivo odražajo njihove dejanske vrednosti. V to skupino se uvrščajo predvsem ameriški trg kapitala, večji zahodnoevropski trgi kapitala in nekateri azijski trgi (Japonska, Hongkong, Singapur, Avstralija in Nova Zelandija).

Med porajajoče se trge kapitala sodijo predvsem vzhodnoazijski, južnoameriški in srednjeevropski trgi kapitala. Porajajoči se trgi kapitala se od razvitih razlikujejo po več pomembnih značilnostih. Medtem ko so naložbe na razvitih trgih kapitala investitorjem dostopne brez omejitev, za večino porajajočih se trgov ta ugotovitev ne velja. Oblika omejitev, ki veljajo za tuje portfeljske investitorje, se razlikuje od primera do primera, prav tako njihova strogost.

Za porajajoče se trge kapitala je na splošno značilna manjša operativna in tudi siceršnja učinkovitost. Sodiijo med šibko učinkovite, kar pomeni, da lahko tečaj določene delnice ali skupine finančnih naložb na njih dlje občutneje odstopa od njihove dejanske ali notranje vrednosti (angl. *intrinsic value*). Dobro obveščeni investitorji lahko to dejstvo obrnejo sebi v prid in dosežejo presežno vrednost portfelja oziroma premagajo trg. Na razvitih trgih kapitala je to precej težje doseči, k čemur v veliki meri pripomore tudi učinkovito kroženje informacij.

Investiranje v delnice na porajajočih se trgih kapitala je zlasti za tuje investitorje, ki so z njimi slabše seznanjeni, iz vrste razlogov precej bolj tvegano kot investiranje na razvite trge:

- Politično in/ali deželno tveganje držav, katerih trgi kapitala se uvrščajo v skupino porajajočih se trgov, je v povprečju precej višje od političnega/deželnega tveganja razvitih tržnih gospodarstev. Vlaganje v delnice na porajajočih se trgih kapitala s seboj prinaša tveganja, ki jih na razvitih trgih skoraj ne poznamo. Investitor je namreč izpostavljen tveganju razlastitve premoženja, nacionalizacije, večjih neugodnih sprememb zakonodaje, ki ureja trg vrednostnih papirjev, sprememb v davčni politiki, omejitev pri zamenjavi valut in ostalih sprememb poslovnega okolja – v skrajnem primeru celo vojni. Investitor je izpostavljen tudi tveganju nenadnih sprememb v ekonomski politiki.
- Investitor v delnice na porajajočih se trgih kapitala običajno prevzema nadpovprečno visoko valutno tveganje. Zaradi večje nestabilnosti teh gospodarstev je v povprečju večja tudi nestabilnost tečajev tamkajšnjih valut. Eden največjih povzročiteljev valutnega tveganja na razvijajočih se trgih kapitala je visoka stopnja inflacije, ki lahko doseže tudi več kot tisoč odstotkov letno.
- Informacije o izdajateljih vrednostnih papirjev in o trgu kapitala nasploh so bistveno težje dosegljive in manj zanesljive kot na razvitih trgih kapitala.

- Večina teh trgov je majhnih in temu ustrezno nizka je običajno tudi likvidnost delnic. Investitor tako sprejema precejšnje tveganje, da delnic ne bo mogel hitro prodati ali pa bo to lahko storil le s precejšnjimi stroški (delnico bo prodal po nizki ceni). Pri investiranju v delnice večjih podjetij na razvitih trgih kapitala je takšno tveganje zanemarljivo.
- K nadpovprečnemu tveganju delnic na porajajočih se trgih kapitala pomembno pripomorejo tudi pomanjkljiv nadzor in zakonodaja, njeno nedosledno izvrševanje in pogosto spreminjanje, nezadostna preglednost trgov, pomanjkljiv razvoj lokalnih računovodskih standardov, slabo razvita praksa obvladovanja podjetij (angl. *corporate governance*) ter čezmerno vmešavanje politike v podjetja in delovanje trga. K tveganju dostikrat pripomorejo tudi sami izdajatelji delnic, ki vlagatelje neustrezno obveščajo o pomembnih poslovnih dogodkih, ki lahko pomembno vplivajo na gibanje tečajev delnic, in tako omogočajo trgovanje na osnovi notranjih informacij ter manipulacije s tečaji. Zaščita pravic malih delničarjev je šibkejša kot na razvitih trgih, k temu pa dostikrat pripomorejo celo vlade teh držav, ki privilegirajo večinske ali strateške investitorje. Porajajoči se trgi kapitala so v zadnjih letih izpostavljeni tudi vplivom pretoka kratkoročnega špekulativnega kapitala, ki lahko tečaje delnic pomembno zaniha (tako navzgor kot navzdol) v razmeroma kratkem času.

3 ZAGREBŠKA BORZA

Začetki zagrebške borze segajo v leto 1907. Takrat sta imeli Hrvaška in Slavonija kot del Avstroogrškega cesarstva sicer zagotovljeno avtonomijo, vendar pa je o gospodarstvu in trgovini odločala vlada v Budimpešti. Hrvaški podjetniki so v želji po večji neodvisnosti ustanovili lastno Zvezo industrijcev in trgovcev, znotraj nje pa so 15. junija 1907 zasnovali Sekcijo za blago in vrednostne papirje. Tako se je vzpostavil trg hrvaških vrednostnih papirjev, ki jih borzi na Dunaju in v Budimpešti nista sprejeli v promet. Borza je obratovala do leta 1945, ko kot špekulativni organ več ni imela prostora v takratni socialistični družbi. Dejavnost borze je bila ponovno vzpostavljena leta 1991, ko je skupaj 25 bank in dve zavarovalnici določilo zagrebško borzo kot osrednjo institucijo za trgovanje z vrednostnimi papirji na Hrvaškem. To funkcijo borza opravlja še danes. Leta 1994 je bil uveden elektronski način trgovanja. Posrednikom tako ni bila več potrebna fizična prisotnost, vse posle so lahko opravili iz svojih pisarn prek telekomunikacijskih kanalov. Ti so omogočili skokovit razmah borznega trgovanja, od leta 1995 do leta 2000 se je tržna kapitalizacija povečala za 982,6 odstotka (Zagrebška borza, 2009).

V začetku leta 2007 je bila uresničena pripojitev varaždinske borze k zagrebški borzi, na slednji pa je tako posledično prišlo do večjega števila uvrščenih vrednostnih papirjev ter obsega trgovanja. Sedaj je zagrebška borza aktivna tudi na mednarodni ravni, je ustanoviteljica in članica Federacije evro-azijskih borz ter dopisna članica Federacije evropskih borz. Pri zasnovi načel korporativnega upravljanja je sodelovala z Organizacijo za

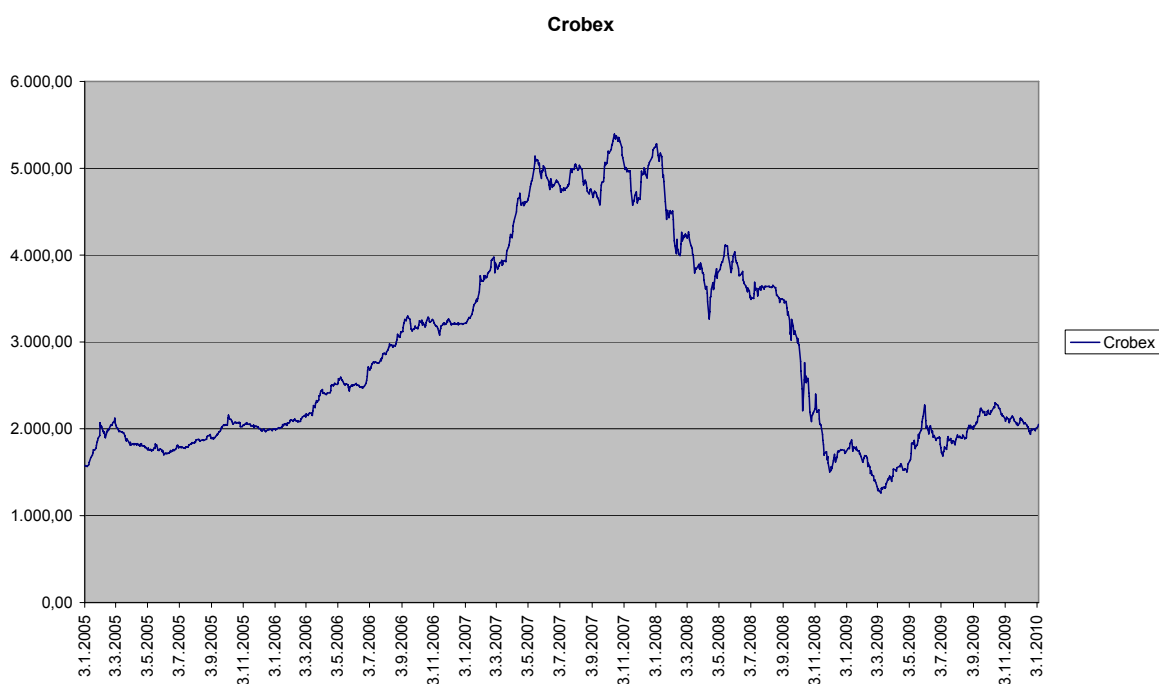
gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD), pri posameznih projektih na borzi pa so sodelovali tudi zaposleni londonske borze in ameriške Komisije za vrednostne papirje (SEC) (Zagrebska borza, 2009).

Trgovanje z vrednostnimi papirji (delnicami in obveznicami) na zagrebški borzi poteka s pomočjo elektronskega sistema. Vseh 40 članov (28 borznoposredniških družb in 12 bank), ki delujejo kot posrednik med kupcem in prodajalcem, je z borzo povezanih prek telekomunikacijskih kanalov. Naročila posredujejo iz svojih delovnih prostorov. Enotni prostor, kjer bi se odvijalo trgovanje z vrednostnimi papirji na Hrvaškem tako ne obstaja, vsi posli se sklepajo prek elektronsko povezanih trgovcev. Vsi člani borze imajo omogočeno trgovanje v realnem času (brez časovne zakasnitve) ter so v enakopravnem položaju pri istočasnem prejemanju informacij o trenutni ponudbi vrednostnih papirjev. Trgovanje poteka vsak delovni dan med 10. in 16. uro, borza pa dostop do podatkov o trgovanju v realnem času omogoča prek storitve ZSE Monitor, ki je za stranke sicer plačljiva (Zagrebska borza, 2009).

3.1 Crobex

Osrednji indeks zagrebške borze Crobex se je začel izračunavati 1. septembra 1997, za bazni datum pa je bil izbran 1. julij 1997. Začetna vrednost je bila postavljena na 1.000 točk. Indeks je tehtan na osnovi tržne kapitalizacije, ki je trgu resnično na voljo (angl. *free float*), velikost posamezne družbe v njegovem izračunu pa ne more preseči 15 odstotkov. V primeru, da se z delnico v indeksu Crobex na izbran dan ni trgovalo, se v izračunu upošteva zadnja znana cena (Zagrebska borza, 2009).

Slika 5: Vrednosti indeksa Crobex od 3.1.2005 do 5.1.2010



Vir: Zagrebska borza, 2010.

Še pred pripojitvijo varaždinske borze je bila zagrebška borza primorana spremeniti metodologijo, po kateri je takrat izračunavala osrednji borzni indeks Crobex. Zaradi povečane likvidnosti bi prvotni kriterij, po katerem so se delnice uvrstile v osrednji hrvaški borzni indeks, ustrezal prevelikemu številu delnic. Pred pripojitvijo se je indeks izračunaval na osnovi polne tržne kapitalizacije delnic posamezne družbe, po novi metodologiji pa vključuje zgolj delež tržne kapitalizacije, ki je trgu resnično na voljo. Hkrati so bili vzpostavljeni tudi novi postopki za hitrejšo sprejetje novih delnic v izračun indeksa, potreben čas se je skrajšal s šest mesecev na en mesec (Zagrebška borza, 2009).

Komisija je z revizijo novega indeksa zaključila 7. marca 2006, do izračunavanja indeksa po novem načinu pa je prišlo po koncu trgovanja 16. marca 2006, ko je varaždinska borza tudi uradno prenehala delovati. Pogoje za vključitev v indeks je izpolnjevalo 17 delnic iz prejšnje sestave (Adris Grupa, Arenaturist, Atlantska plovdba, Belišće, Dalekovod, HUP Zagreb, IGH, Jadroplov, Končar elektroindustrija, Luka Ploče, Petrokemija, Podravka, PBZ, Riviera Poreč, Tankerska plovdba, Tehnika, Uljanik Plovdba), sedem delnic varaždinskega VIN indeksa (Plastik, Badel 1862, Đuro Đaković Holding, Karlovačka banka, Viro industrija šećera) ter delnice družbe INA, ki so izpolnjevale kriterij za hitro sprejetje (Zagrebška borza, 2009).

Od 24. marca 2009 se indeks Crobex izračunava na podlagi 24 delnic.

