

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MITJA ZUPAN

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PRVE JAVNE PONUDBE DELNIC: ZNAČILNOSTI
GIBANJA DONOSNOSTI NA KRATEK IN DOLGI ROK**

Ljubljana, december 2006

MITJA ZUPAN

IZJAVA

Študent Mitja Zupan izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 8.12.2006

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. PRVA JAVNA PONUDBA DELNIC	2
2.1. Dejavniki, ki vplivajo na odločitev za prvo javno ponudbo	3
2.2. Prednosti prve javne ponudbe	4
2.3. Slabosti prve javne ponudbe	5
2.4. Stroški prve javne ponudbe	6
2.5. Opredelitev tveganja	8
2.6. Metode pogodbenih razmerij med izdajateljem in prevzemnikom prve javne ponudbe	10
2.7. Faktorji, ki so pomembni za uspešno prvo javno ponudbo delnic	11
2.7.1. Pripravljenost podjetja na prvo izdajo delnic	11
2.7.2. Pripravljenost trga na nove izdaje delnic	12
2.7.3. Določitev glavnega prevzemnika	13
2.7.4. Določitev trenutka izdaje	14
2.7.5. Optimalni obseg prve javne ponudbe	14
2.7.6. Vrednotenje podjetja v procesu prve javne ponudbe	16
3. PODCENJENOST PRVIH JAVNIH PONUDB NA KRATEK ROK	18
3.1. Podcenjenost in ostale značilnosti posamičnih trgov	19
3.1.1. Trg prvih javnih ponudb v ZDA	19
3.1.2. Trg prvih javnih ponudb v evropskih državah	21
3.1.3. Trg prvih javnih ponudb v ostalih državah	22
3.2. Vpliv različnih značilnosti prvih javnih ponudb na višino podcenjenosti	24
3.2.1. Metode za vrednotenje in prerazdelitev delnic	24
3.2.2. Prodaja pred prvo javno ponudbo	26
3.2.3. Vrsta podjetij, ki se odločajo za prvo javno ponudbo	26
3.2.4. Dobičkonosnost v času pred prvo javno ponudbo	28
3.2.5. Ugled prevzemnika	29
3.2.6. Starost podjetij	30
3.3. Hipoteze, ki razlagajo podcenjenost	31
3.3.1. Hipoteza nesreče zmagovalca	31
3.3.2. Hipoteza povratne informacije	31
3.3.3. Hipoteza signaliziranja	32
3.3.4. Hipoteza večine	33
3.3.5. Hipoteza o moči investicijskega bankirja	33
3.3.6. Hipoteza izogibanja tožbi	33
3.3.7. Hipoteza davčnih ugodnosti	33
3.3.8. Hipoteza razpršitve lastništva	34
3.4. Problemi, ki jih prinaša visoka podcenjenost prvih javnih ponudb	34
3.5. Ciklično gibanje prvih javnih ponudb	36
4. USPEŠNOST PRVIH JAVNIH PONUDB NA DOLGI ROK	37
4.1. Hipoteze, ki pojasnjujejo nizko dolgoročno donosnost	39
4.2. Vpliv posameznih kategorij na dolgoročno uspešnost prvih javnih ponudb	40
5. SKLEP	41
LITERATURA	43
VIRI	44

KAZALO TABEL

Tabela 1: Prikaz stroškov prve javne ponudbe, ki veljajo za ZDA.....	8
Tabela 2: Odstotek dobičkonosnih podjetij in povprečno število let delovanja pred prvo javno ponudbo v ZDA v letih od 1999 do 2004.....	20
Tabela 3: Število prvih javnih izdaj, donos prvega dne, izgubljen denar v prvem dnevu in bruto vrednost izdaje v ZDA v letih od 1990 do 2005.....	20
Tabela 4: Povprečni začetni donosi prvih javnih ponudb v Franciji, na Japonskem in v Tajvanu glede na metodo prodaje.....	25
Tabela 5: Povprečen donos prvega dne trgovanja prvih javnih ponudb, razvrščen po prodaji, v letih od 1980 do 2005.....	26
Tabela 6: Povprečni donosi prvega dne trgovanja prvih javnih ponudb, razdeljenih na tehnološka in netehnološka podjetja, v letih od 1980 do 2000.....	27
Tabela 7: Prve javne ponudbe z negativnimi donosi v zadnjih 12 mesecih v ZDA od 1998 do 2001.....	28
Tabela 8: Prve javne ponudbe, razporejene po končnih ponudbenih cenah glede na začetni cenovni razpon, ZDA od 1980 do 2001.....	32

KAZALO SLIK

Slika 1: Neposredni in posredni stroški prvih javnih ponudb v ZDA od 1990 do 1994 v odstotkih od vrednosti izdaje.....	7
Slika 2: Časovni načrt prve javne ponudbe.....	11
Slika 3: Optimalni obseg prve javne ponudbe delnic.....	15
Slika 4: Število prvih javnih ponudb, donos prvega dne v letih od 1990 do 2005.....	21
Slika 5: Začetni donosi prvih javnih ponudb v Evropi od leta 1990 do leta 2003.....	22
Slika 6: Porazdelitev prvih javnih ponudb po svetovnih regijah.....	22
Slika 7: Globalna aktivnost prvih javnih ponudb v letu 2003.....	23
Slika 8: Povprečen začetni donos v državah.....	24
Slika 9: Povprečen donos prvega dne trgovanja prvih javnih ponudb, razvrščen po prodaji, v letih od 1980 do 2005.....	27
Slika 10: Prve javne ponudbe z negativnimi donosi in tehnološka podjetja v ZDA od 1980 do 2005.....	29
Slika 11: Povprečni donosi prvega dne trgovanja prvih javnih ponudb v odstotkih, razdeljenih glede na starost podjetja (v letih), v letih od 1980 do 2003.....	30
Slika 12: Gibanje začetnih donosov prvega dne in števila prvih javnih ponudb delnic na mesec v ZDA od januarja 1960 do avgusta 2001.....	37
Slika 13: Povprečni letni donosi pet let po prvih javnih ponudbah v ZDA od leta 1970 do leta 1998.....	38
Slika 14: Povprečni letni donosi pet let po prvih javnih ponudbah za 7.026 prvih javnih izdaj v ZDA od leta 1970 do leta 2000.....	39

1. UVOD

Prva javna ponudba je izdaja novega vrednostnega papirja, s katero podjetje postaja javno in s tem dostopno zunanjim investitorjem. Podjetje za svoje nemoteno poslovanje, obstoj na trgu in vzdrževanje konkurenčnosti potrebuje določena finančna sredstva in prva javna ponudba delnic je ena od možnosti dolgoročnega financiranja.

Odločitev o prvi javni ponudbi delnic sprejme poslovodstvo podjetja. Skozi celoten proces se poslovodstvo srečuje z navzkrižnimi interesi in čustvenostjo. Glavni cilji prve javne ponudbe so zbiranje kapitala za nadaljnji razvoj podjetja, zviševanje vrednosti in likvidnosti delnic ter povečan ugled in prepoznavnost podjetja v javnosti. V procesu prve javne ponudbe se zahteva od izdajatelja, prevzemnika in ostalih svetovalcev, da sprejmejo nekaj ključnih odločitev, ki morajo biti sklenjena, preden se izdaja zaključi. Koliko denarja podjetje potrebuje, kdaj ga potrebuje, koliko časa bo trajalo, da denar pridobi, kje oziroma od koga ga lahko pridobi, kako se lotiti postopka pridobivanja kapitala - vse to so pomembna vprašanja za vsako poslovodstvo v katerikoli fazi razvoja podjetja in zahtevajo strateški pristop.

Preden se podjetje dokončno odloči za prvo javno ponudbo mora skrbno pretehtati vse prednosti in slabosti ter razmisliti tudi o drugih možnih alternativnih virih financiranja. Pred prodajo zunanjim vlagateljem se mora podjetje notranje urediti, rešiti vse afere, urediti računovodske izkaze in se navzven prikazati v čim lepši luči. Poleg temeljitega pregleda podjetja mora poslovodstvo pravilno oceniti tudi stanje na trgu in pretehtati vsa potencialna tveganja, ki so povezana s prvo javno ponudbo delnic.

Na trgu prvih javnih ponudb veljajo značilne posebnosti. Glavne so ciklično gibanje začetnih donosov in števila prvih javnih ponudb, kratkoročna podcenjenost novih izdaj in dolgoročna slabša donosnost delnic. Podcenjenost prve javne ponudbe se pojavlja v vseh državah in dejansko pomeni dvig cene delnice v prvem dnevu trgovanja.

Namen diplomskega dela je proučiti razmere na trgu prvih javnih ponudb delnic ter opredeliti gibanje donosnosti prvih javnih ponudb delnic na kratek in dolgi rok. Podrobneje je prikazana podcenjenost prvih javnih ponudb delnic v ZDA ter drugih državah. Pojasnjene so bistvene teoretične razlage podcenjenosti in slabše dolgoročne donosnosti ter opisane ostale posebnosti, ki se pojavljajo na trgu prvih javnih ponudb delnic.

Po uvodu so opredeljene glavne lastnosti in značilnosti prve javne ponudbe ter dileme in vprašanja, na katera si mora poslovodstvo podjetja odgovoriti, še preden se dokončno odloči za prvo javno ponudbo delnic. Po navedbi najpomembnejših prednosti in slabosti sledi opis stroškov prve javne ponudbe in tveganj, ki so prisotna ob novi izdaji delnic. Nato so pojasnjeni faktorji, ki so pomembni za uspešno izvedbo prve javne ponudbe.

Tretje poglavje je namenjeno podcenjenosti prvih javnih ponudb. Posebej je opredeljena podcenjenost v ZDA, v Evropi in ostalih svetovnih državah. Podrobneje so opisane posamezne značilnosti prvih javnih ponudb in njihov vpliv na podcenjenost. Podjetja so primerjana glede na doseženo prodajo in donosnost pred prvo javno ponudbo, glede na tip in starost podjetja, glede na izbrano metodo cenitve in prerazdelitve delnic ter glede na ugled, ki ga prevzemnik uživa pri investitorjih. Nato so opredeljene teoretične hipoteze, ki razlagajo podcenjenost prvih javnih ponudb.

Zadnje poglavje je osredotočeno na donosnost prvih javnih ponudb na dolgi rok. Za trg novih izdaj je namreč značilna kratkoročno visoka donosnost, ki pa jo spremlja dolgoročno nizka donosnost v primerjavi z donosnostmi podobnih podjetij, ki so javna že nekaj časa. Opredeljene so teoretične hipoteze, ki poizkušajo pojasniti, zakaj do tega prihaja, in pojasnjen vpliv posameznih kategorij na dolgoročno donosnost prvih javnih ponudb.

2. PRVA JAVNA PONUDBA DELNIC

Prvo prodajo vrednostnih papirjev, ki poteka na podlagi izdajateljeve ponudbe ob izdaji vrednostnih papirjev, imenujemo prva prodaja vrednostnih papirjev in poteka na primarnem trgu (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 2006, 4. člen). Prva javna ponudba je izdaja novega vrednostnega papirja, s katero podjetje postaja javno (Mikek, 2001, str.14). Odločitev o prvi javni ponudbi delnic sprejme poslovodstvo podjetja.

Za začetek procesa prve javne ponudbe mora izdajatelj pridobiti dovoljenje nadzornega organa¹, ki ureja trg vrednostnih papirjev v določeni državi. Kot pogoj za pridobitev dovoljenja je potrebna izdelava prospekta. Prospekt je dokument, ki omogoča investitorju vpogled v pravni položaj izdajatelja, njegov finančni položaj, poslovne možnosti in pravice, ki izhajajo iz vrednostnega papirja.

Potrebe po dodatnem kapitalu se lahko v podjetju pojavijo iz številnih razlogov. V fazi rasti lahko podjetje potrebuje finančna sredstva za novo opremo, stroje in vse ostalo, kar zagotavlja rast in povpraševanje, s čimer podjetje izkoristi ponujeno poslovno priložnost. Dodatna sredstva lahko podjetje potrebuje tudi za povečanje obstoječih zalog ali zagotovitev likvidnosti za svoje nemoteno delovanje. Lahko se s strani podjetja pojavi tudi želja po prevzemu ali združitvi z drugim komplementarnim podjetjem z namenom povečati obseg proizvodnje, prodaje ali deleža na trgu. Lahko pa si podjetje želi zagotoviti tudi določene denarne rezerve za prihajajoče težavno obdobje. Skozi celoten proces se poslovodstvo srečuje z navzkrižnimi interesi in čustvenostjo.

¹ V Sloveniji je to Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP), v ZDA pa Security and Exchange Commission (SEC).

2.1. Dejavniki, ki vplivajo na odločitev za prvo javno ponudbo

Kot prvo se nam mora zastaviti vprašanje, zakaj se podjetja sploh odločijo za prvo javno ponudbo delnic. V večini primerov je glavni razlog želja, da bi podjetje zbralo čim več delniškega kapitala in da bi se oblikoval javni trg za izdane delnice, kar daje delničarjem možnost za kasnejšo unovčenje svojih deležev. Nefinančni razlogi, kot je povečana publiciteta, igrajo le manjšo vlogo (Ritter, Welch, 2002, str. 1796).

Zelo pogosto je mnenje, da je sprememba privatnega podjetja v javno preprosto faza v razvoju podjetja. Čeprav je v tem nekaj resnice, pa ta teorija sama ne more razlagati dejanskih novih izdaj delnic. Celo v velikih razvitih gospodarstvih kot je ZDA lahko najdemo zelo velika podjetja, ki so še vedno v privatnih rokah. V Evropskih državah niso nobena redkost privatna podjetja, ki so večja od povprečnih javnih podjetij. Tovrstne medpanožne in meddržavne razlike kažejo na to, da preobrazba v javno podjetja ni stopnja, ki bi jo sčasoma vsako podjetje doseglo, ampak je odločitev posloводства (Pagano, 1998, str. 27).

Preden se podjetje dokončno odloči za prvo javno ponudbo mora skrbno pretehtati vse prednosti in slabosti ter razmisliti tudi o drugih možnih alternativnih virih financiranja². Dejavniki, ki so največkrat povod za prvo javno ponudbo (Pogačnik, 2006, str. 33; Evans, 2005, str. 7):

a) Potreba po kapitalu

Podjetja potrebujejo veliko kapitala:

- za svojo nadaljnjo rast,
- za nove investicije,
- za vlaganje v posodobitev strojne in ostale industrijske opreme,
- za vlaganje v raziskave in razvoj novih proizvodov,
- za zmanjševanje preteklih dolgov,
- za povečanje obsega potrebnih zalog reprodukcijskega materiala ter končnih izdelkov,
- za povečanje obsega zaposlovanja,
- za povečanje tržnega deleža ...

b) Ugled in prepoznavnost podjetja

Vodstvo podjetja, zaposleni, investitorji in ostali se radi ponašajo s tem, da so sodelovali pri veliki uspešnosti podjetja. Podjetje v prihodnosti zaradi boljše bonitete ceneje pridobiva nadaljnji kapital.

c) Likvidnost delnic

Možnost žetve za podjetnike in prvotne vlagatelje.

² Vir financiranja je v veliki meri določen s tem, koliko sredstev potrebuje podjetje in kdaj jih potrebuje. V osnovi lahko vire financiranja razdelimo na dolžniške (poslovne banke, hranilnice, podjetja za finančni lizing, podjetja za faktoring) in lastniške (investicijske banke, državni in lokalni razvojni skladi, finančne institucije visoko tvegane kapitala, poslovni angeli) vire financiranja.

- d) Nižji stroški
Prva javna ponudba bi stala manj kot iskanje novega tveganega kapitala.
- e) Dosežena velikost
Podjetje je dovolj veliko in dobičkonosno, da se lahko odloči za javno ponudbo.
- f) Trg delnic
Povpraševanje po delnicah je veliko in vlagatelji so željni novih javnih ponudb.

2.2. Prednosti prve javne ponudbe

Odločitev o prvi javni ponudbi je tako kompleksna, da bi zelo težko sestavili en model, ki bi zajel vse relevantne slabosti in prednosti. Glavne prednosti so močnejša baza kapitala in lažje pridobivanje dodatnega kapitala, povečanje likvidnosti delnice, možnosti za združitve in boljši položaj pri izvedbi prevzemov, razpršenost lastništva, povečanje ugleda podjetja v javnosti, pritek novih idej in inovacij, razbremenitev podjetnika in razpršitev tveganja obstoječih lastnikov podjetja.

Nekateri avtorji kljub temu trdijo, da gredo podjetja v prvo javno ponudbo zaradi potrebe po dodatnih denarnih sredstvih in da so vsi drugi razlogi sekundarnega pomena. V ZDA tipična prva javna ponudba prinese 20–40 mio \$, niso pa nenavadne ponudbe preko 100 mio \$. Te vrednosti se razlikujejo med različnimi gospodarskimi panogami (Welch, 1996). Izdaja delnic oblikuje in poveča potrebno kapitalsko osnovo podjetja, kar naj bi v prihodnosti omogočilo podjetju, da zbira lastniški ali dolžniški kapital ob ugodnejših pogojih in da ima več alternativ za nadaljnje financiranje svojega razvoja. Glede na statistične podatke v ZDA skoraj tretjina podjetij pet let po prvi javni ponudbi ponovno izda novo serijo delnic. S sekundarno izdajo delnic pa nekatera podjetja pridobijo tudi do trikrat več kapitala kot pri prvi javni ponudbi (Jerman, 1999, str.10).

Delničarji javnega podjetja lahko enostavno kupijo in prodajo svoje delnice na sekundarnem trgu. Deleži v privatnih podjetjih so nelikvidni in jih je zelo težko prodati. Prav tako je zelo težko določiti vrednost deleža, saj cena ni znana. Pravo trgovanje z delnicami omogočajo delnice, ki so bile izdane na osnovi javne ponudbe (Jerman, 1999, str.10). Delnici in podjetju lahko določimo vrednost in vsakodnevno sproti spremljamo gibanje tečajev.

Podjetja v določeni fazi razvoja za svojo nadaljnjo rast potrebujejo svež kapital. To lahko naredijo tako, da poiščejo prevzemnika ali da se združijo z drugim podjetjem. Vendar mnogo privatnih podjetij ne pride na seznam prevzemnikov. Zato je zanje lažje, da izdajo delnice. Poleg tega so javna podjetja bolj opazna, lažje jih je ocenjevati, vrednotiti in odkrivati potencialne sinergije (Welch, 1996, str. 2).

Javna podjetja so v javnosti še bolj opažena kot privatna, zato je zanje ugled in podoba v javnosti zelo pomembna. Prvo javno ponudbo spremlja obsežno predstavljanje javnosti. Neznano podjetje lahko v času izdaje delnic postane znano zaradi uspešnega trženja izdaje (Jerman, 1999, str.10). Poznavanje podjetja v javnosti, javno trgovanje in likvidne delnice vodijo do tega, da se odjemalci, dobavitelji, investitorji in ostali lažje odločijo za sodelovanje s podjetjem. V nekaterih panogah je uspeh in ugled v očeh kupcev in dobaviteljev pomemben na dolgi rok. Npr. programsko opremo moramo nenehno izboljševati in nadgrajevati. Nihče pa ne bo hotel kupiti programske opreme od proizvajalca, ki opreme ni sposoben nadgrajevati, varnostno zaščititi, izboljševati (Welch, 1996).

Delniška družba lahko v obliki delnic zaposlenim da nek lastniški formalni delež in s tem občutek pripadnosti in soodločanja. Razne nagrade poslovodstvu in zaposlenim dvigujejo moralno in produktivnost v podjetju. Novi lastniki imajo lahko svojo vizijo in drugačne poglede na razvoj podjetja, zato je njihov prispevek lahko tudi v obliki novih idej, znanj, predlogov in inovacij.

Čeprav je to, da podjetnik prodaja svoj delež v podjetju lahko slab znak, pa je po drugi strani lahko zelo smiselno (Welch, 1996). Podjetje z rastjo terja od podjetnika vse večjo angažiranost, zato je razumljivo, da podjetnik sčasoma hoče malo omejiti svoje delo, razpršiti svoje obveznosti in odgovornost. Obstoječi lastniki s prodajo delnic lahko razpršijo svoje premoženje, s čimer se zmanjša tveganje njihovega premoženja.

2.3. Slabosti prve javne ponudbe

Glavne pomanjkljivosti, ki zadevajo prve javne ponudbe, so stroški in čas, ki je potreben za uspešno izpeljavo prve javne ponudbe. Prva javna ponudba je za podjetje zelo drag podvig. Stroške za izvedbo prve javne ponudbe delimo na neposredne in posredne stroške (Jerman, 1999, str.10). Tipično podjetje zapravi 15–25 % zbranega denarja za neposredne stroške. Med te vključujemo stroške za pravniške storitve, stroške revizorjev in provizijo prevzemnika. Med posredne stroške prištevamo čas in napor poslovodstva, posvečenega prvi javni ponudbi, strošek podcenjenosti izdaje ter motenje poslovanja podjetja. Prva javna ponudba od poslovodstva terja veliko energije, časa in dodatno vloženega truda. Zato včasih, predvsem v manjših podjetjih, to vpliva na redno poslovanje podjetja in vsakodnevne obveznosti poslovodstva (Encyclopedia of Business, 2006).

V drugi sklop pomanjkljivosti lahko vključimo izgubo zaupnosti in podatkov, obveznost in stroške poročanja ter izgubo kontrole nad podjetjem. Glavni razlog, zakaj podjetja ne dosežejo primerne cene ob prvi prodaji, je v tem, da jim ne uspe prepričati vlagateljev, da je naložba v to podjetje dobra. Podjetja zato velikokrat razkrivajo podatke o svojih zmožnostih – konkurenčnih prednostih, kar lahko izkoristijo konkurenti in prevzamejo

njihovo znanje, tehnologijo. To pa kasneje lahko spravi obstoj podjetja v nevarnost. Prav tako mora javno podjetje stalno poročati svoje podatke odgovornim institucijam (pri nas ATVP, v ZDA SEC) in borzi, na kateri kotirajo (Strategies for Going Public, 2006, str. 3). Za javna podjetja veljajo dodatni zakoni in zakonska določila ter pravila borz. Vsa ta poročila povzročajo več administrativnega dela in povečujejo stroške poslovanja, poleg tega pa razkrivanja operativnih podatkov lahko koristijo konkurentom. Javno podjetje je bolj občutljivo za morebitne sovražne prevzeme, saj se njihove delnice lahko kupijo na sekundarnem trgu (Dremelj, 2002, str.8).

Ostale pomanjkljivosti so vezane na izgubo dobička dosedanjih lastnikov, onemogočanje poslov za osebno korist ter likvidnost delnic. Dobiček, ki so si ga do sedaj razdeljevali privatni lastniki, bo v prihodnosti potrebno deliti s tujimi vlagatelji. Če je cena prava, se to izplača. Privatni lastniki se sami odločijo, kakšne deleže bodo obdržali zase in kolikšen delež bodo prodali zunanjim investitorjem v prvi javni ponudbi. Delo posloводства v javnem podjetju je bolj na očeh zunanjim vlagateljem in ustanovam, ki regulirajo trg, zato veliko težje opravlja vprašljive transakcije. Podjetja so tudi bolj izpostavljena podrobnim pregledom davčnih institucij, kar zmanjša možnost davčnih prevar in izogibanja plačilu davkov (Strategies for Going Public, 2006, str. 3). Če je podjetje majhno in se z njegovimi delnicami ne trguje redno, pomeni to manjšo likvidnost delnice, kar vpliva na to, da tržna cena ne predstavlja nujno prave vrednosti delnice.

2.4. Stroški prve javne ponudbe

Stroški, povezani s prvo javno ponudbo, torej niso zanemarljivi, zato je zelo pomembno, da imamo kontrolo nad njimi. Na splošno stroške prve javne ponudbe delimo na neposredne in posredne.