Tabela 3: Delnice v indeksu Crobex

	Oznaka	Ime družbe	Free float faktor	Število delnic v indeksu Crobex
1	ADRS-P-A	Adris grupa d.d.	95,00%	6.444.895
2	ATGR-R-A	Atlantic grupa d.d.	25,00%	617.499
3	ATPL-R-A	Atlantska plovdba d.d.	85,00%	1.186.192
4	DDJH-R-A	Đuro Đaković holding d.d.	55,00%	1.780.387
5	DLKV-R-A	Dalekovod d.d.	85,00%	1.949.740
6	ERNT-R-A	Ericsson Nikola Tesla d.d.	45,00%	599.243
7	HT-R-A	HT d.d.	50,00%	8.262.644
8	IGH-R-A	Institut IGH d.d.	90,00%	142.722
9	INA-R-A	INA - Industrija nafte d.d.	8,0%	800.000
10	INGR-R-A	INGRA d.d.	80,00%	6.000.000
11	JDPL-R-A	Jadroplov d.d.	30,00%	491.002
12	KOEI-R-A	Končar elektroindustrija d.d.	40,00%	1.028.848

se nadaljuje

nadaljevanje

	Oznaka	Ime družbe	Free float faktor	Število delnic v indeksu Crobex
13	KORF-R-A	Dom Holding d.d.	45,00%	3.360.256
14	LEDO-R-A	Ledo d.d.	25,00%	55.043
15	LKPC-R-A	Luka Ploče d.d.	40,00%	89.046
16	PBZ-R-A	Privredna banka Zagreb d.d.	3,0%	572.243
17	PODR-R-A	Podravka d.d.	45,00%	2.439.001
18	PTKM-R-A	Petrokemija d.d.	45,00%	1.503.503
19	THNK-R-A	Tehnika d.d.	70,00%	132.622
20	TNPL-R-A	Tankerska plovdba d.d.	16,00%	100.222
21	ULPL-R-A	Uljanik Plovdba d.d.	80,00%	464.000
22	VDKT-R-A	Viadukt d.d.	85,00%	388.291
23	VIRO-R-A	Viro tvornica šećera d.d.	35,00%	485.333
24	ZABA-R-A	Zagrebačka banka d.d.	4,0%	2.561.936

Vir: Zagrebska borza, 2009.

S 7. septembrom 2009 je zagrebska borza pričela z objavljajem novega indeksa Crobex10.

Tabela 4: Delnice v indeksu Crobex10

	Oznaka	Ime družbe	Free float faktor	Število delnic v indeksu Crobex
1	ADRS-P-A	Adris grupa d.d.	95,00%	6.444.895
2	ATPL-R-A	Atlantska plovdba d.d.	85,00%	1.186.192
3	DLKV-R-A	Dalekovod d.d.	85,00%	1.949.740
4	ERNT-R-A	Ericsson Nikola Tesla d.d.	45,00%	599.243
5	HT-R-A	HT d.d.	50,00%	8.262.644
6	IGH-R-A	Institut IGH d.d.	90,00%	142.722
7	INA-R-A	INA - Industrija nafte d.d.	8,0%	800.000
8	INGR-R-A	INGRA d.d.	80,00%	6.000.000
9	JDPL-R-A	Jadroplov d.d.	30,00%	491.002
10	KOEI-R-A	Končar elektroindustrija d.d.	40,00%	1.028.848

Vir: Zagrebska borza, 2009.

Osnovna vrednost indeksa Crobex10 znaša 1.000 točk, posamezna delnica pa ima največ 20-odstotno utež. Za bazni datum je bil izbran 7. julij 2009. Revizija novega indeksa se bo opravljala na šest mesecev (Zagrebska borza, 2009).

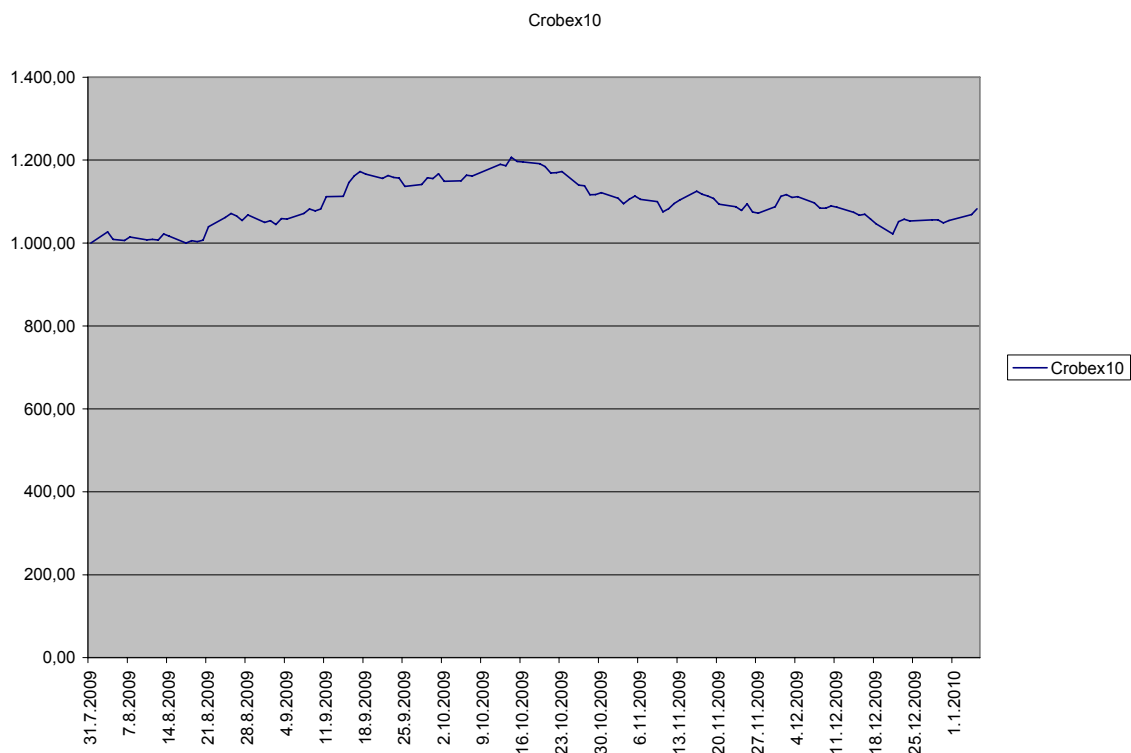
O velikosti nekaterih prvih javnih ponudb na Hrvaškem govorijo tudi podatki o družbah z največjo tržno kapitalizacijo. Med največjih deset se je s prvo javno ponudbo uspelo uvrstiti HT-Hrvatskim telekomunikacijam ter naftni družbi INA.

Tabela 5: Hrvatske delnice z največjo tržno kapitalizacijo v letu 2008

	Simbol	Izdajatelj	Tržna kapitalizacija (v mio HRK)	Delež (v %)	Skupaj (v %)
1	HT-R-A	HT d.d.	16.313,8	11,5	11,5
2	PLVA-R-A	Pliva d.d.	15.814,5	11,1	22,6
3	ZABA-R-A	Zagrebačka banka d.d.	11.531,9	8,1	30,7
4	INA-R-A	Ina d.d.	11.499,7	8,1	38,8
5	PBZ-R-A	PBZ d.d.	8.235,5	5,8	44,6
6	STBA-R-A	Societe Generale-Splitska banka d.d.	7.037,2	5,0	49,6
7	RIBA-R-A	Erste&Steiermärkische Bank d. d.	5.095,3	3,6	53,2
8	KNZM-R-A	Konzum d.d.	3.655,2	2,6	55,7
9	DLMC-R-A	Dalmacijacement d.d.	2.891,7	2,0	57,8
10	ADRS-R-A	Adris grupa d. d.	2.404,0	1,7	59,5
		Ostali	57.585,3	40,5	100,0
		Skupaj	142.064,1		

Vir: Pregled trgovanja v letu 2008, 2009.

Slika 6: Vrednosti indeksa Crobex10 od 31.7.2009 do 5.1.2010

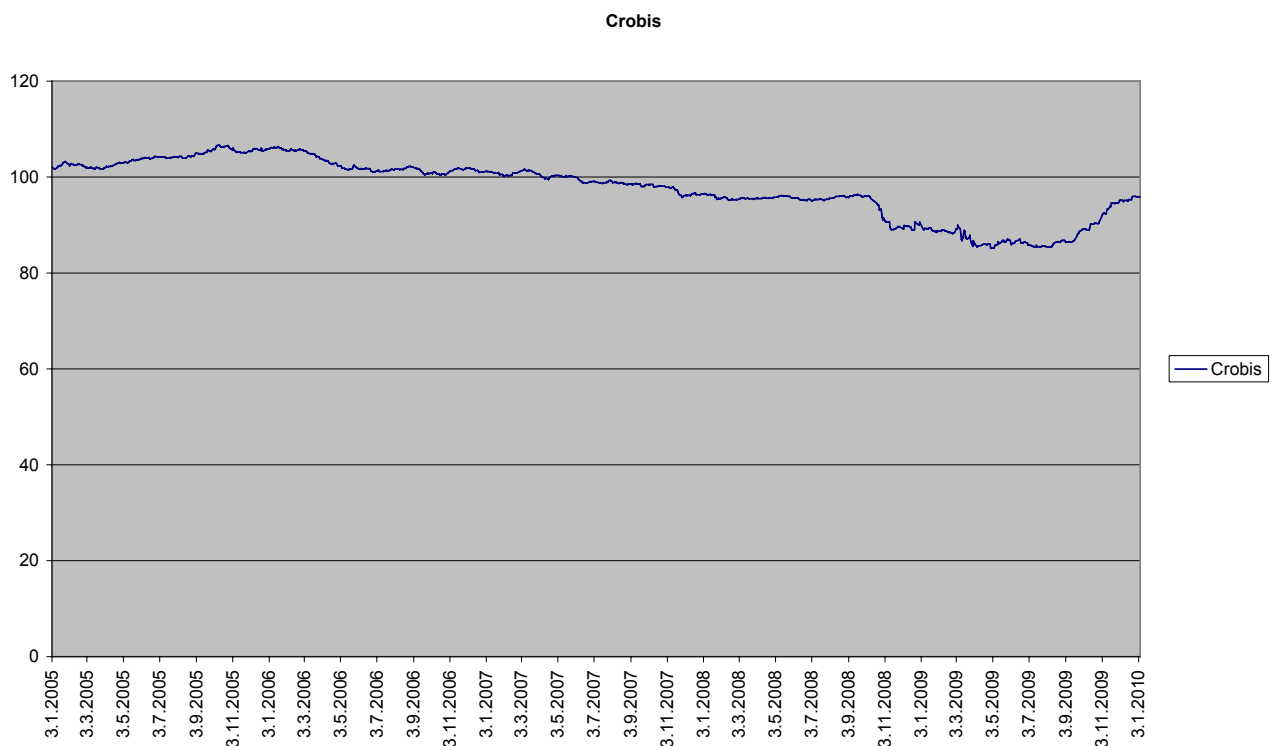


Vir: Zagrebska borza, 2010.

3.2 Crobis

Na zagrebški borzi se od 1. oktobra 2002 izračunava še obvezniški indeks Crobis. Za začetni datum je postavljen 1. september 2002, bazična vrednost pa je bila postavljena na 100 točk. Crobis je cenovni indeks, tehtan na osnovi tržne kapitalizacije, pri čemer teža posamezne obveznice v indeksu ne sme preseči 35 odstotkov. Indeks se izračunava na koncu vsakega trgovalnega dneva, tako da se upošteva povprečna dnevna cena, ponderirana s količino vseh obveznic v indeksu. V primeru, da z obveznico, ki je vključena v izračun indeksa, ni bilo transakcij, se za izračun indeksa upošteva povprečna dnevna cena zadnjega dne, ko se je z obveznico trgovalo (Zagrebska borza, 2009).

Slika 7: Vrednosti indeksa Crobis od 3.1.2005 do 5.1.2010



Vir: Zagrebska borza, 2010.

3.3 Trg vrednostnih papirjev na Hrvaškem

Hrvaški kapitalni trg je v primerjavi z zahodnoevropskimi in svetovnimi kapitalnimi trgi bistveno manjši ter manj stabilen. Likvidnost je manjša zaradi dejstva, da je večina prometa na zagrebški borzi ustvarjenega le z nekaj največjimi družbami po tržni kapitalizaciji. To je pripomoglo, da so bili hrvaški borzni indeksi od leta 2005 do 2008 med svetovnimi rekorderji po zabeleženemu donosu, indeks Crobex pa je v omenjenih treh letih pridobil nekaj več kot tristo odstotkov. Eksplozivna rast se je začela vzporedno z dogovarjanjem o začetku pogajanj za vstop Hrvaške v Evropsko unijo. Vrednotenja večine hrvaških družb so bila takrat ugodna,

posledično so veliko zanimanje izkazali tuji institucionalni vlagatelji, ki so v relativno kratkem obdobju vplivali na rast večine hrvaških delnic v prvi kotaciji. S ciljem zaščite investitorjev in ureditve kapitalskega trga je Hrvaška leta 2006 sprejela tudi vrsto zakonov s področja trga vrednostnih papirjev (Škerlak, 2007).

K visokemu prometu so pripomogle tudi javne ponudbe, rast tečajev pa je bila hkrati tudi povod za njihovo številčnost; z delnicami družbe INA je bilo v prvih 19-ih dnevih ustvarjeno za 421,6 milijona kun prometa. Leta 2006 je tako promet z delnicami v primerjavi z letom poprej narasel za 121,1 odstotka ter presegel mejo 10 milijard kun, kar je več kot v petih predhodnih letih skupaj. Indeks Crobex se je v letu 2006 okrepil za 60,7 odstotka, tržna kapitalizacija pa je v primerjavi z letom 2005 narasla za 100,3 odstotka ter presegla 160 milijard kun. S petimi najprometnejšimi delnicami (Ina, Pliva, Adris grupa, Dom holding, Ericsson Nikola Tesla) je bilo leta 2006 ustvarjenega 40,6 odstotka skupnega prometa (Pregled trgovanja v letu 2006, 2007).

Borzni indeks Crobex je leta 2007 zabeležil 57-odstotno rast, tržna kapitalizacija pa se je v primerjavi z letom 2006 povečala za 78 odstotkov. Seštevek vrednosti vseh delnic na trgu v letu 2007 je bil 394 milijard kun (52,6 milijarde evrov). Razlogi za rast so v vključitvah novih delnic podjetij, kot so HT-Hrvatske telekomunikacije, Atlantic Grupa, Magma, Veterina in podobnih (Zagrebska borza lani zvišala promet za 57 odstotkov, 2008). Število transakcij se je podvojilo tudi zaradi velikega števila malih delničarjev. Samo pri privatizaciji HT-ja je delnice kupilo približno 360.000 hrvaških državljanov, širša investicijska baza pa je hkrati vplivala na zvišanje prometa (Zagrebska borza lani zvišala promet za 57 odstotkov, 2008).

Hrvaška zgodba o uspehu je doživela svoj vrh konec leta 2007, kar sovpada z začetkom globalne finančne krize. Razlog tiči v umiku tujih institucionalnih vlagateljev, v likvidnostnem krču pa se je znašlo tudi hrvaško gospodarstvo. Krč je prišel še zlasti do izraza novembra 2008, ko so mediji prvič poročali o možnem bankrotu Hrvaške, višek pa je predstavljal nepojasnen odstop premiera Sanaderja, do katerega je prišlo 1. julija 2009. Zunanja zadolženost se je pod njegovim mandatom, ki je trajal pet let in pol, zvišala za 19,2 milijarde evrov na 39,1 milijarde evrov, proračun je bil zastavljen na nerealnih projekcijah, upad bruto domačega proračuna v prvem četrtletju 2009 pa je znašal 6,7 odstotka. Pojavili so se pritiski, da bi se Hrvaški znižala bonitetna ocena, zvišal pa se tudi pritisk na hrvaško kuno, ki se je deprecijaciji uspešno upirala. Negotovost je eden večjih sovražnikov borznih tečajev, kar ni dobro znamenje za vlagatelje na hrvaški borzi (Stanovnik, 2009).

Bonitetna agencija Fitch je 21. maja 2009 znižala bonitetno oceno Hrvaške s stabilne na negativno. Znižala je tudi oceno dolgoročnega kreditnega tveganja v domači valuti z BBB+ na BBB-, vzrok pa je v močnem poslabšanju proračunskih izdatkov in javnega dolga. Visok zunanji dolg še vedno povzroča vse večjo ranljivost države (S. Mlakar & M. Vidmar, 2009, str. 8).

Tabela 6: Bonitetne ocene Hrvatske

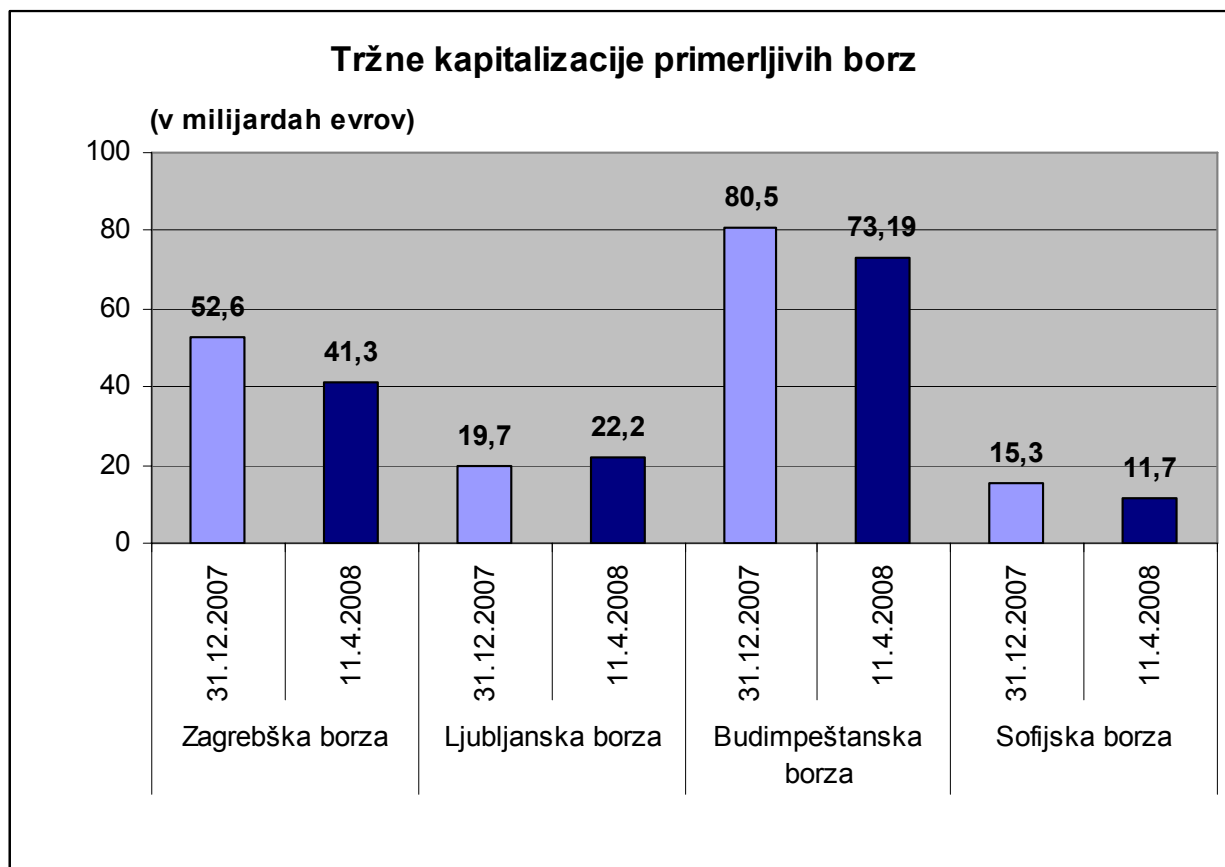
	S & P	Moody's	Fitch	Glavna pomanjkljivost države
Hrvatska	BBB	Baa3	BBB-	Izredno velik zunanji dolg države in vse večji proračunski primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance
	Negativno (16.3.2009)	Stabilno (19.11.2008)	Negativno (21.5.2009)	

Vir: S. Mlakar & M. Vidmar, Mesečno poročilo – Hrvatska, str. 8, 2009.

3.4 Velikost borznega trga

Med trgi v razvoju se zagrebška borza uvršča med vidnejše borze v regiji. Leta 2008 je zaradi padca tečajev prišlo do opaznega znižanja tržnih kapitalizacij.

Tabela 7: Tržne kapitalizacije primerljivih borz 11. aprila 2008 (v milijardah evrov)



Vir: A. Pavić, Kapitalizacija zagrebske borze leta 2008 manjša za približno 70 milijard kun, 2008.

Padec tečajev v letu 2008 je na zagrebški borzi povzročil padec tržne kapitalizacije za 59,7 odstotka na letni ravni.

Tabela 8: Tržna kapitalizacija zagrebske borze leta 2008 (v milijon kunah)

Mesec	Število transakcij		Promet		Število vrednostnih papirjev	Tržna kapitalizacija
	Skupaj	Dnevno povprečje	Skupaj	Dnevno povprečje		
januar	76.735	3.488	1.612.160.207	73.280.009	280	368.210,6
februar	60.558	2.884	1.110.578.948	52.884.712	245	343.512,8
marec	51.381	2.704	724.651.221	38.139.538	245	319.758,2
april	83.138	3.779	273.939.007	12.451.773	244	310.097,5
maj	63.565	3.346	244.516.458	12.869.287	229	310.542,5
junij	48.468	2.423	261.401.470	13.070.074	218	284.756,7
julij	51.776	2.251	399.909.343	17.387.363	213	244.881,8
avgust	28.610	1.589	324.563.343	18.031.297	203	234.788,1
september	71.334	3.242	630.518.931	28.659.951	214	214.415,4
oktober	105.406	4.791	912.916.790	41.496.218	223	171.390,6
november	62.755	3.138	151.627.192	7.581.360	203	138.902,1
december	54.438	2.592	255.247.411	12.154.639	208	142.064,1
SKUPAJ	758.164	3.045	6.902.030.321	27.718.997	372	

Vir: Pregled trgovanja v letu 2008, 2009.

Borzni promet v letu 2008 je v primerjavi z letom poprej zmanjšal za četrtno, vrednost so izgubile prav vse delnice. Padec vrednosti posameznih delnic je na letni ravni znašal med 40 in 90 odstotkov. Iz letnega poročila borze je razvidno, da je bilo kljub upadu prometa trgovanje aktivnejše kot leta 2007. Opravljenih je bilo več transakcij, vendar z nižjimi zneski. Promet z delnicami je presegel 17 milijard kun, kar je sicer manj kot leto poprej, vendar veliko več kot leta 2006 (Pregled trgovanja v letu 2008, 2009).

Tabela 9: Promet zagrebske borze leta 2008 (v milijon kunah)

Mesec	Delnice		Obveznice		Komerencialni zapisi		Skupni promet
	Promet	Delež %	Promet	Delež %	Promet	Delež %	
januar	2.710,6	46,0	3.184,2	54,0	0,0	0,0	5.894,8
februar	1.852,1	53,2	1.626,4	46,7	1,3	0,0	3.479,8
marec	1.519,3	54,6	1.263,9	45,4	0,0	0,0	2.783,1
april	2.091,5	75,5	679,0	24,5	0,8	0,0	2.771,4
maj	1.388,7	72,9	493,3	25,9	22,7	1,2	1.904,8
junij	978,8	58,7	687,9	41,3	0,0	0,0	1.666,7
julij	1.442,0	69,5	631,9	30,5	0,0	0,0	2.074,0
avgust	708,5	48,3	757,3	51,7	0,0	0,0	1.465,8
september	1.709,4	62,2	1.038,1	37,8	0,0	0,0	2.747,4
oktober	1.919,2	46,3	2.228,0	53,7	0,0	0,0	4.147,3
november	851,2	81,0	199,5	19,0	0,0	0,0	1.050,7
december	614,6	57,0	463,5	43,0	0,1	0,0	1.078,2
SKUPAJ	17.786,0	57,3	13.253,1	42,7	25,0	0,1	31.064,1

Vir: Pregled trgovanja v letu 2008, 2009.

3.5 Ozadje trga kapitala na Hrvaškem

Proces privatizacije (tj. prehoda z družbene na zasebno lastnino) na Hrvaškem se je pričel takoj po razglasitvi neodvisnosti leta 1991, z razglasitvijo Zakona o spremembi lastništva nacionaliziranih podjetij (hrv. *Zakon o pretvorbi društvenih poduzeća*). Grubiša (2005, str. 66) je mnenja, da je proces privatizacije izvor politične korupcije. Kot navaja, je po zmagi na prvih volitvah stranka predsednika Franja Tuđmana HDZ tlakovala pot za popolno prevlado stranke na vse vodilne položaje v družbi. Eden izmed prvih Tuđmanovih ciljev je bila denacionalizacija lastnine, že v tistem obdobju pa so se o njej temeljito razpisali tudi mediji. Takrat je Tuđman postavil temelje za edinstven način privatizacije. Gospodarstvu naj bi po načrtih poveljevalo 200 hrvaških družin, ki bi z akumulacijo kapitala postale novi sloj podjetnikov. Na položaje naj bi prišli s pomočjo politike ter z odstranitvijo uveljavljenih menedžerjev. Okolje tudi ni bilo naklonjeno tujim investicijam, ki bi lahko kupile deleže v uveljavljenih družbah. V prvi fazi privatizacije, ki je trajala do konca devetdesetih let, so bile tuje investicije omejene na ustanovitve novih podjetij.

Drugače kot v vzhodnoevropskih državah (npr. Rusiji in Ukrajini), kjer so menedžerji državnih podjetij postali novi kapitalisti, je hrvaško politično vodstvo s položajev odstranilo profesionalne menedžerje ter jih nadomestilo s povsem novo generacijo podjetnikov. Večina izobraženih hrvaških podjetnikov je med vojno delovala na Zahodu ter se po vojni ni želela vrniti domov. Kadre za novo vodstvo je politika tako iskala v ljudeh, ki so svojo pripadnost državi pokazali med vojno, v privržencih stranke ter sorodnikih. Nov družbeni razred je začel z ropom državnega kapitala ter ga namenil izbranim družinam, ki jih je bilo na koncu »zgolj« 117.

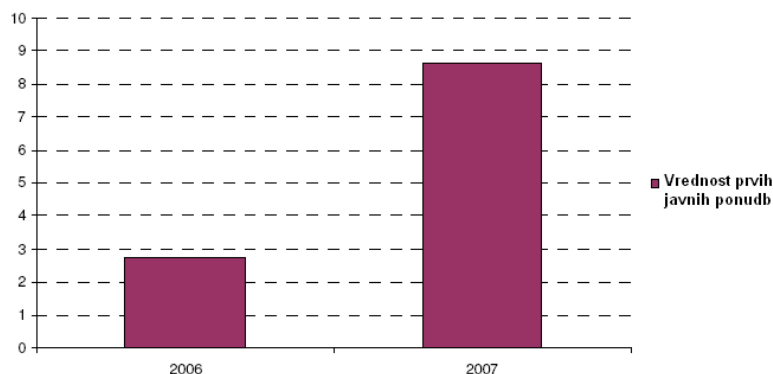
Med letom 1991 in 1996 je Zakon o privatizaciji doživel 12 popravkov ter postal netransparenten ter težko razumljiv. To je omogočilo Skladu za privatizacijo, da si je omenjeni zakon razlagal po svoje. Sklad je kmalu po ustanovitvi leta 1991 postal najmočnejša institucija na Hrvaškem, celo bolj vplivna od vlade. Pri privatizaciji so pomagale tudi banke, ki so pod taktirko politike dajale poceni posojila strankam, ki so jih predlagali politiki.