Neposredni stroški so merljivi in neposredno vplivajo na prvo javno ponudbo. Mednje štejemo stroške prevzemnika³, stroške pravnih in revizorskih storitev, stroške povezane s pridobitvijo dovoljenja za izdajo in ostale administrativne stroške (Jerman, 1999, str.12).

Provizija prevzemnika je največji posamični strošek pri javni ponudbi. To je razlika med ceno, po kateri je izdaja ponujena javnosti (ponudbena cena), in neto izkupičkom, ki ga prejme izdajatelj. Faktorji, ki vplivajo na višino provizije, so velikost izdaje, metoda izdaje, stroški izdaj podobnih velikosti in kompleksnosti ter truda, ki ga mora prevzemnik vložiti v prodajo izdaje. Končna višina provizije je seveda določena na podlagi pogajanj med izdajateljem in glavnim prevzemnikom. Stroški, ki jih mora izdajatelj plačati,

³ Prevzemnik sodeluje pri izbiri ostalih svetovalcev, pri oblikovanju prospekta, pri določanju cene in nudi storitve izdaje vrednostnih papirjev. Izdajatelj in prevzemnik se dogovorita o vrednosti sredstev, ki jih podjetje želi pridobiti, o tipu delnic, ki bodo izdane, o metodi izdajanja vrednostnih papirjev in o ostalih podrobnostih, ki jih določita v pogodbi o prevzemu.

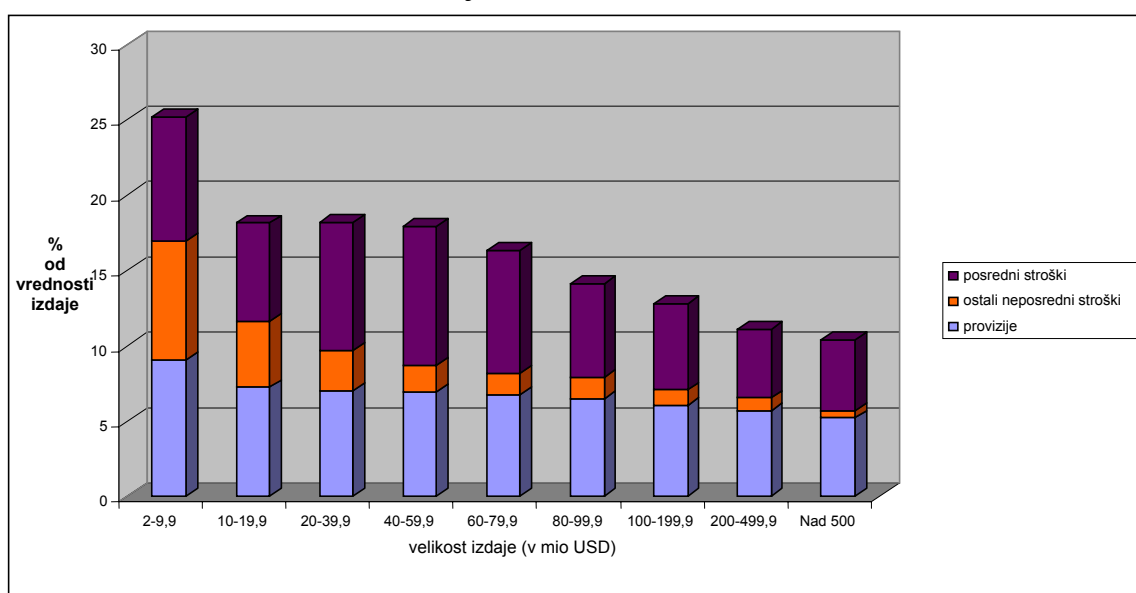
obsegajo približno 7 % vrednosti izdaje. Če je izdaja delnic manjša, so stroški lahko večji, medtem ko z večjo izdajo tudi celotni stroški padejo. Na višino stroškov prevzemnika pa vpliva tudi ugled prevzemnika ter količina dela, ki ga mora prevzemnik opraviti. Če je namreč izdajatelj dokaj neznan ali pa v javnosti ne preveč priljubljeno podjetje, bo moral prevzemnik vložiti več dela in truda, da bo izdaja uspešna.

Pravna pomoč je potrebna pri izdelavi registracijske izjave, pri pogajanjih z glavnim prevzemnikom in na sploh pri urejanju dokumentov, ki so v postopku prve javne ponudbe, da le ti ustrezajo zakonsko predpisanim določilom. Poleg pravnikov pa podjetje potrebuje tudi razne svetovalce, ki so strokovnjaki s področja javnih ponudb delnic. Upoštevati moramo tudi računovodske storitve, saj se zaradi vseh potrebnih finančnih poročil obseg dela v računovodstvu poveča.

Med administrativne stroške štejemo takse in pristojbine, povezane s pridobitvijo dovoljenja za izdajo delnic, stroške tiskanja prospekta, registracijske izjave in ostalih dokumentov, stroške oglaševanja in stroške distribucije.

Posredni stroški vključujejo čas in napor posloводства in zaposlenih, ki so ga posvetili prvi javni ponudbi ter stroške prekinitve in motenja delovnega procesa v podjetju. Dejanski posredni stroški so težko merljivi in niso navedeni v prospektu (Pogačnik, 2006, str.50). Med posredne stroške štejemo tudi strošek podcenjenosti izdaje. Za prvo javno ponudbo je namreč značilno, da delnica doseže na prvi dan trgovanja ceno, ki je višja od cene ob izdaji. To pomeni strošek za izdajatelja, saj bi ob enakem številu prodanih delnic izdajatelj prejel večji denarni znesek.

Slika 1: Neposredni in posredni stroški prvih javnih ponudb v ZDA od 1990 do 1994 v odstotkih od vrednosti izdaje



Vir: Ritter, 1998, str. 22.

Na Sliki 1 (podatki so zbrani v Prilogi 1) so prikazani neposredni in posredni stroški izdaj v ZDA v obdobju 1990–94 v odstotkih od vrednosti izdaje. Posredni strošek je podcenjenost prvih javnih ponudb in ne vključuje časa ter napora ravnateljstva za izvedbo izdaje. Iz slike 1 je razvidno, da so stroški prve javne ponudbe večji, čim manjša je izdaja. Stroški izdaje padajo z njeno velikostjo.

Provizija, ki jo plača podjetje prevzemniku, je v ZDA bistveno višja kot v ostalih državah. V obdobju od leta 1995 do 1997 je najmanj 90 % prvih javnih ponudb velikosti med 20 in 80 mio \$ plačalo provizijo prevzemniku natanko 7 %, medtem ko je v obdobju od 1985–1997 enako provizijo plačalo samo 26 % prvih javnih ponudb. Za manjše izdaje je provizija prevzemnika višja od 7 %, za izdaje nad 80 mio \$ pa je provizija nižja. Provizija prevzemnika v ostalih državah znaša približno polovico provizije v ZDA (Jerman, 1999, str.13).

Tabela 1: Prikaz stroškov prve javne ponudbe, ki veljajo za ZDA

Vrednost izdaje	25 mio \$		50 mio \$	
Število delnic	5.880.000		5.880.000	
	Ocenjeni stroški (v USD)	Odstotek v vrednosti izdaje	Ocenjeni stroški (v USD)	Odstotek v vrednosti izdaje
Stroški prevzemnika	1.750.000		3.500.000	
Stroški SEC	9.914		19.828	
Stroški NASD ⁴	3.375		6.250	
Stroški tiskanja	100.000		100.000	
Računovodski stroški	160.000		160.000	
Stroški pravniških storitev	200.000		200.000	
Nasdaq – vstopni stroški	63.725		63.725	
Nasdaq – letna provizija	11.960		11.960	
Ostali fiksni stroški	64.200		64.200	
Skupaj	2.363.174	9,45 %	4.125.963	8,25%

Vir: Evans, 2005, str. 5.

2.5. Opredelitev tveganja

Pri zmanjševanju tveganja uspešnosti prve javne ponudbe ima prevzemnik izdaje ključno vlogo. V primeru, da investicijski bankir pridobi celotno izdajo vrednostnih papirjev, s tem

⁴ NASD - National Association of Securities Dealers.

prevzame celotno tveganje izdaje. Investicijski bankir običajno poizkuša tveganje izdaje znižati (Bloch, 1989, str. 248) in sicer,

- z oblikovanjem ustrezne cene, in
- s trženjem oz. vzdrževanjem trga.

Investicijski bankir poskuša določiti takšno ceno vrednostnega papirja, da bo le ta čim bližje ravnotežni oz. tržni ceni in da bo po tej ceni tudi možno prodati celotno izdajo. Druga vloga je trženje vrednostnih papirjev, ki zahteva poznavanje interesov potencialnih kupcev. S pomočjo trženja se poskuša oblikovati takšno ceno, ki bo ustrezala tako izdajateljem kot kupcem. Tveganje nove izdaje prikazuje naslednja formula (Bloch, 1989, str. 248-255):

$$\begin{aligned} \text{tveganje čakanja} + \text{tveganje neustrezne ponudbene cene} + \text{tveganje trženja} & \quad [1] \\ & = \text{tveganje nove izdaje} \end{aligned}$$

Tveganje čakanja predstavljajo spremembe na kapitalskem trgu v času pripravljanja dokumentacije in izvedbe postopka prve javne ponudbe. Postopek priprave dokumentacije za javno ponudbo s strani podjetja, investicijskega bankirja, svetovalcev, računovodij in drugih strokovnjakov običajno traja kar nekaj mesecev. Predpostavimo, da je v začetku obdobja cenovna raven na trgu (P/E razmerje) za primerljivo podjetje enaka 20. Tržne cene delnic lahko v teh nekaj mesecih čakanja padejo na razmerje 15. Potencialna izguba znižanja cene pa prizadene investicijskega bankirja.

Tveganje neustrezne cene predstavlja previsoko ali prenizko nastavljena cena prve javne ponudbe. Ločimo dve oblike tveganja neustrezne ponudbene cene:

- nepravilno oceno na stabilnem trgu,
- pravilno oceno, ki je ovrednotena na nestabilnem trgu.

Nepravilna ocena se nanaša predvsem na prve javne ponudbe, ki na sekundarnem trgu še nimajo primerjave. Za uspešno izdajo je potrebno določiti takšno ceno, da jo bo trg še sprejel. Če je ponudbena cena previsoka, obstaja tveganje nizkega povpraševanja, zato investicijski bankir ne bo mogel prodati celotne izdaje, kar bo povzročilo izgubo v obliki neprodanih vrednostnih papirjev. Zato je bolje, da investicijski bankir določi ponudbeno ceno nekoliko pod ravnotežno (delnico podcenimo) in s tem zmanjša lastno tveganje. Druga vrsta tveganja zadeva spremembo cen od zunaj, npr. dvig obrestne mere. Ker ima nova izdaja delnic ceno že določeno v prospektu, bo izdajo težko prodati, saj je cena višja, ker je bila postavljena glede na razmere, ki so pred tem veljale na trgu.

Trženje zmanjšuje celotno tveganje nove izdaje. S trženjem investicijski bankir pospešuje prodajo delnic ter poizkuša doseči realno ceno delnice na trgu. Prevzemnik ponudbe

pripravi predstavitve potencialnim investitorjem, investicijskim svetovalcem in analitikom. Z večjim poznavanjem podjetja v javnosti se zmanjša tveganje neuspele izdaje delnic.

V procesu prve javne ponudbe se trženje lahko uporablja v obdobju pred začetkom javne prodaje, v času prodaje delnic ter po končanem postopku, ko podjetja že poslujejo kot javne družbe (Sajovic, 1998, str.36). Izdajatelj se mora odločiti o ciljnih kupcih in prodajnih poteh. Pri tem je pomembno, da se odloči, ali želi pridobiti manjše število velikih vlagateljev ali pa želi večje število malih individualnih kupcev. Ponudba se lahko delno regionalno omeji, lahko pa se usmeri k ciljnim skupinam vlagateljev na določenem področju poslovanja (strateškim vlagateljem).