Na koncu devetdesetih je s prenehanjem Tuđmanovega režima prišlo do revizije privatizacijskega procesa. Leta 2001, na začetku mandata nove vlade Ivice Račana, je bil tako sprejet Zakon o reviziji privatizacije. Računsko sodišče je tako dobilo nalogo preučiti napake prejšnje vlade. Račanova vlada, ki je odstopila novembra 2003, naloge ni dokončala. To je naslednje leto uspelo vladi Iva Sanaderja. Revizija, ki je trajala tri leta, je med 1006 proučevanimi primeri lastninjenja odkrila zgolj 75 pravih primerov. Računsko sodišče je v poročilu zapisalo, da cilji privatizacije niso bili uresničeni. Vrednost kapitala se je drastično zmanjšala, število zaposlenih se je zmanjšalo, 23 odstotkov lastninjenih podjetij je doživelo bankrot, napredka pa ni bilo opaziti v 64 odstotkih primerov. Do kakršnihkoli sodnih procesov ni prišlo.

4 PRVE JAVNE PONUDBE NA ZAGREBŠKI BORZI

Odločitev hrvaške vlade o prodaji 15-odstotnega deleža v Industriji nafte INA je leta 2006 predstavljala edino javno ponudbo delnic v tem letu. Do poplave javnih ponudb je prišlo naslednje leto, ko se je na borzi začelo trgovati s petimi novimi delnicami v skupni emisiji 8,63 milijarde kun. Javna ponudba družbe INA je znašala 2,74 milijarde kun.

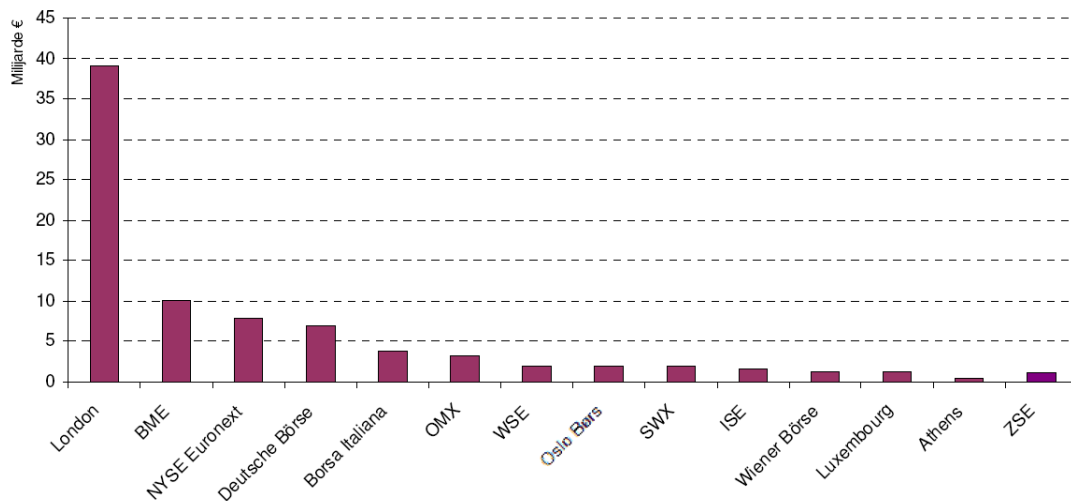
Slika 8: Vrednost prvih javnih ponudb na Hrvaškem (v milijardah kun)



Vir: T. Antunović, IPO pregled 2007, 2008.

Primerjava javnih ponudb s prometom na zagrebški borzi pokaže, da je bilo 40 odstotkov prometa ustvarjenega z delnicami prvih javnih ponudb. Na področju Evropske unije je leta 2007 promet z delnicami znašal 22.124 milijard evrov, skupna vrednost javnih ponudb pa se je povzpela na 80,37 milijarde evrov oziroma 0,36 odstotka prometa. Izrazito visok obseg javnih ponudb na Hrvaškem je na eni strani populariziral domači trg kapitala, povečal število udeležencev na trgu in povečal likvidnost borze. Kot negativno posledico velja omeniti erozijo likvidnosti, ki so jo zasebni in institucionalni vlagatelji plasirali v delnice javnih ponudb. Zmanjšanje likvidnosti je med drugim pripomoglo k intenzivni korekciji, ki je povzročila padec tržne kapitalizacije borze v prvem četrtletju 2008 (Antunović, 2008).

Tabela 10: Vrednosti prvih javnih ponudb v letu 2007 (v milijardah evrov)



Vir: T. Antunović, IPO pregled 2007, 2008.

4.1 Pravni okvirji

Pravno ureditev izdajanja vrednostnih papirjev na Hrvaškem določa Zakon o tržištu vrijednostnih papira (v nadaljevanju ZTVP) iz leta 2002 (Narodne novine, št. 84/2002). Za nadzor nad izvajanjem javnih ponudb vrednostnih papirjev na primarnem trgu skrbi Hrvatska agencija za nadzor finansijskih uslug (v nadaljevanju Hanfa), ki je 1. januarja 2006 prevzela naloge ukinjenih organov Komisije za vrednostne papirje, Agencije za nadzor pokojninskih skladov ter Urada za nadzor zavarovalnih družb (Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor finansijskih uslug, Narodne novine, št. 140/2005). Naloga Hanfe je zagotoviti spoštovanje vseh predpisov in postopkov, ki so predpisani za izvedbo javne ponudbe. Za resničnost navedenih podatkov v procesu izdaje je odgovoren izdajatelj sam (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002).

4.2 Postopek javne ponudbe delnic na Hrvaškem

Po 7. točki 2. člena ZTVP javna ponudba pomeni poziv na vpis vrednostnih papirjev, namenjen nedoločenemu številu oseb po poteh javnega obveščanja. Zaprta (nejavna) ponudba pa pomeni poziv na vpis vrednostnih papirjev, ki je namenjen zgolj institucionalnim vlagateljem, obstoječim delničarjem oziroma zaposlenim ter do 20 zunanjim vlagateljem (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002, 2. člen).

Pri javni ponudbi vrednostnih papirjev mora izdajatelj prospekt javno objaviti, pri zaprti ponudbi pa ga mora dostaviti potencialnim vlagateljem. Poleg poziva na vpis vrednostnih papirjev, mora prospekt vsebovati celovito, pravilno in objektivno informacijo o sredstvih in obveznostih, izgubi oziroma dobičku, finančnem položaju in perspektivnosti izdajatelja, morebitnem tveganju ter o pravicah imetnikov vrednostnih papirjev. Na podlagi omenjenih informacij naj bi vlagatelj lahko sam objektivno ocenil prednosti in slabosti izdajatelja ter se odločil o sodelovanju (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002, 22. člen).

Pred objavo oziroma dostavo prospekta potencialnim vlagateljem mora izdajatelj pri Hanfi vložiti zahtevek za odobritev prospekta. Zahtevku mora biti priložen prospekt ter odločba o izdaji vrednostnih papirjev. Hanfa nato pregleda, ali prospekt vsebuje vse potrebne podatke, ne preverja pa resničnosti oziroma popolnosti navedenih informacij. Za pregled ima na voljo 30 dni. V primeru, da v tem roku ne poda izjave, velja, da je prospekt odobren (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002, 22. člen).

Za resničnost in popolnost navedenih podatkov v prospektu odgovarjajo izdajatelj in osebe, za katere se lahko dokaže, da so s prospektom prikrije oziroma napačno prikazale pomembne podatke (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002, 23. člen).

Prospekt mora vsebovati (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002, 21. člen):

1. Podatke o vrednostnih papirjih ter o postopku in pogojih njihove izdaje:

- oznako vrste vrednostnih papirjev, njihovo skupno število in opis pravic imetnikov vrednostnih papirjev
- dan začetka vpisa in sprejemanja vplačil
- opis načina razdelitve vrednostnih papirjev - kako se v primeru prevelike količine vpisa razdeli ponujena količina v izdaji
- naziv in sedež izdajatelja
- nazive in sedeže pravnih oseb, ki jamčijo za obveznosti izdajatelja
- nazive in naslove institucij, prek katerih izdajatelji uresničujejo obveznosti do lastnikov vrednostnih papirjev
- ceno in način določitve cene vrednostnih papirjev
- postopek zagotavljanja pravic po vpisu in vplačilu sredstev
- cilj, za katerega bo izdajatelj namenil zbrana sredstva

2. Podatke o izdajatelju vrednostnih papirjev:

- ime družbe, sedež, naslov, datum ustanovitve, pravno obliko, ime sodišča, pri katerem je družba vpisana
- višino kapitala, podrobnosti o vrednostnih papirjih iz naslova osnovnega kapitala
- podatke o morebitni prevladujoči družbi
- seznam delničarjev, ki imajo 5 ali več odstotkov glasovalnih pravic; za vsakega delničarja iz omenjenega seznama mora biti naveden odstotek glasovalnih pravic

3. Podatke o poslovanju izdajatelja:

- opis poslovanja izdajatelja ter morebitne izredne dogodke, ki so vplivali ali pa še vplivajo na njegovo poslovanje
- odvisnost od tujih patentov, licenc oziroma drugih obveznosti do tretjih oseb, v kolikor je to večjega pomena za poslovanje
- podatki o pomembnejših tekočih investicijah
- podatki o trenutnih sodnih sporih oziroma drugih pravnih postopkih, ki bi lahko pomembneje vplivali na finančni položaj izdajatelja
- dejavnike tveganja, ki jim je izpostavljen izdajatelj

4. Podatke o lastnini in zadolženosti, finančnem položaju, dobičku oziroma izgubi, in sicer za obdobje minulih treh let ter za tekoče leto, skupaj z zadnjim tromesečjem:

- lastna poročila ter konsolidirane finančne izkaze
- družbo, ki je odgovorna za revidiranje izkazov

5. Podatke o odgovornih osebah izdajatelja:

- imena, priimke in naslove članov uprave in nadzornega sveta
- življenjepise članov uprave in nadzornega sveta

6. Izjavo oseb, ki so podpisale prospekt:

- prospekt podpišejo člani uprave in nadzornega sveta oziroma oseba, pooblaščen za zastopanje izdajatelja

V roku 30 dni po odobritvi prospekta je izdajatelj dolžan objaviti prospekt v dnevnem časopisu. Lahko tudi objavi kraje, kjer je prospekt moč brezplačno prevzeti oziroma naslov, kjer se da prospekt brezplačno naročiti. Prospekt mora biti objavljen pred vpisom vrednostnih papirjev (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002, 24. člen).

Vpis in vplačilo vrednostnih papirjev v javni ponudbi ne sme trajati več kot tri mesece. Poteka v bankah oziroma borzno posredniških družbah, ki so pooblaščen s strani izdajatelja, in sicer na vpisnih mestih, ki so določena v prospektu. Vplačevanje vrednostnih papirjev pa poteka pri bankah. V obdobju vplačevanja izdajatelj ne sme razpolagati s prejetimi sredstvi, temveč jih mora vložiti na poseben račun pri banki, v kateri ima odprt račun za tekoče poslovanje. V primeru, da v omenjenem roku ni vpisanih najmanj 75 odstotkov sredstev, izdajatelj ne more izdati vrednostnih papirjev. V tem primeru mora v roku sedmih dni po zaključku vpisa vlagateljem vrniti vplačana sredstva (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002, 27. člen).

V roku sedmih dni po vpisu mora vlagatelj obvestiti Hanfo o številu in postopku vpisanih in vplačanih vrednostnih papirjev ter o osebah, ki so vplačale sredstva (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002, 27. člen). V roku mesec dni po izdaji mora izdajatelj delnice v obliki nematerializiranih vrednostnih papirjev uvrstiti v kotacijo borze (Zakon o tržištu vrijednostnih papira, 2002, 29. člen).

4.3 Določanje vpisne cene

Družba, ki se odloči za javno ponudbo, mora najprej določiti razpon vpisne cene delnic. Končna cena se oblikuje med postopkom marketinga, ko poizkuša investicijski bankir pri morebitnih vlagateljih presoditi o ceni, ki so jo pripravljene odšteti za novoizdano delnico. Končna vpisna cena je določena šele pred pričetkom kotacije. Investicijska banka praviloma določi vpisno ceno pod pričakovano ceno ob zaključku prvega trgovalnega dne. Visoka razlika med omenjenima cenama namiguje, da so bili vlagatelji bolj naklonjeni vpisu, kot se je pričakovalo, velja tudi obratno (Draho, 2004, str. 24).

Tabela 11: Določeni razponi in vpisne cene delnic v prvih javnih ponudbah na Hrvaškem

	Razpon cene (v HRK)	Cena v javni ponudbi (v HRK)
INA	1.400 - 1.900	1.690
Magma	227 - 238	238
HT	245 - 320	265
Veterina	80 - 100	100
Atlantic Grupa	750 - 960	935
Optima telekom	260 - 300	265

Vir: Zagrebška borza, 2009.

4.4 Donosi po prvem trgovačnem dnevju v Zagrebu

Tabela 12: Donosi hrvatskih delnic prvi dan po javni ponudbi

	Cena v javni ponudbi (v HRK)	Najnižja (v HRK)	Donos (v %)	Najvišja (v HRK)	Donos (v %)	Zadnja (v HRK)	Donos (v %)
INA	1.690	2.010	19,64	2500	48,81	2170	29,17
Magma	238	300	26,05	375	57,56	338,5	42,23
HT	265	370	39,62	419	58,11	380	43,40
Veterina	100	117	17,00	140	40,00	125	25,00
Atlantic Grupa	935	831	-11,12	965	3,21	831	-11,12
Optima telekom	265	265	0,00	275	3,77	265	0,00

V primerjavi z razvitejšimi trgi so vlagatelji na zagrebški borzi v povprečju zabeležili višje donose. Kot je mogoče izračunati iz Tabele 12, je donos na koncu prvega dne trgovanja v povprečju znašal 21,45 odstotka.

4.5 Donos na sredstva hrvatskih delnic po javni ponudbi

Tabela 13: Kazalci delnic v javnih ponudbah na Hrvaškem na dan 31. 12. 2008

	Atlantic grupa	Genera	HT-Hrvatske telekomunikacije	INA	Magma	Optima telekom
Donos na sredstva (ROA)	4,40%	-15,37%	15,16%	-4,27%	-12,88%	-16,80%

Vir: Bloomberg professional service data, 2009.

Delnice Atlantic grupe in HT-Hrvatskih telekomunikacij, ki imata v Tabeli 13 pozitiven kazalec ROA, so med proučevanimi delnicami prvih javnih ponudb v letu 2009 beležile višje donose od povprečnega donosa najpomembnejših hrvatskih delnic⁴. Med družbe z nadpovprečnimi donosi se uvršča še Genera, ki pa ima v Tabeli 13 sicer drugo najnižjo vrednost kazalca ROA.

5 ANALIZA DELNIC PRVIH JAVNIH PONUDB

5.1 INA

Največja hrvatska naftna družba Industrija nafte INA je nastala 1. januarja 1964 z združitvijo Naftaplina Zagreb, Rafinerije nafte Rijeka in Rafinerije nafte Sisak. Sprva je družba delovala pod imenom Kombinat nafte i plina, 26. novembra 1964 pa je dobila današnje ime. Leta 1966 si je pripojila še Rafinerijo nafte Zagreb, Tvornico mineralnih gnojiva Kutina, Petronafto Solin, Naftovod Opatovac – Bosanski Brod, Inženjering Zagreb ter petrokemijska obrata OKI Zagreb in DINA Omišalj. Začetne letne proizvodne kapacitete v višini 2,2 milijona ton so leta 1979 narasle že na 15 milijonov ton. Razvoj je zaustavila gospodarska kriza v Jugoslaviji v

⁴ Primerjave donosov so podrobneje opisane v poglavju 6.

osemdesetih ter državljanska vojna v prvi polovici devetdesetih let prejšnjega stoletja. Leta 1990 je družba postala državna lastnina, leta 1993 pa delniška družba. Prva faza privatizacije, v kateri je z nakupom 25-odstotnega deleža in ene delnice strateški partner postala madžarska naftna družba MOL, je bila dokončana leta 2003. Sedem odstotkov delnic je leta 2005 dobil še Sklad veteranov hrvaške vojske, Hrvaška pa je obdržala v lasti 68 odstotkov družbe minus ena delnica (Zgodovina družbe Ina, 2009).

Do prve javne ponudbe je prišlo 1. decembra 2006, ko je bilo 1,5 milijona od skupno 10 milijonov delnic družbe prodane zasebnim in institucionalnim vlagateljem. Razpon cene je bil določen med 1.400 in 1.900 kunami, določena cena delnice pa je znašala 1.690 kun. Čeprav so vlagatelji dobili manj kot 25 odstotkov delnic, je Odbor zagrebške borze za uvrstitev delnic v trgovanje podal mnenje, da pričakovana tržna kapitalizacija v višini 2,5 milijarde kun predstavlja dovolj veliko jamstvo, da bo trg normalno deloval (Uvrstitev delnic Ine v trgovanje, 2009). Prvih pet dni trgovanja je za stabilizacijo trgovanja skrbela investicijska banka Merrill Lynch International, vendar pa ji ni bilo potrebno opraviti nikakršnih aktivnosti (Konec stabilizacijskih aktivnosti, 2009). V primeru, da bi cena delnice prvi dan trgovanja na borzi upadla pod ceno iz javne ponudbe, bi investicijska banka institucionalnim vlagateljem prodala 200 tisoč dodatnih rednih delnic po ceni iz javne ponudbe (1.690 kun) ter tako ohranjala tečaj na omenjeni ravni. Ker do padca tečaja prvi dan ni prišlo, so bile delnice kasneje uvrščene v redno trgovanje (Ina najavila provedbu opcije dodatne alokacije, 2006).

Leta 2007 je bilo po Zakonu o privatizaciji zaposlenim ponujeno sedem odstotkov delnic, kar je povzročilo, da je delež države v družbi padel pod mejo 50 odstotkov. Madžarski MOL je oktobra 2008 delničarjem ponudil odkup delnic, s čimer se je njegov delež povečal na 47,16 odstotka (Zgodovina družbe Ina, 2009).

- Lastniška struktura družbe

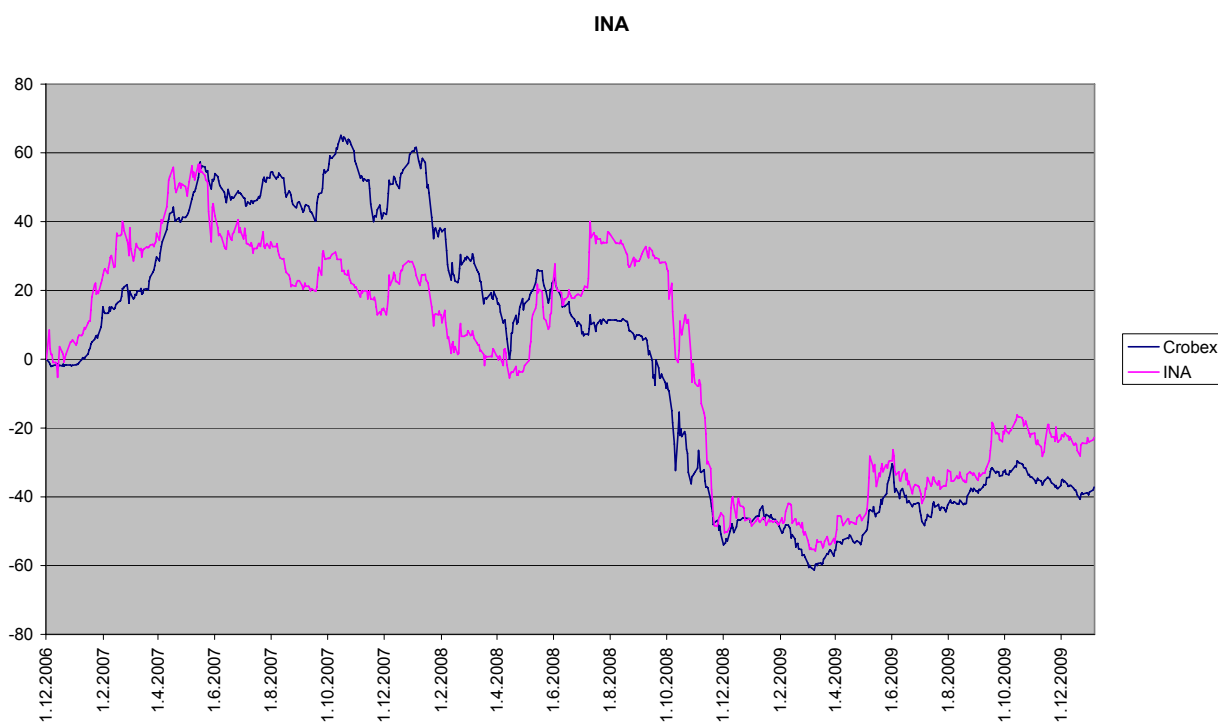
Tabela 14: Lastniška struktura družbe INA

INA d.d. - redne delnice			
	Lastnik računa	Vrsta računa	Odstotek
1.	Zagrebačka banka/UniCredit banka Madžarska za MOL Madžarska	Skrbniški	47,16
2.	Hrvaški državni urad za upravljanje državnega premoženja	Navadni	44,84
3.	Société Générale-Splitska banka/Allianz za Pokojninski sklad	Skrbniški	0,29
4.	Hrvaška poštanska banka	Navadni	0,15
5.	Société Générale-Splitska banka/Allianz za Prostovoljni pokojninski sklad	Skrbniški	0,11
6.	PBZ	Skrbniški	0,10
7.	Zagrebačka banka	Skrbniški	0,09
8.	Zagrebačka banka	Skrbniški	0,08
9.	Erste & Steiermarkische bank	Skrbniški	0,07
10.	Hypo Alpe-Adria bank	Skrbniški	0,05
Skupaj:			92,93

Vir: Središnje klirinško depozitarno društvo, 2009.

- Gibanje vrednosti delnice

Slika 9: Donos Ine in indeksa Crobex od 1.12.2006 do 5.1.2010



Vir: Zagreška borza, 2010.

Prvi dan trgovanja z delnicami družbe INA so vlagatelji zabeležili 29,17-odstoten donos, kar priča o uspešno izvedeni prvi javni ponudbi. Donos je postal podpovprečen po petih mesecih, ko družba ni bila več v središču pozornosti vlagateljev, indeks Crobex pa se je takrat povzpел do rekordne vrednosti. S streznitvijo na trgu se je tudi vrednost delnic družbe INA približala ostalim delnicam.

- Poslovanje družbe

Tabela 15: Poslovanje družbe INA

	ROA	ROE	Rast prodaje	Dobičkovna marža	Rast neto prihodka
31.12.2005	4,75%	8,11%	17,13%	4,20%	35,21%
31.12.2006	4,16%	7,19%	11,22%	3,78%	-0,23%
31.12.2007	3,69%	6,58%	10,30%	3,36%	-1,59%
31.12.2008	-4,27%	-8,57%	5,01%	-4,05%	/

Vir: Bloomberg professional service data, 2009.

Po javni ponudbi se je vrednost vseh kazalcev v Tabeli 15 znižala, kar je v skladu s teorijo. Prišlo je do zavrte rasti prodaje, prihodki pa so se začeli zniževati. To se je pokazalo v nižji dobičkonosnosti. Nizka raven kazalca ROA ter zmanjševanje rasti prodaje pojasnjujeta povprečne donose delnic na dolgi rok. Zaradi negativnih kazalcev lahko v prihodnosti pričakujemo podpovprečne donose na borzi.

5.2 Magma

Magma je danes vodilna hrvaška družba na področju maloprodaje artiklov svetovno znanih blagovnih znamk iz sveta mode, športa, igrač in opreme za dojenčke. Ustanovljena je bila septembra leta 1989 kot družba v zasebni lasti, prvo trgovino z imenom Turbo limač pa je družba odprla v Zagrebu leta 1990. V omenjeni trgovini je družba svojim strankam sprva ponujala otroško opremo, igrače in oblačila, leta 1993 pa je v svoj program vključila še delikatesne proizvode družb Bahlsen, Haribo in Kelloggs. Distribucijska mreža se je nato razširila še v Split, Reko in Osijek, leta 1995 pa je družba v svojo ponudbo vključila še prodajo artiklov modnih in športnih blagovnih znamk, ki so se prodajali v trgovski verigi Turbo sport. Leta 1997 se je Magma preoblikovala v delniško družbo, ponudbo za nakup njenih delnic pa je kmalu zatem podala britanska družba Jupiter Investment Fund. S širitvijo poslovanja prek meja matične države je Magma začela septembra 2002, ko je ustanovila družbo Magma B d.o.o. s sedežem v Sarajevu, novembra pa še družbo Magma International d.o.o. s sedežem v Beogradu. Marca 2003 je zaradi potrebe po neposredni in neodvisni nabavi pri proizvodnji lastnih blagovnih znamk v Hong Kongu ustanovila družbo Magma International Ltd. Na trg Evropske unije je vstopila junija 2005, ko je v Ljubljani ustanovila družbo Magma S d.o.o., leta 2007 pa je v Budimpešti ustanovila še družbo Magma H Kft. V prvi polovici leta 2007 je družba zabeležila 342,66 milijona kun prihodkov, kar je bilo 24 odstotkov več kot v primerljivem obdobju leta 2006. V tem času so narasli tudi prihodki, ustvarjeni v tujini. V prvi polovici leta 2007 jih je bilo za 31,69 milijona kun, kar je 55,5 odstotka več kot v prvi polovici leta 2006. Sredi leta 2007 je bilo v družbi zaposlenih 1.198 ljudi, kar je 12,3 odstotka več kot leto poprej (Zgodovina družbe Magma, 2009).

Prva javna ponudba delnic je bila izglasovana na skupščini 28. marca 2007, predmet javne ponudbe pa je bilo 360 tisoč novih delnic ter 860 tisoč rednih delnic družbe. Omenjene delnice so predstavljale četrtno celotnega kapitala, ki skupaj znaša 4.874.160 delnic. Vpis interesentov se je pričel 26. junija 2007, razpon cene posamezne delnice pa je bil postavljen med 227 in 238 kunami. Fizične osebe so pri banki podpisnici, ki je bila v tem primeru Zagrebačka banka, vplačali po 238 kun za delnico, po končani alokaciji pa jim je preplačana sredstva banka vrnila na osebni račun. Posameznik je lahko vplačal največ 70 tisoč kun, vpis pa se je zaključil v roku desetih delovnih dni, 9. julija 2007. Končna alokacija pravnim osebam je znašala 60 odstotkov, fizičnim osebam pa 40 odstotkov. Z delnicami se je na organiziranem trgu pričelo trgovati 6. avgusta 2007, 21. septembra 2007 pa so bile delnice uvrščene v izračun indeksa Crobex (Obvestilo medijem družbe Magma, 2009).