2.6. Metode pogodbenih razmerij med izdajateljem in prevzemnikom prve javne ponudbe

V razvitih tržnih gospodarstvih prevladujeta prevzem javne ponudbe s trdno zavezo (firm commitment underwriting) in komisijska prodaja (best efforts).

Pri trdni zavezi investicijski bankir odkupi celotno ponudbo vrednostnih papirjev in jih nato proda naprej zainteresiranim predvsem institucionalnim investitorjem po dogovorjeni ceni za določeno število delnic. Tako investicijski bankir prevzame tveganje, da celotne izdaje ne bo mogel prodati. Kljub temu izdajatelj ob izdaji prejme celotno kupnino, saj potencialna izguba v primeru neprodane celotne izdaje bremeni prevzemnika. V tem primeru prevzemnik postane lastnik nevplačanih vrednostnih papirjev. Da bi investicijska banka zmanjšala tveganje, oblikuje skupino ali konzorcij prevzemnikov ('underwriting group'), katerih primarna naloga je prodati izdajo klientom, s tem pa prevzamejo tudi del tveganja. Trdna zaveza prevladuje pri večjih izdajah in večjih izdajateljih.

V primeru komisijske prodaje je investicijski bankir po zakonu odgovoren, da po svojih najboljših močeh in znanju poskuša prodati vrednostne papirje investitorjem. Izdajatelj nima nikakršnega zagotovila, da bo ponudba uspela. Investicijski bankir deluje kot agent, ki prejme provizijo za prodane vrednostne papirje. Če ne more prodati izdaje po ponudbeni ceni oziroma vnaprej dogovorjene minimalne količine vrednostnih papirjev, pomeni, da se javna ponudba umakne. Investicijski bankir v tem primeru odpokliče že prodane vrednostne papirje in investitorjem vrne vplačana sredstva. Komisijska prodaja se uporablja za manjše izdaje ter izdaje v zaprti ponudbi⁵.

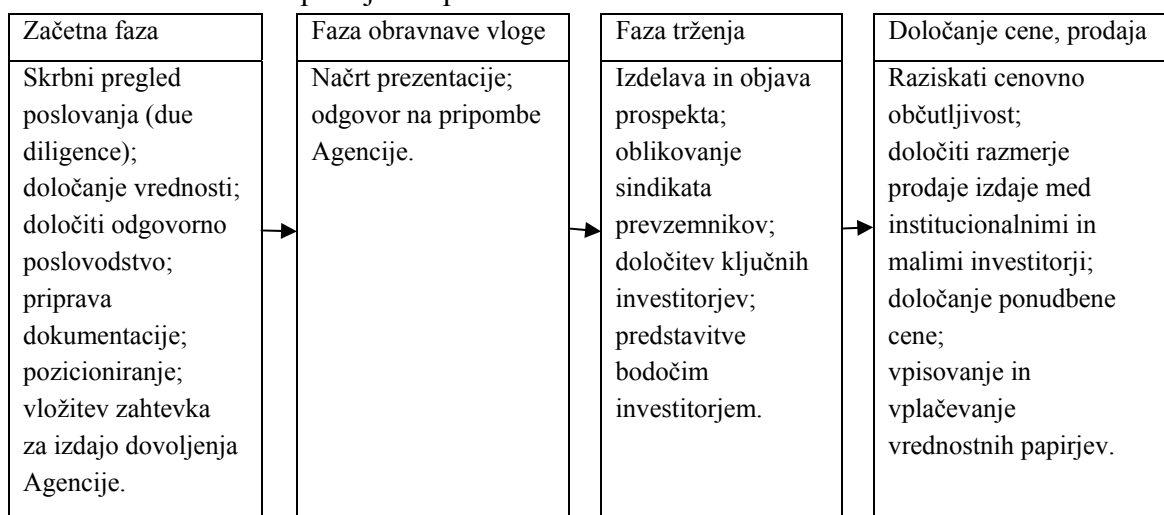
⁵ Pri zaprti ponudbi se vrednostni papirji prodajajo manjšemu številu vnaprej znanih investitorjev, s katerimi imajo navadno izdajatelji dobre poslovne stike.

2.7. Faktorji, ki so pomembni za uspešno prvo javno ponudbo delnic

Podjetje mora izvedbo prve javne ponudbe natančno načrtovati. Pomembnejše odločitve v javni prodaji so: izbira glavnega prevzemnika in ostalih ustreznih strokovnjakov, izbira pravega trenutka za izdajo, določitev optimalnega obsega izdaje, določitev vpisne cene delnic, oglaševanje izdaje, predstavitev bodočim investitorjem ...

Seveda vseh teh odločitev ni potrebno sprejeti takoj ob začetku poteka prve javne ponudbe, ampak si pomembne odločitve sledijo ena za drugo v procesu izdaje delnic. Slika 2 prikazuje časovni načrt prve javne ponudbe in naloge, ki jih je potrebno sprejeti v določeni fazi procesa.

Slika 2: Časovni načrt prve javne ponudbe



Vir: Pott G. Kenneth, 2000, str.14.

2.7.1. Pripravljenost podjetja na prvo izdajo delnic

Prvi korak k uspešni izdaji delnic je realna ocena stanja v podjetju (Strategies for Going Public, 2006). Ta ocena se nanaša na primerjavo podjetja z ostalimi uspešnimi prvimi javnimi ponodbami. Če se lahko podjetje kosa s podobnimi podjetji, potem lahko začne s prvo javno ponudbo. Podjetje se mora pred prodajo zunanjim investitorjem notranje urediti, rešiti vse afere, urediti računovodske izkaze in se navzven prikazati v čim lepši luči. To ni možno doseči v mesecu ali dveh, ampak je potrebno dolgoročno planiranje.

Pri prvi javni ponudbi se je potrebno najbolj osredotočiti na skrben pregled poslovanja (due diligence). Različne pomanjkljivosti je potrebno razkriti, še preden se odločimo za javno ponudbo delnic, saj kasnejše razkritje razlik zmanjša kredibilnost, ki jo je zelo težko pridobiti nazaj. Vlagatelji so izredno pozorni na določene kvalitete podjetja, kot so velikost podjetja, finančni kazalci, razmere v panogi, zrelost poslovskega tima in ostale

konkurenčne prednosti. Glavne značilnosti uspešnih prvih javnih ponudb so (Evans, 2005, str. 4):

- Dobro poslovodstvo podjetja

Močna in sposobna poslovodska ekipa je pomemben odraz zrelosti podjetja in predpogoj za uspeh podjetja na trgu. Poslovodstvo mora biti sposobno sklepati kompromise in pridobiti zaupanje prevzemnikov in investorjev.

- Dolgoročna rast

Pogoj za ustrezno povpraševanje po delnicah na trgu je stabilna in hitra rast ter dobičkonosnost podjetja.

- Konkurenčne prednosti

Konkurenčne prednosti podjetja se lahko odražajo v sposobnostih in izkušnjah poslovodstva, dobrem delovnem procesu, edinstvenem proizvodu, delovni učinkovitosti,...

- Poslovni načrt

Pomembno je, da ima poslovodstvo dober poslovni načrt. Dober poslovni načrt nam olajša izdelavo prospekta in je dobro prodajno orodje tako za podjetje kot za prevzemnika izdaje.

- Dobro določene prodajne in tržne poti

Poleg prodajnih poti mora podjetje poskrbeti tudi za dobro servisno mrežo.

- Močan ugled v javnosti

Podjetje mora skrbeti za javni ugled pred in po prvi javni ponudbi.

- Minimalni navzkrižni interesi

Še pred začetkom prve javne prodaje delnic moramo poskrbeti, da ne prihaja do navzkrižnih interesov.

- Enostavna struktura kapitala

- Velikost podjetja

Primerjamo predvsem velikost letnega prometa oziroma letno realizacijo podjetja. Znano je, da velika podjetja lažje opravijo prvo javno ponudbo in imajo večjo verjetnost, da izdaja tudi uspe.

2.7.2. Pripravljenost trga na nove izdaje delnic

Pred začetkom prve javne izdaje je pomembna pravilna ocena zanimanja na trgu za novo delnico. Čeprav ne obstajajo univerzalni zakoni, ki bi določali zanimanje trga, nam lahko pretekle izkušnje pomagajo pri napovedovanju tržne privlačnosti in potencialov za doseganje prihodnjih donosov.

Na trg vpliva cela paleta dejavnikov, vključno z ekonomskimi napovedmi, političnimi dogodki, globalnimi trendi, obrestnimi merami in inflacijo (Strategies for Going Public, 2006, str. 6). Pomembno je, ali trg raste ali pada. Premišljen vstop na trg je pomemben za končni uspeh izdaje, tudi če podjetje dosega še tako dobre rezultate. Podjetje, ki bi na lahek

način lahko privabilo vlagatelje v času visoke rasti trga, lahko naleti na precejšen odpor v času nizkih donosov. Ko je trg umirjen in cene padajo, so najboljši pogoji za izdajo delnic novih, neuveljavljenih in bolj tveganih podjetij.

Zelo pomembno je, da imamo dober poslovni načrt. Le ta vsebuje prihodnje projekcije podjetja in napovedi, ki jih registracijska izjava ne vsebuje. Natančen in temeljit poslovni načrt bo zmanjšal izdatke za pravnike, svetovalce in računovodje, saj jim bomo omogočili hitrejše in lažje delo. V pripravah na prvo javno ponudbo je večkrat potrebno popraviti poslovni načrt, da je le ta v skladu s strategijami in razvojem podjetja ter vključuje vse bistvene spremembe na trgu.

Kljub temu, da se podjetja skrbno pripravijo na prvo javno ponudbo in da so možnosti za uspeh izdaje zelo velike, se velikokrat zgodi, da izdaja ni uspešna. Zelo veliko dogodkov lahko iztira proces (Evans, 2005, str.4):

- odstop vodilnega managementa,
- spremenjeni pogoji na trgu,
- izguba zanimanja za proizvode ali storitve,
- poslovna strategija ni več primerljiva s konkurenco.

Enega največjih problemov lahko najdemo v kulturi podjetja, saj so kulturne spremembe v podjetju zelo težke.

2.7.3. Določitev glavnega prevzemnika

Najpomembnejša odločitev je izbira glavnega prevzemnika⁶, ki pomeni začetek procesa prve javne ponudbe. Investicijska banka oz. prevzemnik⁷ je vmesni člen, ki povezuje izdajatelja delnic in potencialne vlagatelje. Prevzemnik je investicijski bankir (investicijska banka), ki je namesto izdajatelja specializiran za opravljanje javnih ponudb in distribucijo vrednostnih papirjev. Prevzemnika se izbere na podlagi ugleda, izkušenj, sposobnosti pridobivanja ustreznih vlagateljev ter možnosti dolgoročnega sodelovanja (Welch, 1996). Prevzemniki radi določijo nižjo ceno, kot bi jo lahko zares določili. Nižja cena jim omogoča lažjo prodajo delnic in zmanjša tveganje neuspešnosti izdaje. Poleg tega glavni prevzemnik razdeli dele izdaje med ostale prevzemnike in oblikuje konzorcij prevzemnikov, kar mu omogoči, da prenese tveganje na ostale, pridobi več trgovcev za prodajo izdaje in ima boljše informacije o trgu.

⁶ Welch (2000, str.7) izpostavlja, naj bo prevzemnik izbran po naslednjih kriterijih: ugled v javnosti, sposobnost pridobivanja ustreznih vlagateljev, izkušnje prevzemnika, podpora prevzemnika podjetju tudi kasneje na trgu, storitve prevzemnika v prihodnosti, dejavnost prevzemnika pred izdajo.

⁷ Največji glavni prevzemniki prvih javnih ponudb v ZDA so prikazani v prilogi 2.

2.7.4. Določitev trenutka izdaje

Podjetje, ki gre v javno ponudbo delnic, mora natančno poznati stopnjo svojega razvoja. Biti mora finančno zdravo s stabilnim poslovanjem, imeti mora ugled na trgu, zelo pomembna je jasna strategija razvoja podjetja. Potencialni investitorji bodo povpraševali po delnicah podjetja na podlagi preteklih poslovnih rezultatov in ugodnih pričakovanj v prihodnosti.

Da lahko določimo najugodnejši trenutek za izdajo delnic je potrebno, da investicijski bankir zna oceniti in predvideti smer in stopnjo gibanja trga. Pri opazovanju gibanja trga lahko predpostavimo, da se cene delnic gibljejo v predvidljivih in ponavljajočih se vzorcih. Iskanje takih vzorcev in njihova identifikacija v zgodnjem obdobju pomaga pri odločitvi o pravočasnem vstopu na trg. Pri opazovanju trga delnic moramo biti pozorni na obseg trgovanja z delnicami, na gibanje cen delnic in na morebitne odklone od povprečnih vrednosti ter na vzroke, ki potiskajo cenovni trend navzgor ali navzdol. Pozorni moramo biti tudi na gibanje povpraševanja na trgu obveznic⁸ in na gibanje obrestnih mer ter na klimo v celotnem finančnem prostoru.

Gibanje cen podobnih podjetij je navadno usklajeno, torej če se cena enega papirja poveča, se podobno poveča tudi cena drugih, primerljivih podjetij. Pri spremljanju premikov cen nam pomagajo razni indeksi (na slovenskem kapitalskem trgu SBI). Rezultate, ki jih dobimo s spremljanjem cen delnic, moramo podkrepiti še z obsegom trgovanja. Majhen obseg trgovanja zmanjšuje verodostojnost zaključkov, medtem ko visok obseg trgovanja rezultate potrди. Idealni položaj je, da obseg trgovanja narašča, ko je cena visoka, in pada, ko je cena nizka.

Na splošno mora investicijski bankir pri določitvi trenutka izdaje vrednostnega papirja paziti, da se v trenutku izdaje ne pojavi na trgu primerljiv vrednostni papir, ki je od njegovega cenejši. To pomeni, da se verjetnost neuspešne izdaje poveča (Sajovic, 1998, str.36).

2.7.5. Optimalni obseg prve javne ponudbe

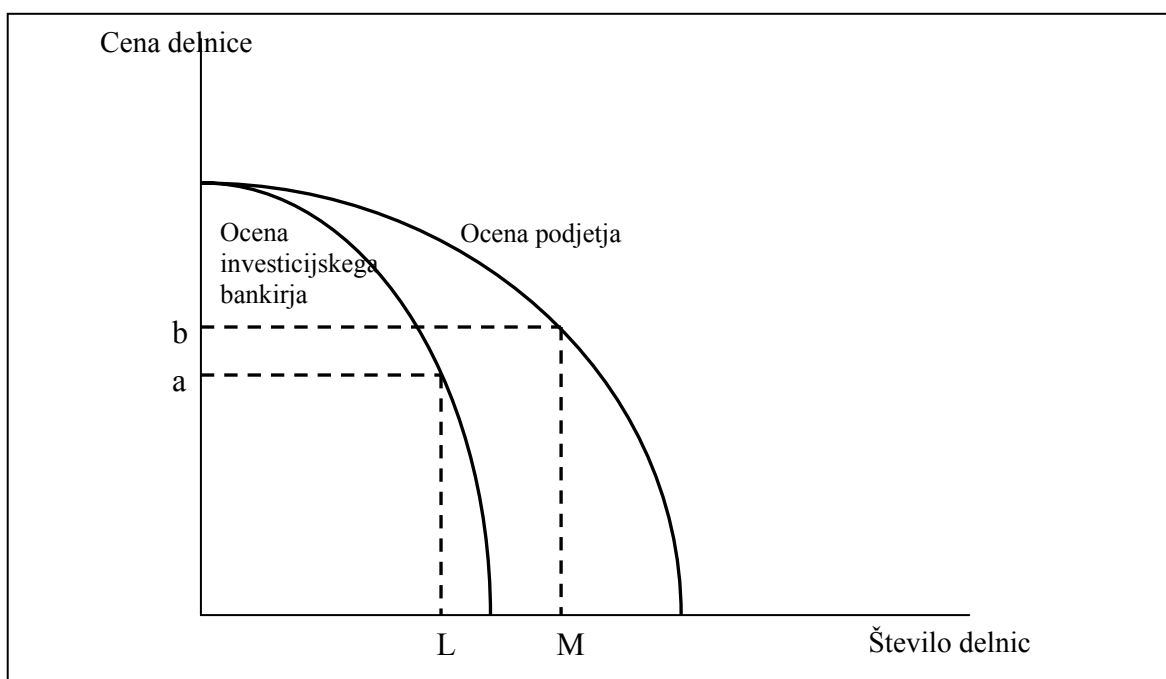
Na razvitih trgih kapitala se pri prvi javni ponudbi delnic ponudbena cena novo izdanih delnic običajno oblikuje v pogajanjih med investicijskim bankirjem in izdajateljem. V prvi vrsti je vrednost celotne izdaje odvisna od sredstev, ki jih podjetje želi pridobiti. V primeru, da je ponudbena cena postavljena pod ravnotežno ceno delnic, bo cena delnice na trgu po izdaji naglo rasla, zato bodo obstoječi delničarji zaradi javne izdaje izgubili del kapitala. V primeru, da je ponudbena cena postavljena nad ravnotežno ceno, bo izdaja

⁸ Če se pojavi upadanje povpraševanja na trgu delnic, potem se lahko pričakuje naval na trg obveznic, če se ponudi ustrezno obveznico, in obratno.

spodletela ali pa bodo investitorji nezadovoljni, ko bo cena delnic na trgu po izdaji padla na ravnotežno raven. Zato je pomembno, da je ponudbena cena delnice čim bližje pravi ravnotežni ceni, kar pa je običajno težko določiti.

Slika 3 prikazuje oblikovanje optimalnega obsega prve javne ponudbe delnic. Na vertikalni osi imamo podano ceno delnice, horizontalna os pa kaže število delnic za prodajo. Velikost izdaje dobimo, če ceno delnice pomnožimo s številom delnic. Funkcija, ki povezuje ceno delnice s številom delnic, predstavlja sprejemljivost trga za novo izdajo delnic in je konkavna⁹ proti izhodišču.

Slika 3: Optimalni obseg prve javne ponudbe delnic



Vir: Bloch, 1989, str. 217.

Na sliki 3 lahko vidimo dve funkciji, ki predstavljata dve teoretični možnosti, ki sta dva skrajna primera. Notranja funkcija predstavlja oceno investicijskega bankirja in prikazuje ponudbo v obliki trdne zaveze. Pri trdni zavezi investicijski bankir odkupi celotno izdajo delnic, s tem pa prevzame celotno tveganje izdaje. Izdajatelj prejme sredstva v višini $a \times L$ (a – cena delnic, L – število delnic), minus provizija prevzemnika, ki investicijskemu bankirju predstavlja nadomestilo za izpostavljenost tveganju. Zunanja funkcija predstavlja oceno podjetja, ki je bolj optimistična in je bližje javni ponudbi v obliki komisijske prodaje. Pri prevzemu s komisijsko prodajo investicijski bankir delnic ne kupi, zato tveganje celotne izdaje nosi izdajatelj. Izdajatelj sicer tvega, da bo zaradi višje cene prodal

⁹ Če se pričakuje prodaja večjega števila delnic, potem borzni trgovci postajajo vse manj zainteresirani zanje, kajti potencialni kupci novih izdaj (ki še niso ovrednotene na trgu) so zaskrbljeni, da se podjetje, ki izdaja veliko število delnic, poskuša izkoptati iz težav. V primeru, ko se pričakuje prodaja manjšega števila delnic, se povečuje interes borznih trgovcev zanje.

manjše število delnic. Tako lahko v primeru uspešne prodaje zbere v celoti veliko večja sredstva ($b \times M$) kot pri trdni zavezi ($a \times L$).

Običajno je ravnotežna cena prve javne ponudbe delnic nekje med oceno investicijskega bankirja in oceno podjetja. Investicijski bankir bo izdajo lažje izvedel, če bo ravnotežna ponudbena cena novo izdanih vrednostnih papirjev relativno nizka, izdajatelj pa seveda pričakuje čim višjo ceno vrednostnih papirjev. Zaradi tega med njima prihaja do nasprotnih interesov glede ravnotežne ponudbene cene novo izdanih delnic (Bloch, 1989, str. 217).

2.7.6. Vrednotenje podjetja v procesu prve javne ponudbe

Podjetja, ki so v privatni lastnini in se odločajo za prvo javno ponudbo delnic, uporabljajo za ocenjevanje vrednosti delnice drugačne metode kot bolj zrela podjetja. Metode so v večini subjektivne in investicijski bankirji potrebujejo nekaj občutka za sam trg. Določanje cen prvih javnih ponudb je vedno določeno na podlagi kombiniranja različnih dejavnikov.

Podjetnik mora pri ocenjevanju svojega podjetja upoštevati osem dejavnikov (Pogačnik, 2005, str. 47,48):

- Najpomembnejši dejavnik v določanju cene je pričakovana višina zaslужka. Zaslужkom prejšnjih let je v glavnem težko izračunati povprečje, zato se jih pretehta, pri tem pa se najbolj posveti najbližjim zaslужkom.
- Značilnosti posla in panoge, v kateri podjetje deluje, so temeljnega pomena v vsakem ocenjevalnem procesu. Zgodovina podjetja priskrbi informacije o moči in raznovrstnosti dejavnosti v podjetju, tveganjih in sposobnosti podjetja, da se upre vsem mogočim škodljivim okoliščinam.
- Tretji dejavnik vključuje pregled finančnih podatkov podjetja v primerjavi z drugimi podjetji v panogi. Oceniti je potrebno trenutno in pričakovano sposobnost vodstva kot tudi pričakovani trg za proizvode podjetja.
- Knjižna vrednost delnic je precej pomemben dejavnik ocenjevanja podjetja, kljub temu da to ni ravno dober kazalec prave tržne vrednosti, saj so postavke v bilanci stanja skoraj vedno podane na podlagi stroškov in ne tržne vrednosti.
- Peti dejavnik ocenjevanja je zmožnost izplačila dividend oziroma donosov na deleže podjetja. Ker podjetnik v novem podjetju večinoma izplača zelo malo ali nič dividend, je od tekočih izplačil bolj pomembna prihodnja zmožnost za njihovo plačevanje.
- Ocena dobrega imena in drugih neoprijemljivih sredstev je šesti dejavnik ocenjevanja. Ta nepredmetna lastnina ponavadi ne more biti ocenjena, ne da bi jo povezali z oprijemljivimi sredstvi.
- Sedmi dejavnik v ocenjevanje vključuje oceno pretekle prodaje delnic. Pretekle prodaje delnic namreč bolje prikažejo prihodnjo prodajo, če so se zgodile pred kratkim.

- Zadnji dejavnik ocenjevanja je relativna tržna cena delnic podjetij, ki so vključena v isto ali podobno vrsto posla. Pri tem je odločilna stopnja podobnosti med podjetjem v javni prodaji in podjetjem, ki ga ocenjujemo.

Najbolj pogosto se uporabljata dve metodi ocenjevanja vrednosti podjetja: metoda primerljivih podjetij in metoda diskontiranega neto denarnega toka ¹⁰.

Metoda primerljivih podjetij je eden najbolj uporabljenih ocenjevalnih pristopov in sloni na tržnih podatkih ter je namenjena določanju vrednosti podjetja na osnovi primerjave podjetja:

- s primerljivimi podjetji, ki kotirajo na organiziranem trgu kapitala (pristop kapitalskega trga), in/ali
- s primerljivimi podjetji, ki so bila kupljena ali prodana pred relativno kratkim obdobjem (transakcijski pristop).

V obeh pristopih se najprej izbere vzorec primerljivih podjetij. Idealna primerljiva podjetja so tista, ki so iz iste panoge kot ocenjevano podjetje, s primerljivimi značilnostmi v smislu proizvodov, diverzifikacije, ekonomskih vplivov, velikosti in drugih faktorjev. Navadno je za oblikovanje smiselnega vzorca potrebnih 6 do 8 primerljivih podjetij.