- Lastniška struktura družbe

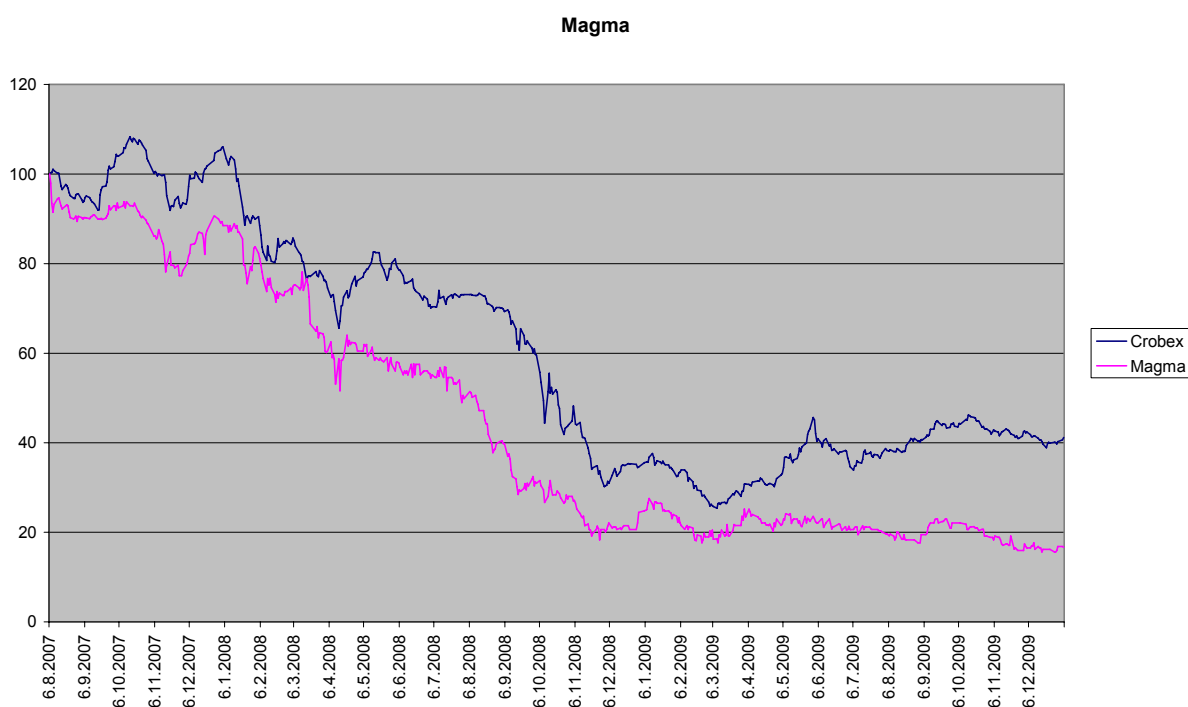
Tabela 16: Lastniška struktura družbe Magma

Magma d.d. - redne delnice			
	Lastnik računa	Vrsta računa	Odstotek
1.	Preininger Fižulić Biserka	Navadni	31,28
2.	Fižulić Goranko	Navadni	31,13
3.	Hypo Alpe-Adria banka/Raiffeisen pokojninska družba za Raiffeisen pokojninski sklad	Skrbniški	7,63
4.	PBZ	Skrbniški	6,14
5.	East European Food Fund SICAF	Navadni	5,05
6.	Magma	Navadni	2,95
7.	Société Générale-Splitska banka/Erste plavi pokojninski sklad	Skrbniški	2,58
8.	Hypo Alpe-Adria banka/Raiffeisen pokojninska družba za upravljanje s prostovoljnimi pokojninskimi skladi za Raiffeisen prostovoljni pokojninski sklad	Skrbniški	2,02
9.	Société Générale-Splitska banka/Allianz ZB za AZ pokojninski sklad	Skrbniški	1,81
10.	Société Générale-Splitska banka	Skrbniški	1,64
Skupaj:			92,22

Vir: Središnje klirinško depozitarno društvo, 2009.

- Gibanje vrednosti delnice

Slika 10: Donos Magme in indeksa Crobex od 6.8.2007 do 5.1.2010



Vir: Zagrebska borza, 2010.

Do kotacije delnic družbe Magma je prišlo v času rekordne vrednosti indeksa Crobex. Delničarji so prvi dan zabeležili donos v višini 42,23 odstotka, kar je precej nad povprečjem. Donosi na dolgi rok pa so bili neprenehoma podpovprečni.

- Poslovanje družbe

Tabela 17: Poslovanje družbe Magma

	ROA	ROE	Rast prodaje	Dobičkovna marža	Rast neto prihodka
31.12.2005	/	/	/	3,73%	/
31.12.2006	9,16%	39,57%	26,73%	4,91%	66,76%
31.12.2007	1,35%	4,71%	27,40%	0,85%	-77,96%
31.12.2008	-12,88%	-52,61%	22,11%	-9,06%	/

Vir: Bloomberg professional service data, 2009.

Kazalci poslovanja družbe Magma so v skladu s teorijo padanja kazalcev po prvi javni ponudbi. Znatnega upada ni zabeležila zgolj rast prodaje, ampak je prišlo tudi do občutnega padca prihodkov ter padca dobičkonosnosti. Zaradi upada kazalcev lahko pričakujemo še nižjo donosnost na borzi.

5.3 HT-Hrvatske telekomunikacije

Družba HT-Hrvatske telekomunikacije je nastala leta 1998 kot posledica razdelitve državne družbe HPT-Hrvatska pošta i telekomunikacije na dve samostojni družbi, kot delniška družba v popolni lasti države pa je pričela delovati 1. januarja 1999. Strateškega partnerja je država našla 6. oktobra 1999, ko je vodilni evropski telekomunikacijski družbi Deutsche Telekomu prodala 35-odstotni delež. Slednji je postal večinski lastnik družbe 25. oktobra 2001, ko je od države pridobil še 16 odstotkov družbe in povečal svoj delež na 51 odstotkov. HT-Hrvatske telekomunikacije so tako postale prva družba v skupini javnih družb, ki je prešla iz državnega v pretežno zasebno lastništvo. V državni lasti je ostalo 42 odstotkov družbe, 7 odstotkov pa je pridobil Sklad veteranov hrvaške vojske (Zgodovina družbe HT-Hrvatske telekomunikacije, 2009).

Vlada se je 24. septembra 2007 prek javne ponudbe odločila prodati 32,5 odstotka družbe; 25 odstotkov je namenila državljanom, preostalih 7,5 odstotka pa institucionarnim vlagateljem. Trgovanje na zagrebški borzi se je pričelo 5. oktobra 2007, isti dan pa se je z globalnimi potrdili o lastništvu (GDR) pričelo trgovati še na londonski borzi. Po prodaji delnic zaposlenim in nekdanjim zaposlenim v Hrvatskem telekomu in Hrvatski pošti se je državni delež junija 2008 zmanjšal z 9,5 na 5,2 odstotka. Vlagateljem, ki so sodelovali v javni ponudbi in so pridobljene delnice držali v portfelju vsaj 12 mesecev, je država obljubila bonus delnice, zaradi česar je njen delež upadel na 3,63 odstotka (Zgodovina družbe HT-Hrvatske telekomunikacije, 2009).

- Lastniška struktura družbe

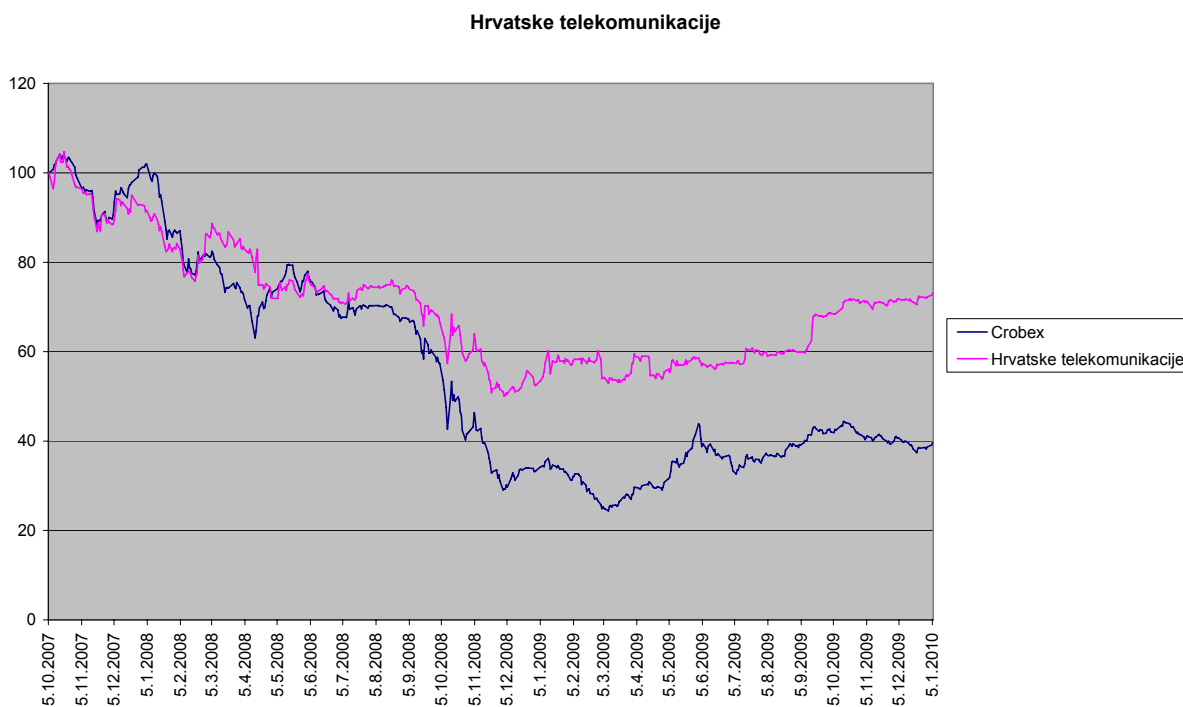
Tabela 18: Lastniška struktura družbe HT-Hrvatske telekomunikacije

HT-Hrvatske telekomunikacije d.d. - redne delnice			
	Lastnik računa	Vrsta računa	Odstotek
1.	Deutsche Telekom	Navadni	51,00
2.	Société Générale-Splitska banka	Skrbniški	7,00
3.	Hrvaški državni urad za upravljanje z državnim premoženjem	Navadni	3,63
4.	PBZ	Skrbniški	2,1
5.	Hypo Alpe-Adria banka/Raiffeisen pokojninska družba za upravljanje s pokojninskim skladom za Raiffeisen pokojninski sklad	Skrbniški	1,81
6.	Société Générale-Splitska banka/Allianz ZB za AZ pokojninski sklad	Skrbniški	1,16
7.	Hypo Alpe-Adria banka/PBZ Croatia zavarovalnica pokojninski sklad	Skrbniški	0,92
8.	Société Générale-Splitska banka/Erste plavi pokojninski sklad	Skrbniški	0,84
9.	Erste & Steiermarkische bank	Skrbniški	0,67
10.	PBZ	Skrbniški	0,58
Skupaj:			69,72

Vir: Središnje klirinško depozitarno društvo, 2009.

- Gibanje vrednosti delnice

Slika 11: Donos Hrvatskih telekomunikacij in indeksa Crobex od 5.10.2007 do 5.1.2010



Vir: Zagrebska borza, 2010.

HT-Hrvatske telekomunikacije veljajo za najuspešnejšo javno ponudbo na zagrebški borzi. Prvi dan so delničarji zabeležili donos v višini 43,4 odstotka, tečaj pa je le redko ostal pod povprečjem. Tako je HT po prvi javni ponudbi postala družba z največjo tržno kapitalizacijo na borzi. Pokazalo se je tudi, da delnice z visokim donosom na sredstva (ROA) na dolgi rok beležijo višje donose.

- Poslovanje družbe

Tabela 19: Poslovanje družbe HT-Hrvatske telekomunikacije

	ROA	ROE	Rast prodaje	Dobičkovna marža	Rast neto prihodka
31.12.2005	14,37%	18,65%	6,60%	24,38%	0,91%
31.12.2006	15,10%	18,34%	0,27%	25,63%	5,43%
31.12.2007	16,08%	19,53%	-0,65%	28,82%	11,70%
31.12.2008	15,16%	18,46%	2,75%	26,20%	-6,59%

Vir: Bloomberg professional service data, 2009.

Družba HT-Hrvatske telekomunikacije spada med redke družbe, ki je v letih po javni ponudbi izboljšala rezultate. Dobro poslovanje se je odražalo tudi na donosih, ki so nadpovprečni.

5.4 Genera

Vodilni hrvaški proizvajalec veterinarskih proizvodov Genera je svoje ime dobil na skupščini 16. junija 2009, pred tem datumom pa se je družba imenovala Veterina. Družba z več kot stoletno zgodovino se uvršča tudi med največje proizvajalce veterinarskih proizvodov v regiji jugovzhodne Evrope. Družba zaposluje približno 340 delavcev, na hrvaškem trgu veterinarskih proizvodov pa beleži 53-odstotni delež. Na domačem trgu prodaje bioloških proizvodov beleži 60-odstotni delež, pri kemofarmaceutskih proizvodih 49-odstotni delež, pri prodaji dodatkov hrani za živino pa 38-odstotni tržni delež. Leta 2006 so skupni prihodki Genere znašali 189 milijonov kun, celotno premoženje je znašalo 564 milijonov kun, višina ustanovnega kapitala pa je znašala 184 milijonov kun (Uvrstitev delnic Veterine v trgovanje, 2009).

Postopek javne prodaje je trajal od 1. do 5. oktobra 2007, prospekt uvrstitve delnic je Hanfa odobrila 18. oktobra 2007. Na zagrebški borzi se je s 1.844.860 delnicami pričelo trgovati 23. oktobra 2007. V postopku prodaje delnic v javni ponudbi so institucionalni investitorji pridobili 64 odstotkov delnic, hrvaški državljani 30 odstotkov, zaposleni pa 6 odstotkov delnic (Uvrstitev delnic Veterine v trgovanje, 2009).