Investicijski bankir preveri tržno vrednost podjetij, ki že delujejo na trgu. Če ne obstaja nobeno podobno podjetje, jih mora investicijski bankir najti na širšem področju ali iskati podobnosti med podjetji po različnih kriterijih. Preveriti je potrebno razmerje cena/dobiček, strukturo kapitala, razmerje dolg/kapital, razmerje cena/denarni tok, razmerje cena/knjižna vrednost lastniškega kapitala, donos sredstev, donos prodaje itd. podobnih podjetij. Skrbno je potrebno pretehtati prihodnje donose in dividende, ki temeljijo na preteklih rezultatih (izkušnjah), količino delnic, ki bo na voljo zunanjim investitorjem, in potencialno povpraševanje.

O podobnih podjetjih je navadno mogoče dobiti zelo veliko informacij, kar nam omogoča lažje določiti razpon med najvišjo in najnižjo ceno delnice. Za podjetje je priporočljivo, da preveri in opravi analizo podobnih podjetij še preden se o ceni dogovori s prevzemnikom izdaje. Te predhodne analize pomagajo podjetju v pogajanjih s prevzemnikom.

Metoda diskontiranega neto denarnega toka (DCF) temelji na izhodišču, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti bodočih prostih denarnih tokov, ki jih prejmejo lastniki podjetja. Metoda prilagaja vrednost denarnega toka podjetja časovni vrednosti denarja ter poslovnih in gospodarskih tveganj.

¹⁰ Antončič (2002, str. 320, 321) navaja sedem metod: primerljiva podjetja, sedanja vrednost prihodnjega denarnega toka, nadomestitvena vrednost, knjižna vrednost, pristop o zaslužku, faktorski pristop in likvidacijska vrednost.

Medtem ko je metoda DCF bolj natančna kot metoda primerljivih podjetij, pa vsebuje tudi določene računovodske predpostavke. Omenjena metoda zahteva naslednje analize: analizo prihodkov, analizo stroškov, analizo obratnega kapitala, analizo investicij v osnovna sredstva, analizo strukture kapitala, analizo preostale vrednosti in analizo diskontne stopnje. Podjetje in investicijski bankir določita časovni horizont (recimo tri leta), v katerem za vsako leto posebej načrtujeta denarni tok. Na osnovi rezultatov analize se izdela projekcija prihodnjih donosov iz poslovanja za celoten časovni horizont. Nato določijo končno vrednost podjetja. Da pridemo do sedanje vrednosti podjetja, moramo določiti še diskontno stopnjo. Uporabljena diskontna stopnja mora biti v vseh primerih izračunana na enaki osnovi kot prihodnji denarni tokovi, na katere se diskontna stopnja nanaša. Po določitvi diskontne stopnje se prihodnji donosi in preostanek vrednosti diskontirajo na sedanjo vrednost. Ta sedanja vrednost postane idejna vrednost podjetja. Investicijski bankirji nato razdelijo to vrednost po številu delnic, s čimer pridemo do vrednosti posamične delnice.

Metoda diskontiranega neto denarnega toka je edina metoda, ki eksplicitno upošteva vse dejavnike:

- denarni tok, ki jih lastnik sredstev pričakuje v prihodnosti,
- časovni razpored prijemanja teh donosov,
- tveganje, ki ga nosi lastnik sredstev.

Veliko podjetij, ki gredo v proces prve javne ponudbe, je mladih podjetij s kratko preteklostjo in slabimi zgodovinskimi podatki, zato je zanje težko napovedati prihodnje denarne tokove. To je razlog, da se tovrstna podjetja raje odločajo za metodo primerljivih podjetij.

3. PODCENJENOST PRVIH JAVNIH PONUDB NA KRATEK ROK

Najbolj znana posebnost pri prvi javni ponudbi je podcenjenost oziroma visok začetni donos¹¹. To je sprememba cene, merjena med ponujeno (začetno) ceno in ceno na koncu prvega dne trgovanja. Dvig cen delnic v prvem dnevu trgovanja je delno posledica podcenjenosti prve javne ponudbe. V svetu obstaja že vrsta empiričnih raziskav¹² na temo podcenjenosti prvih javnih ponudb. V letih 1960 do 2005 je povprečen začetni donos prvih javnih izdaj v ZDA 18,1 % (Loughran, Ritter, Rydqvist, 2006, str. 3).

Iz empiričnih študij izhaja, da je višina podcenjenosti odvisna od vrste dejavnikov. Tako na podcenjenost vplivajo višina ponudbene cene, ugled prevzemnika izdaje, različni načini izdaje prvih javnih ponudb, trenutek določitve ponudbene cene v procesu izdajanja delnice,

¹¹ Začetni donos = $100\% * (\text{zaključna cena} - \text{ponudbena cena}) / \text{ponudbena cena}$.

¹² Zaznamo jih lahko že leta 1963 (akademska študija ameriške SEC).

stopnje razvoja kapitalskega trga, institucionalne ovire, razlike v značilnostih podjetij (starost, velikost, pretekla finančna uspešnost, ugled v javnosti), lastniška struktura, ki jo želimo doseči s prvo javno ponudbo, pričakovana likvidnost delnic po končani prvi javni ponudbi in drugo.

Ob fenomenu podcenjenosti prvih javnih ponudb se pojavlja vprašanje, kako reagirajo izdajatelji delnic, ki izgubijo velikanske vsote denarja. Znesek podcenjenosti posamezne delnice, pomnožen s številom izdanih delnic, predstavlja denar, ki ga podjetje "pusti na mizi" ('money left on the table'¹³). To je enodnevni dobiček, ki ga zaslužijo novi investitorji, in predstavlja transfer denarja od obstoječih delničarjev k novim. Podjetje bi lahko ob enakem številu izdanih delnic prejelo večji denarni znesek ali pa enak znesek ob manjšem številu delnic. V letih od 1990 do 1998 so podjetja v ZDA pustila na mizi 27 milijard USD (Loughran, Ritter, 2002, str. 413), medtem ko povprečna prva javna ponudba pusti na mizi 9,1 milijona USD (Loughran, Ritter, 2002, str. 437).

3.1. Podcenjenost in ostale značilnosti posamičnih trgov

3.1.1. Trg prvih javnih ponudb v ZDA

Od leta 1980 do leta 2001 je bilo v ZDA preko 6.000 prvih javnih ponudb, od leta 1960 do 2005 pa je bilo prvih javnih ponudb več kot 15.000 (Ritter, 2006). Število ponudb se z leti spreminja, saj v nekaterih letih ni bilo niti 100 novih izdaj, v nekaj letih pa je bilo preko 400 prvih javnih ponudb. Med leti 1980–2001 so prve javne ponudbe zbrale preko 488 milijard USD, kar v povprečju znaša približno 78 milijonov USD na izdajo. V istem obdobju so prve javne ponudbe dosegale povprečno 18,8 odstotno podcenjenost (Ritter, Welch, 2002, str. 1795). Med izdajatelji v ZDA prevladujejo podjetja v zreli fazi (72 odstotkov vseh prvih javnih ponudb), ostalo so podjetja v začetni fazi svojega poslovanja (28 odstotkov vseh prvih javnih izdaj).

Tabela 2 prikazuje povprečno število let delovanja podjetij, ki so se odločila za prvo javno ponudbo, ter odstotek podjetij, ki so imela pred prvo javno ponudbo pozitivno dobičkonosnost. V letih 1999 in 2000 je bilo samo 26 % podjetij pozitivno dobičkonosnih in povprečna starost podjetij je znašala samo 10 let. Kasneje si je trg opomogel in odstotek dobičkonosnih podjetij je narasel celo na 71 v letih 2002 in 2003, v letu 2004 pa je znašal 64 %. Prav tako se je v letih 2001 in 2002 zelo povečala povprečna starost podjetij in se v letu 2004 umirila na 16 let.

¹³ 'Denar, ki je bil puščen na mizi' = število prodanih delnic * (zaključna cena – ponudbena cena).

Tabela 2: Odstotek dobičkonosnih podjetij in povprečno število let delovanja pred prvo javno ponudbo v ZDA v letih od 1999 do 2004

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Odstotek dobičkonosnih podjetij	26 %	26 %	61 %	71 %	71 %	64 %
Povprečno število let delovanja	10	10	25	26	18	16

Vir: Renaissance Capital's 2004 Annual IPO Review, 2004.

V ZDA je v letih od 1960 do 1996 povprečen prvodnevni donos znašal 15 %. Povprečen začetni donos v šestdesetih je znašal 21 %, v sedemdesetih pa je padel na 9 %. V sedemdesetih letih je opazno precejšnje zmanjšanje števila prvih javnih ponudb, opazimo pa lahko tudi negativne povprečne prvodnevnne donose v kar petih letih (1970, 1973, 1974, 1975, 1976). V osemdesetih letih je znašal povprečen prvodnevni donos okrog 15 %.

Tabela 3: Število prvih javnih izdaj, donos prvega dne, izgubljen denar v prvem dnevu in bruto vrednost izdaje v ZDA v letih od 1990 do 2005

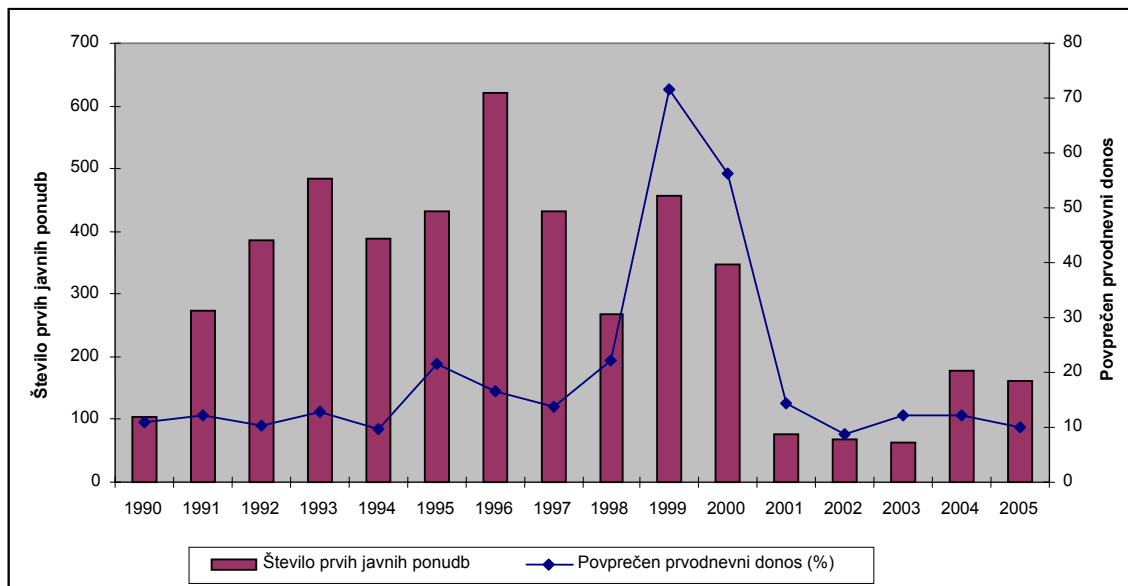
Leto	Število prvih javnih ponudb	Povprečen prvodnevni donos (%)	Celotna vrednost izgubljenega denarja v prvem dnevu trgovanja (v mio USD)	Celotna vrednost izdaj (v mio USD)
1990	104	10,8	330	4.080
1991	273	12,1	1.380	12.280
1992	385	10,2	1.170	20.970
1993	483	12,8	3.200	28.160
1994	387	9,8	1.390	16.240
1995	432	21,5	4.340	24.460
1996	621	16,7	6.530	40.650
1997	432	13,9	4.270	28.970
1998	267	22,3	4.980	32.200
1999	457	71,7	35.630	62.690
2000	346	56,1	26.770	60.540
2001	76	14,4	2.970	33.970
2002	67	8,9	1.130	22.110
2003	62	12,1	1.010	9.580
2004	179	12,1	3.880	32.040
2005	162	10,0	2.650	28.370
1990-2005	4.733	22,9	102.170	457.300

Vir: Ritter, 2006, str. 2.

V devetdesetih letih je bil trg prvih javnih ponudb v ZDA zelo aktiven. Kot lahko vidimo v Tabeli 3 in na Sliki 4, leti 1999 in 2000 precej izstopata. To je obdobje internetnega mehurčka. Opazimo lahko zelo visoke povprečne prvodnevnne donose, visoko vrednost izgubljenega denarja v prvem dnevu trgovanja in tudi najvišjo bruto vrednost prvih javnih

ponudb, medtem ko največje število prvih javnih ponudb ni bilo v teh dveh letih, ampak v letu 1996. Višina povprečnega prvodnevnega donosa najbolj izstopa v letih 1961 (34,1 %), 1968 (55,9 %), 1973 (-17,8 %), 1980 (49,4 %), ter v obdobju internetnega mehurčka leta 1999 (71,7 %) in 2000 (56,1 %). Po letu 2000 lahko vidimo, da se je trg prvih javnih ponudb umiril tako v začetnih donosih kot v številu prvih izdaj.

Slika 4: Število prvih javnih ponudb, donos prvega dne v letih od 1990 do 2005



Vir: Ritter, 2006, str. 2.

Podjetja, ki so pustila največ denarja na mizi, so prikazana v prilogi 3. Pred letom 1990 so pustile največ denarja na mizi velike izdaje. Med 172 največjimi izdajami glede na te zneske je 144 tehnoloških in internetnih podjetij.

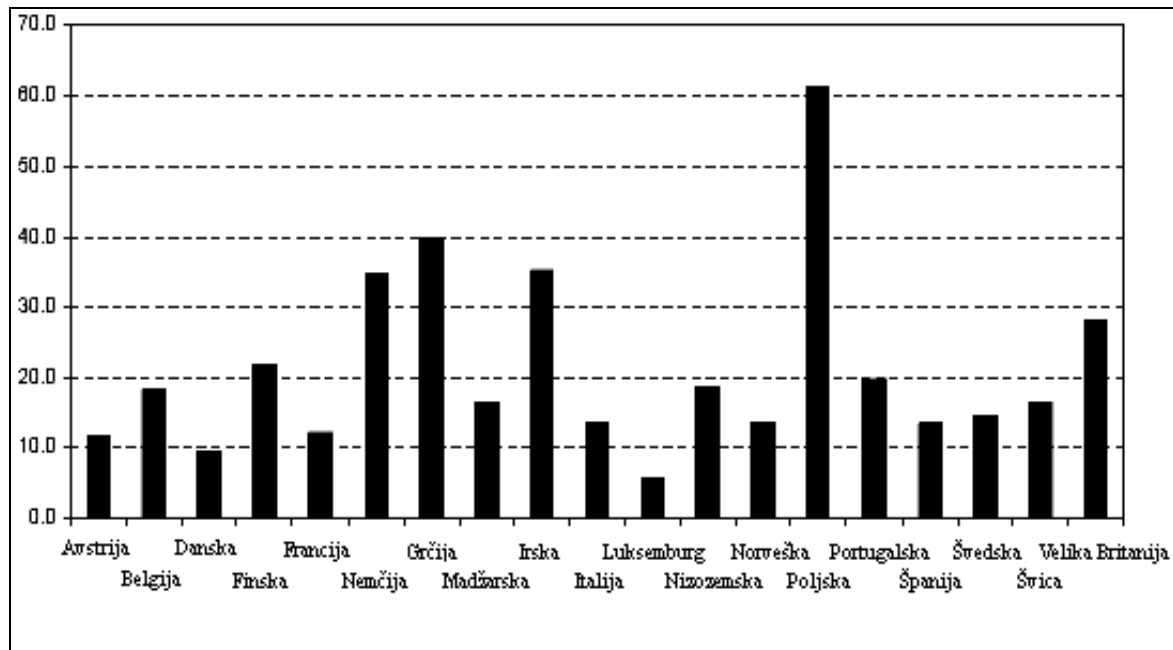
3.1.2. Trg prvih javnih ponudb v evropskih državah

V Evropi je bilo v letu 2000 712 prvih javnih ponudb z 95,5 milijarde USD pridobljenega kapitala, v letu 2003 pa samo še 97 prvih javnih ponudb s 7,8 milijarde USD pridobljenega kapitala (Ernst & Young, 2004). Kot mehanizma za prodajo in cenitev delnic se v Evropi vse manj uporabljata sistema fiksnih cen in avkcije, vse več pa vpisovanje delnic ('bookbuilding').

Pred letom 1990 so bila podjetja kontinentalne Evrope ob prvi javni ponudbi veliko starejša kot podjetja v ZDA. Srednja starost podjetij v Evropi je bila 28 let, medtem ko je bila srednja starost od 1995 do 2001 13 let. Največji trg prvih javnih ponudb v Evropi je trg v Veliki Britaniji.

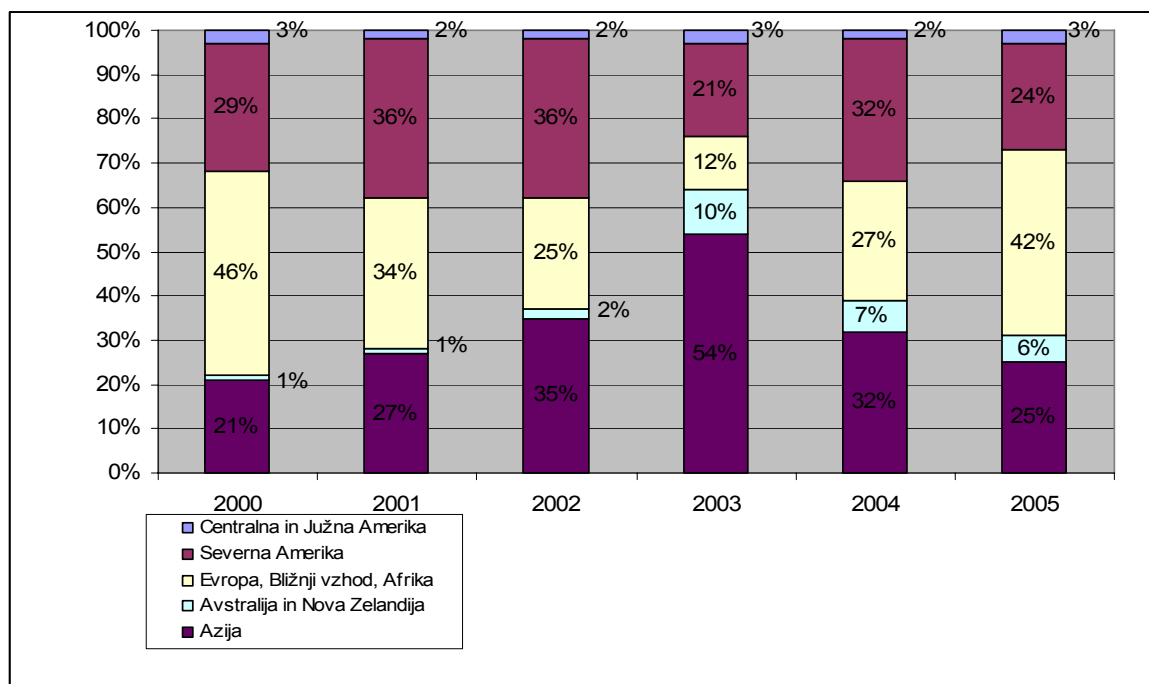
Na Sliki 5 je razvidna velika variabilnost tehtanih povprečnih začetnih donosov v Evropskih državah. Najvišje začetne donose dosegajo Poljska, Grčija, Irska in Nemčija.

Slika 5: Začetni donosi prvih javnih ponudb v Evropi od leta 1990 do leta 2003



Vir: Ljungqvist, 2005, str. 9.

Slika 6: Porazdelitev prvih javnih ponudb po svetovnih regijah



Vir: Ernst & Young, 2006, str. 5.

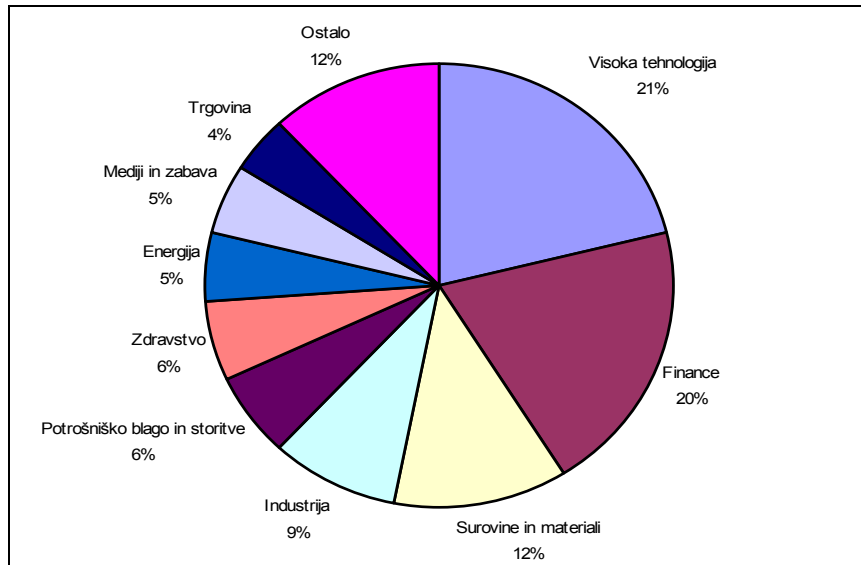
3.1.3. Trg prvih javnih ponudb v ostalih državah

Ključna svetovna regija v zadnjih letih je Azija, natančneje Kitajska. Iz Slike 6 je razvidno, da se je število prvih javnih ponudb do leta 2003 v Aziji hitro povečevalo in je v tem letu doseglo več kot polovico vseh svetovnih prvih javnih ponudb. V Evropi in Severni

Ameriki se je število prvih javnih ponudb zmanjševalo in najmanjši odstotek doseglo v letu 2003. V letih 2004 in 2005 se je ta trend obrnil in v Evropi se je število prvih javnih ponudb zelo povečalo, v Aziji pa zmanjšalo.

Slika 7 prikazuje porazdelitev prvih javnih ponudb glede na panogo, v katero spadajo. V letu 2003 je bilo v svetu največ prvih javnih ponudb iz panog visoke tehnologije in financ. Poleg teh dveh panog se je v zadnjih letih kot perspektivna panoga izkazalo zdravstvo.

Slika 7: Globalna aktivnost prvih javnih ponudb v letu 2003



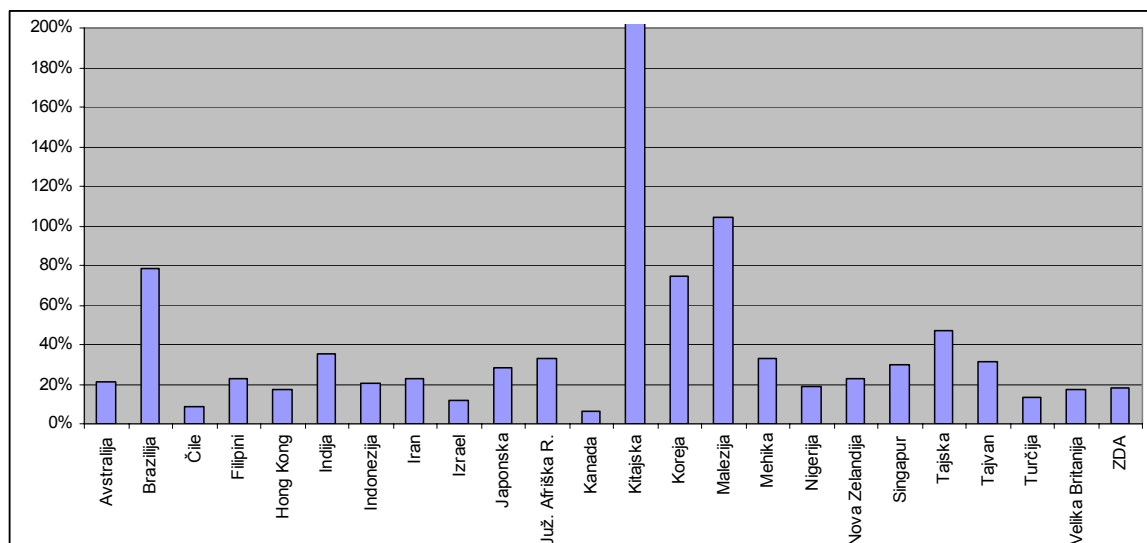
Vir: Ernst & Young, 2004, str. 39.