- Lastniška struktura družbe

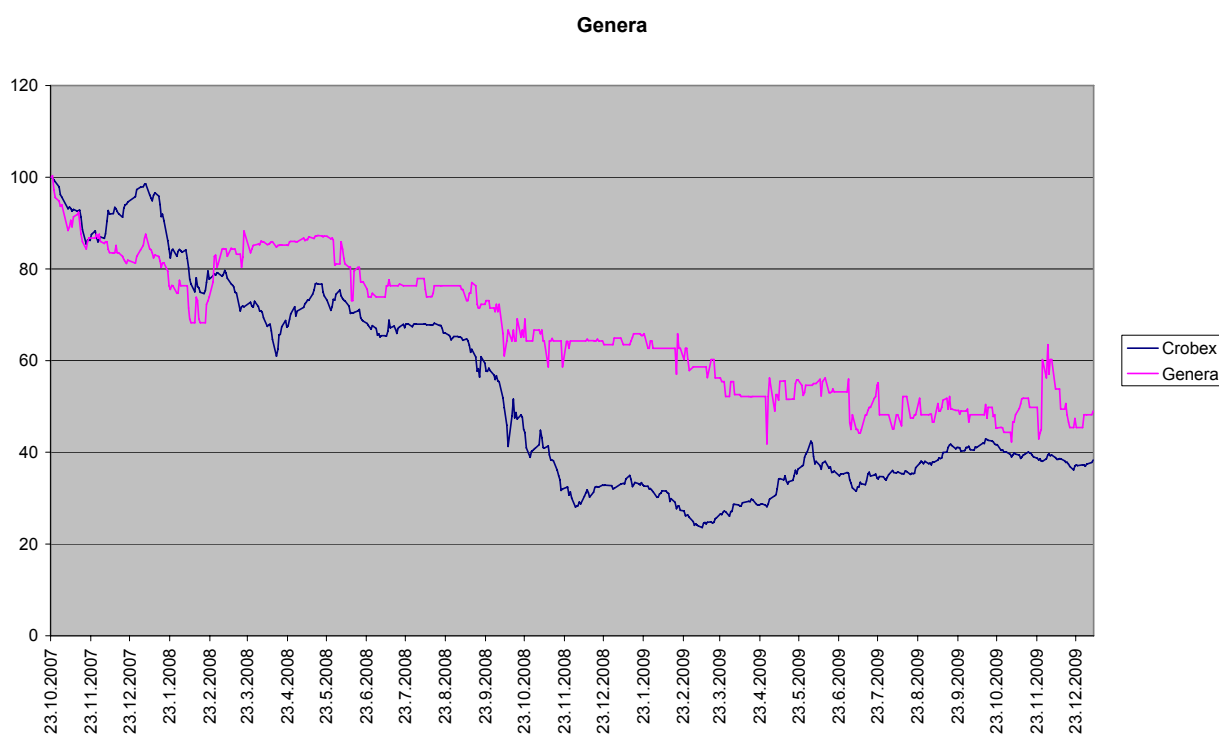
Tabela 20: Lastniška struktura družbe Genera

Genera d.d. - redne delnice			
	Lastnik računa	Vrsta računa	Odstotek
1.	Zagrebačka banka	Skrbniški	69,91
2.	HOK Zavarovalnica	Navadni	2,91
3.	Zagrebačka banka/Ivan Drpić	Skrbniški	2,28
4.	PBZ	Skrbniški	1,29
5.	Veterina	Navadni	0,98
6.	Štiglic Nenad	Navadni	0,50
7.	Čalić Ivan	Navadni	0,41
8.	Perić Ivan	Navadni	0,28
9.	Furčić Biserka	Navadni	0,24
10.	Hypo Alpe-Adria banka	Navadni	0,23
Skupaj:			79,04

Vir: Središnje klirinško depozitarno društvo, 2009.

- Gibanje vrednosti delnice

Slika 12: Donos Genere in indeksa Crobex od 23.10.2007 do 5.1.2010



Vir: Zagreška borza, 2010.

Do javne ponudbe Genere je prišlo isti mesec kot do javne ponudbe Hrvatskih telekomunikacij, donos po prvem dnevu trgovanja pa je znašal 25 odstotkov. Tečaj družbe je sicer večinoma časa beležil višjo rast kot večina delnic na zagrebški borzi.

- Poslovanje družbe

Tabela 21: Poslovanje družbe Genera

	ROA	ROE	Rast prodaje	Dobičkovna marža	Rast neto prihodka
31.12.2005	3,94%	4,97%	2,63%	4,95%	39,01%
31.12.2006	1,47%	1,80%	-10,06%	2,06%	-62,56%
31.12.2007	1,49%	1,78%	0,03%	2,00%	-2,69%
31.12.2008	-15,37%	-20,12%	-18,36%	-24,43%	/

Vir: Bloomberg professional service data, 2009.

Kazalci poslovanja Genere so se po javni ponudbi močno poslabšali, zlasti neto prihodek ter dobičkovna marža. Vrednotenja se niso pokazala na tečaju, ki je večinoma beležil nadpovprečno rast. Tako lahko v prihodnosti pričakujemo nižje vrednosti tečaja.

5.5 Atlantic Grupa

Proizvajalec športne prehrane Atlantic Grupa je lastnik uveljavljenih blagovnih znamk kot so Multipower, Cedevita in Dietpharm, hkrati pa je v balkanski regiji tudi vodilni distributer svetovnih znamk široke potrošnje kot so Wrigley, Ferrero, Durex, Johnson&Johnson ter Duracell. Ustanovljena je bila kot distribucijsko podjetje leta 1991, deset let kasneje pa je z nakupom Cedevite postala lastnik prve lastne blagovne znamke. Proizvodi družbe se danes nahajajo v več kot 30 tisoč prodajnih mestih na Hrvaškem, v Sloveniji, Srbiji, Bosni in Hercegovini ter Makedoniji, družba pa šteje več kot 1.400 zaposlenih. Leta 2008 je družba ustanovila tudi največjo zasebno verigo lekarn na Hrvaškem, imenovano Farmacia (Zgodovina družbe Atlantic Grupa, 2009).

Vpis interesentov za nakup 31,01-odstotnega deleža družbe, ki je bil ponujen v okviru prve javne ponudbe, se je pričel 23. oktobra 2007, trajal pa je sedem delovnih dni. Javna ponudba je obsegala vpis 382.970 novih rednih delnic ter prodajo 382.969 obstoječih delnic, cena je bila postavljena v razponu od 750 do 960 kun. Vpis je potekal v poslovalnicah Zagrebačke banke in banke Raiffeisen, interes vlagateljev pa je bil kar petkrat večji od količine delnic v javni ponudbi; državljani so vplačali 7,5-krat več sredstev od razpoložljivih delnic, interes institucionalnih vlagateljev pa je bil petkrat večji. Sprva je bilo institucionalnim vlagateljem namenjenih 75 odstotkov delnic, vendar se je zaradi velikega interesa državljanov po odločbi uprave in nadzornega odbora ta delež znižal na 70 odstotkov. V javni ponudbi je sodelovalo 26 tisoč državljanov, število pridobljenih delnic pa se jim je priznalo v razmerju z vplačanimi sredstvi. Končna cena je bila postavljena pri 935 kunah, presežna sredstva pa so se vlagateljem vrnila na račune do 8. novembra 2007, 11 dni pred začetkom trgovanja na zagrebški borzi. Obstoječi delničarji, katerih lastniški delež je presegal odstotek, so pristali na zamrznitev delnic – obvezali so se, da 18 mesecev ne bodo opravili nikakršnega posla z omenjenimi delnicami. Hkrati je bilo v prospektu še določeno, da bodo zbrana sredstva v okviru prve javne ponudbe uporabljena izključno za nadaljni razvoj in rast Atlantic Grupe (Obvestilo medijem družbe Atlantic Grupa, 2009).

- Lastniška struktura družbe

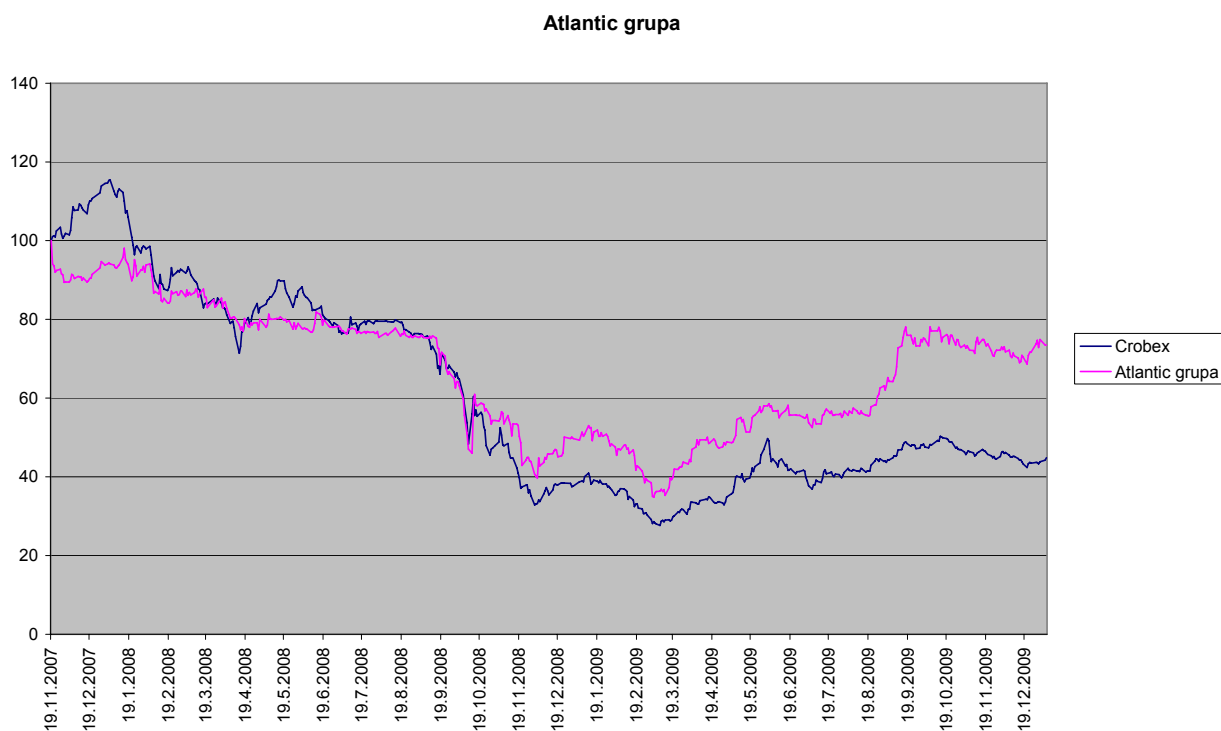
Tabela 22: Lastniška struktura družbe Atlantic Grupa

Atlantic Grupa d.d. - redne delnice			
	Lastnik računa	Vrsta računa	Odstotek
1.	Tedeschi Emil	Navadni	52,57
2.	Hypo Alpe-Adria banka/Raiffeisen pokojninska družba za upravljanje s pokojninskim skladom za Raiffeisen pokojninski sklad	Skrbniški	8,52
3.	Tedeschi Fiorio Lada	Navadni	7,73
4.	DEG-Deutsche Investitionis	Navadni	7,14
5.	Société Générale-Splitska banka/Allianz ZB za AZ pokojninski sklad	Skrbniški	3,21
6.	Hypo Alpe-Adria banka/Raiffeisen pokojninska družba za upravljanje s prostovoljnimi pokojninskimi skladi za Raiffeisen prostovoljni pokojninski sklad	Skrbniški	1,90
7.	Société Générale-Splitska banka	Skrbniški	1,40
8.	Hypo Alpe-Adria banka/PBZ Croatia Zavarovalnica pokojninski sklad	Skrbniški	1,36
9.	Société Générale-Splitska banka/Erste plavi pokojninski sklad	Skrbniški	1,07
10.	Raiffeisenbank Austria	Skrbniški	0,82
Skupaj:			85,73

Vir: Središnje klirinško depozitarno društvo, 2009.

- Gibanje vrednosti delnice

Slika 13: Donos Atlantic Grupe in indeksa Crobex od 19.11.2007 do 5.1.2010



Vir: Zagreška borza, 2010.

Delnice Atlantic Grupe so edine, ki so prvi dan trgovanja zabeležile negativen donos, in sicer v višini 11,12 odstotka. Razlog velja iskati v upadu optimizma vlagateljev. Na daljše obdobje se je vrednost delnic gibala skladno z indeksom Crobex.

- Poslovanje družbe

Tabela 23: Poslovanje družbe Atlantic Grupa

	ROA	ROE	Rast prodaje	Dobičkovna marža	Rast neto prihodka
31.12.2005	2,77%	14,14%	43,22%	1,57%	-12,20%
31.12.2006	2,60%	10,76%	35,05%	1,40%	20,85%
31.12.2007	3,39%	11,00%	15,65%	2,73%	125,49%
31.12.2008	4,40%	10,83%	19,15%	3,39%	47,89%

Vir: Bloomberg professional service data, 2009.

Atlantic Grupa je po javni ponudbi izboljšala poslovanje, prišlo je do večje rasti neto prihodka, izboljšala se je dobičkovna marža. To se kaže tudi na tečaju, ki raste hitreje od indeksa Crobex, kar lahko pričakujemo tudi v prihodnosti.

5.6 Optima telekom

Drugi največji fiksni telekomunikacijski operater na Hrvaškem Optima telekom je bil ustanovljen aprila 2004, ko je nov zakon o telekomunikacijah omogočil liberalizacijo trga. Drugo mesto po tržnem deležu na področju hrvaških telekomunikacij je dosegel avgusta 2006, ko je dosegel 120.000 uporabnikov. Za utrditev položaja je družba januarja 2007 izdala za 250 milijonov kun obveznic ter se iz družbe z omejeno odgovornostjo preoblikovala v delniško družbo. Meja 200.000 uporabnikov je bila presežena junija 2007, ko je družba na trgu alternativnih ponudnikov fiksne telefonije zabeležila 65-odstotni tržni delež (Zgodovina družbe Optima telekom, 2009).

Družba se je novembra 2007 v okviru prve javne ponudbe odločila za izdajo 800.000 novih rednih delnic, s čimer se je njihovo število povečalo na 2.820.000. Predmet javne ponudbe je bila še prodaja 110.000 obstoječih rednih delnic, oba deleža pa sta skupaj predstavljala 32,27 odstotka vseh izdanih delnic. Razpon cene je bil postavljen v razponu od 260 do 300 kun, z vpisom novih delnic pa je družba prišla do 194,4 milijona kun novega kapitala. Vpis je sicer potekal v dveh krogih; v prvem, ki je potekal od 3. do 5. decembra 2007, so delnice lahko vpisali le obstoječi imetniki obveznic Optima telekoma. Po zaključku vpisa prvega kroga je bila objavljena količina preostalih razpoložljivih delnic, vpis za drugi krog pa je potekal od 10. do 14. decembra 2007. Z delnicami se je na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Zagrebu pričelo trgovati 7. januarja 2008 (Obvestilo medijem družbe Optima telekom, 2009).

Optima je imela konec septembra 2008 kar 91 milijonov evrov dolgov, milijon evrov več, kot je vseh sredstev družbe. Optima Telekom je v prvih devetih mesecih ustvarila 45 milijonov

evrov prihodkov od prodaje, kar je 39 odstotkov več kot v istem lanskem obdobju. Zaradi dolgov pa se je izguba družbe povečala za desetino in po devetih mesecih znaša 12,8 milijona evrov.

- Lastniška struktura družbe

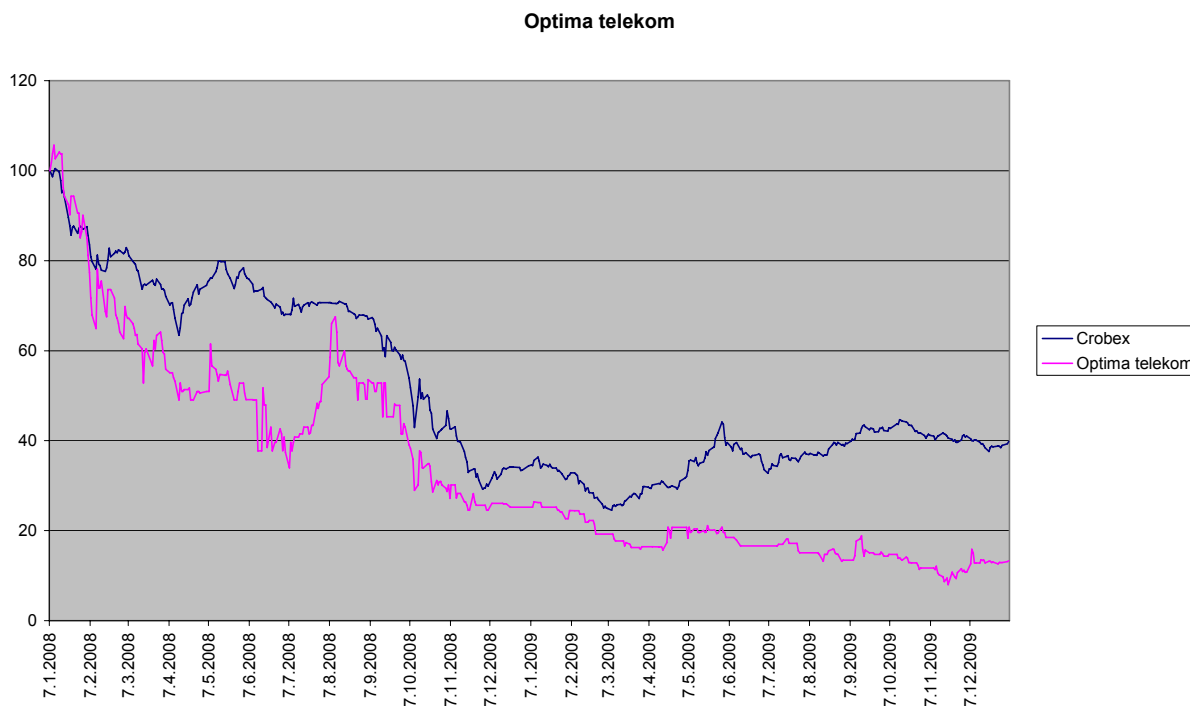
Tabela 24: Lastniška struktura družbe Optima telekom

Optima telekom d.d. - redne delnice			
	Lastnik računa	Vrsta računa	Odstotek
1.	Martić Matija	Navadni	67,73
2.	Raiffeisenbank Austria	Skrbniški	4,75
3.	Hanžeković Marijan	Navadni	4,75
4.	Raiffeisenbank Austria	Skrbniški	3,47
5.	Société Générale-Splitska banka/Allianz ZB za AZ pokojninski sklad	Skrbniški	2,72
6.	Zagrebačka banka	Navadni	1,52
7.	Raiffeisenbank Austria	Navadni	1,45
8.	Erste & Steiermarkische bank	Skrbniški	1,36
9.	Société Générale-Splitska banka/Erste plavi pokojninski sklad	Skrbniški	1,34
10.	Hypo Alpe-Adria bank/PBZ Croatia Zavarovalnica pokojninski sklad	Skrbniški	0,92
Skupaj:			90,01

Vir: Središnje klirinško depozitarno društvo, 2009.

- Gibanje vrednosti delnice

Slika 14: Donos Optima telekoma in indeksa Crobex od 7.1.2008 do 5.1.2010



Vir: Zagrebska borza, 2010.

Optima telekom je na borzo prišel v času padanja tečajev, donos na prvi dan je ostal nespremenjen. Donos na dolgi rok je bil podpovprečen.

- Poslovanje družbe

Tabela 25: Poslovanje družbe Optima telekom

	ROA	ROE	Rast prodaje	Dobičkovna marža	Rast neto prihodka
31.12.2006	-21,83	-64,97	59,33%	15,43%	1.662,83%
31.12.2007	-21,97	-65,38	38,45%	17,88%	78,12%
31.12.2008	-16,80%	-46,39%	31,31%	16,20%	38,13%

Zaradi negativnega poslovanja Optima telekoma so delnice družbe veljale za slabo naložbo že v času pred prvo javno ponudbo. Kazalci poslovanja so si po nastopu na sekundarnem trgu nekoliko opomogli. V prihodnosti lahko pričakujemo padec kazalcev poslovanja ter podpovprečne donose na borzi.

SKLEP

Prva javna ponudba delnic je lahko učinkovit način, kako podjetje pride do svežega kapitala, v času rasti borzni tečajev pa je to tudi najbolj zaželena oblika izstopa za lastnike podjetij. Hkrati so poplačani tudi finančni investitorji, saj med osrednje značilnosti prvih javnih ponudb spada visok donos na koncu prvega trgovalnega dneva na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

Uspeh javne ponudbe je odvisen od vodstva podjetja, ki mora najprej dobro pretehtati vse prednosti in slabosti preoblikovanja v javno družbo. Velikega pomena je, da pravilno oceni pripravljenost trga na nove izdajo delnic, zna zorganizirati notranjo prenovo in imeti jasno opredeljeno razvojno strategijo.

Hrvaški trg vrednostnih papirjev je bil v času medvedjega trenda na globalnih finančnih trgih izredno zanimiv za preučevanje prvih javnih ponudb, še najbolj z vidika slovenskega kapitalskega trga, ki mu je podoben.

Zakonitosti, ki veljajo ob visokih donosih javnih ponudb po prvem dnevu trgovanja na razvitih trgih, so na zagrebški borzi še bolj prišle do izraza. Vlagatelj je svoj vložek v prvem dnevu v povprečju povečal za 21,45 odstotka, kar je več kot na razvitih trgih. Pri podjetjih z nizkimi kazalci poslovanja je prišlo do podpovprečnih dolgoročnih donosov, izjema je le družba Genera, ki ob nizkih kazalnikih beleži nadpovprečno rast tečajev. Za večjo reprezentativnost bi morali imeti tudi večji vzorec.

V diplomski nalogi je najbolj do izraza prišel nepričakovan preobrat na kapitalskih trgih, ki je odvrnil morebitne vlagatelje od sodelovanja v javni ponudbi. To se je še najbolj nazorno

pokazalo prvi dan trgovanja z delnicami Atlantic Grupe; v postopku vpisa je bilo zanimanje vlagateljev petkrat večje od razpoložljivih delnic, zaradi začetka finančne krize pa je cena na prvi trgovalni dan upadla 11,12 odstotka pod ceno iz javne ponudbe. Družba je po vstopu na borzo poslovala uspešno.

V diplomskem delu sem prišel do spoznanja, da prva javna ponudba ni le uspešno izveden postopek, po katerem podjetje postane javno. Vodstvo se mora zavedati, da gre za proces. Uspešnost prve javne ponudbe je odvisna od dolgoročnih donosov ter sposobnosti, da vodstvo uspe ohraniti uspešno poslovanje tudi po kotaciji na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

LITERATURA IN VIRI

1. Antunović, T. (2008). *IPO pregled 2007*. Najdeno 18. oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://www.agram-brokeri.hr/UserDocsImages/analize/IPO%20watch%202007.pdf>
2. Bajraktarević, G. (2001). *Primarni trg vrednostnih papirjev* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. *Bloomberg professional service data*. Najdeno 13. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com>
5. Blowers, S. C., Griffith, P. H. & Milan, T. L. (1999). *The Ernst & Young LLP guide to the IPO value journey*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
6. Chi, J. & Padgett, C. (2006). Operating performance and its relationship to market performance of Chinese initial public offerings. *The Chinese economy*, 39 (5), 28-50.
7. Collins, D.W., Maydew, E.L & Weiss, I.S. 1997. Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics* 24. 39–67.
8. Draho, J. (2004). *The IPO Decision, Why and how companies go public*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
9. *Globalis – Croatia*. Najdeno 1. oktobra 2009 na spletnem naslovu http://globalis.gvu.unu.edu/indicator_detail.cfm?IndicatorID=140&Country=HR
10. Grubiša, D. (2005). Political corruption in transitional Croatia. *Politička misao*, 42 (5), 55-74.
11. *Ina najavila provedbu opcije dodatne alokacije*. Najdeno 22. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.liderpress.hr/Default.aspx?sid=10183>
12. Jain, B. & Kini, O. (1994). The post-issue operating performance of IPO firms, *Journal of finance*, 49, 1699-1726.
13. Kleeburg, R. P. (2005). *Initial Public Offerings*. London: Thomson.
14. Kleindienst, R. (2001). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV Založba.
15. *Konec stabilizacijskih aktivnosti*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu http://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/726-06-INA_Zavrsetak_aktivnosti_stabilizacije.pdf
16. Lee, I., Lochhead, S. & Ritter J. (1996). The cost of raising capital. *The journal of financial research*, 19 (1), 59-74.
17. Mastnak, S. (2007). *Kako do visokih donosov in ob tem mirno spat*. Ljubljana: Časnik Finance.
18. Mlakar, S. & Vidmar, M. (2009, 9. september 2009). Mesečno poročilo – Hrvaška. Najdeno 20. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.nlbskupina.si/porocilo-hrvaska>
19. Mikek, M. (2001). *Javni razpis delnic kot način žetve v podjetništvu* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

20. *Obvestilo medijem družbe Atlantic Grupa*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu: http://zse.hr/userdocsimages/novosti/1358-07-ATGR_objava.doc
21. *Obvestilo medijem družbe Magma*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu: http://zse.hr/userdocsimages/novosti/689-07-MGMA_IPO.pdf
22. *Obvestilo medijem družbe Optima telekom*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu: http://zse.hr/userdocsimages/novosti/1517-07-OPTE_poziv.pdf
23. Pavić, A. (2008, 15. april). Kapitalizacija zagrebške borze leta 2008 manjša za približno 70 milijard kun. *Poslovni dnevnik*. Najdeno 18. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.poslovni.hr/76725.aspx>
24. *Pregled trgovanja v letu 2006*, zagrebška borza. Najdeno 8. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2006.pdf>
25. *Pregled trgovanja v letu 2008*, zagrebška borza. Najdeno 8. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2008.pdf>
26. *Private equity IPOs*, Financial Times. Najdeno 11. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/3/495c1934-88ae-11de-b50f-00144feabdc0.html>
27. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
28. Ritter, J. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The journal of finance*, 46 (1), 3-27.
29. *Središnje depozitarno društvo*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.skdd.hr>
30. Stanovnik, S. (2009, 7. julij). Vroče na zagrebški borzi. Najdeno 7. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.publikum.si/sl/novinarsko_sredisce/clanki_in_prispevki/259/?page=2
31. Stern, R. & Bornstein P. (1985). Why new issues are lousy investments. *Forbes*, 136, 152-90.
32. Škerlak, A. (2007, 18. december). Perspektiva hrvaškega kapitalskega trga. Najdeno 4. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/debate/komentarji/287818>
33. *Uvrstitev delnic Ine v trgovanje*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu http://zse.hr/userdocsimages/novosti/705-06-INA_Odluka_o_uvstenu_u_ST.pdf
34. *Uvrstitev delnic Veterine v trgovanje*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu http://zse.hr/userdocsimages/novosti/1300-07-VERN_Objava.doc
35. *Zagrebška borza*. Najdeno 11. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.zse.hr>
36. Zagrebška borza lani zvišala promet za 57 odstotkov. (6. januar 2008). *STA*. Najdeno 18. septembra na spletnem naslovu <http://www.sta.si/vest.php?s=s&id=1246513>
37. Zakon o tržištu vrijednostnih papira. *Narodne novine RH*. (Št. 82/2002, 3. julij 2002). Najdeno 25. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/309149.html>
38. *World Bank analytical classifications*. Najdeno 14. oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/OGHIST.xls>
39. *Zgodovina družbe Atlantic Grupa*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu http://www.atlantic.hr/hr/o_nama/razvoj

40. *Zgodovina družbe HT-Hrvatske telekomunikacij*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.t.ht.hr/investitori/povijest.asp>
41. *Zgodovina družbe Ina*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.ina.hr/default.aspx?id=35>
42. *Zgodovina družbe Magma*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.investorsmagma.com/magma-grupa/povijest-magme.html>
43. *Zgodovina družbe Optima telekom*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.optima.hr/o-nama/profil-tvrtke>