Prve javne ponudbe so podcenjene v vseh državah z razvitim gospodarstvom in urejenim trgov vrednostnih papirjev. Na sliki 8 vidimo, da daleč največjo podcenjenost dosegajo prve javne ponudbe na Kitajskem s preko 250 odstotnim povprečnim začetnim donosom na prvi dan trgovanja. Sledijo ji Malezija, Brazilija in Koreja.

Med razlogi za tako veliko nestanovitnost povprečnih začetnih donosov med svetovnimi državami gre izpostaviti (Jerman, 1999, str. 17):

- različne načine izdaje prvih javnih ponudb,
- razlike v bistvenih lastnostih izdajateljev,
- različne stopnje razvoja kapitalskega trga,
- institucionalne ovire.

Slika 8: Povprečen začetni donos v državah



Opomba: Podatki v prilogi 4 (velikosti povprečnih začetnih donosov v 39 državah).

Vir: Loughran, Ritter, Rydqvist, 2006, str. 2, 3.

3.2. Vpliv različnih značilnosti prvih javnih ponudb na višino podcenjenosti

3.2.1. Metode za vrednotenje in prerazdelitev delnic

Povprečen donos na prvi dan trgovanja se sistematično spreminja z izbiro metode določanja cene in razdelitve prve javne ponudbe. Najvišji povprečen začetni donos najdemo v državah, kjer institucije za urejanje trga nalagajo podjetjem, da ponudbeno ceno določijo na podlagi računovodskih podatkov. Tovrstnih omejitev je v svetu vse manj. Na splošno lahko tehnike za določanje cen in prodajo ter razdelitev prvih javnih ponudb razvrstimo kot dražbe ('auction'), ponudbe s fiksno ceno ter vpisovanje oz. t.i. 'book-building' metodo. Čeprav lahko različni vlagatelji včasih plačajo različno ceno (npr. individualni vlagatelji včasih plačajo nižjo ceno kot institucionalni investitorji), so najbolj pogoste metode, v katerih vsak investitor plača enako nespremenljivo ceno.

Pri dražbah se cena določi na podlagi zbranih ponudb. V tem primeru je zelo malo presežnega povpraševanja pri ponudbeni ceni; na splošno lahko rečemo, da so vse delnice dodeljene vsem uspešnim ponudnikom (Ritter, 2003, str. 279). Pri metodi s fiksno ceno je cena določena, še preden se oblikuje povpraševanje po izdaji. Če pride do presežnega povpraševanja, so deleži navadno sorazmerno razdeljeni (ali na loterijski način). Hitre zahteve po velikem številu delnic so sicer bolj omejene kot zahteve po zmernejših številkah. Lahko rečemo, da v primeru diskriminacije v razdelitvi delnic le ta temelji izključno na velikosti naročila.

Daljši ko je čas, ki preteče med določitvijo ponudbene cene in trenutkom, ko se trgovanje začne, večji je povprečen donos prvega dne. Deloma je to posledica dejstva, da daljši ko je čas za dokončanje prve javne ponudbe, večja je možnost, da se bodo razmere na trgu poslabšale in s tem ogrozile uspešnost izdaje. Da bi zmanjšali verjetnost neuspešne izdaje, lahko določimo nižjo ponudbeno ceno. Odvisno od uspešnosti izdaje je relativno visoka tudi pričakovana podcenjenost (Ritter, 2003, str. 281).

Vpisovanje (book-building) je metoda, v kateri prevzemniki nabirajo, iščejo potencialne vlagatelje in nato postavijo ponudbeno ceno (Ritter, 2003, str. 281). Glavna značilnost je, da ima prevzemnik izdaje popolno pooblastilo za razdeljevanje deležev. Pomemben del marketinške kampanje so prezentacije potencialnim investitorjem. Po končanih predstavitvah in drugačnem spodbujanju povpraševanja, prevzemniki poizkušajo postaviti ponudbeno ceno, pri kateri imamo presežno povpraševanje, in razdelijo delnice med vlagatelje na podlagi različnih kriterijev.

Dražbe so se kot metoda prodaje delnic uporabljale v mnogih državah, kot so Francija, Izrael, Japonska, Tajvan in ZDA. Na splošno so bili za dražbe značilni nizki vendar pozitivni začetni donosi prvega dne trgovanja. Ti začetni donosi pa so nižji kot pri metodi s fiksno ceno in pri metodi vpisovanja. To je razvidno iz Tabele 4 (na strani 26).

Na Japonskem so v letu 1997 dovolili uporabo metode vpisovanja in od takrat je leta, kljub temu da dražbe še vedno ostajajo dovoljene, postala stalnica. To je značilnost tudi ostalih držav, saj se je metoda vpisovanja izkazala kot superiorna metoda. V Franciji so razlike v začetnih donosih med metodami manj očitne kot pri drugih dveh državah (Tabela 4).

Tabela 4: Povprečni začetni donosi prvih javnih ponudb v Franciji, na Japonskem in v Tajvanu glede na metodo prodaje

Prodajna metoda	Časovno obdobje	Število prvih javnih ponudb	Povprečen začetni donos
<i>Francija</i>			
Fiksna cena	1992–1998	24	8,9 %
Dražba	1992–1998	99	9,7 %
Vpisovanje	1992–1998	135	16,9 %
<i>Japonska</i>			
Fiksna cena	1970–1988	441	32,5 %
Dražba	1989–1997	733	14,1 %
Vpisovanje	1997–2000	368	43,7 %
<i>Tajvan</i>			
Fiksna cena	1986–1995	241	34,6 %
Dražba	1995–1998	52	7,8 %

Vir: Ritter, 2003, str. 283.

3.2.2. Prodaja pred prvo javno ponudbo

V Tabeli 5 so razporejena izdajateljska podjetja na osnovi njihove prodaje v zadnjih 12-ih mesecih pred prvo javno ponudbo. Prodaja je merjena v milijonih ameriških dolarjev, v vzorcu je upoštevanih 6.854 prvih javnih ponudb. Povprečen donos prvega dne je znašal 18,5%.

Tabela 5: Povprečen donos prvega dne trgovanja prvih javnih ponudb, razvrščen po prodaji, v letih od 1980 do 2005

	<u>1980–1989</u>		<u>1990–1998</u>		<u>1999–2000</u>		<u>2001–2005</u>	
	donos	N	donos	N	donos	N	donos	N
prodaja < \$10m	10,1 %	393	17,2 %	671	69,8 %	328	6,1 %	77
\$10m ≤ prodaja < \$20m	8,7 %	253	18,7 %	377	79,9 %	139	10,5 %	27
\$20m ≤ prodaja < \$50m	7,6 %	492	18,7 %	777	74,5 %	152	9,7 %	70
\$50m ≤ prodaja < \$100m	6,5 %	345	13,0 %	574	60,4 %	89	16,1 %	72
\$100m ≤ prodaja < \$200m	4,6 %	241	11,9 %	444	35,5 %	54	14,7 %	79
prodaja ≥ \$200m	3,5 %	278	8,7 %	628	26,0 %	87	10,9 %	209
Skupaj	7,1 %	2.002	14,8 %	3.471	64,6 %	849	11,3 %	534

Vir: Ritter, 2006, str. 3.

Pregled tabele nam kaže, da se je ob enaki prodaji podcenjenost v devetdesetih letih v primerjavi z osemdesetimi podvojila in da je kasneje v obdobju internetnega mehurčka eksplodirala. V vsakem od obdobj se podcenjenost zmanjšuje z velikostjo podjetja, čeprav imajo podjetja v kategoriji z najnižjo višino prodaje včasih nižje povprečne donose prvega dne kot tista podjetja, ki dosegajo prodajo preko 10 milijonov dolarjev. V obdobju od 1980 do 1989 lahko opazimo, da se velikost donosov na prvi dan trgovanja z večanjem prodaje zmanjšuje. Podjetja z nizko prodajo imajo večjo podcenjenost kot tista z visoko prodajo. Ta značilnost je opazna tudi v obdobju 1990–1998 in v času internetnega mehurčka. Najvišje donose na prvi dan trgovanja lahko opazimo v času internetnega mehurčka, in sicer pri podjetjih z manjšo prodajo (Slika 9).

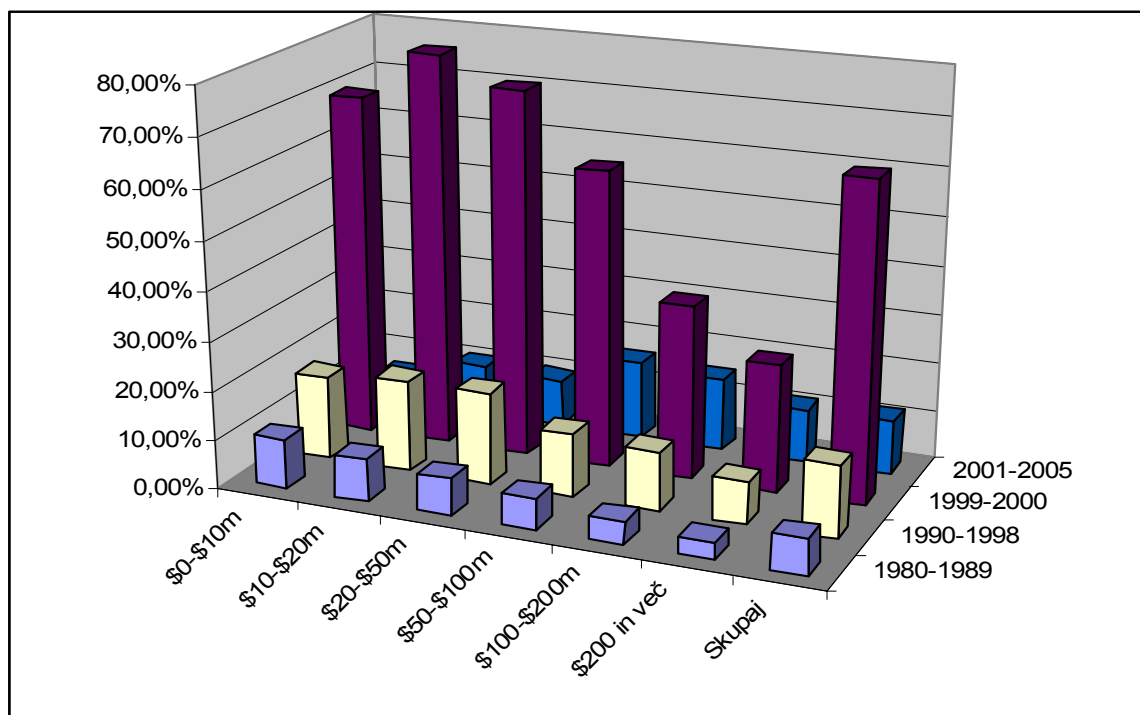
3.2.3. Vrsta podjetij, ki se odločajo za prvo javno ponudbo

Na svetovnem trgu nenehno nastajajo novi proizvodi in storitve, posledica tega pa je nastajanje novih panog in širjenje starih. Seveda se vse panoge ne razvijajo enako hitro in so v določenem obdobju nekatere bolj in druge manj privlačne. Prav tako lahko opazimo, da se sčasoma spreminjajo tudi tipi podjetij, ki se odločajo za prvo javno ponudbo. Odstotek tehnoloških¹⁴ podjetij v ZDA, ki so se odločila za prvo javno ponudbo (tabela 6)

¹⁴ Med tehnološka podjetja štejemo internetna podjetja, izdelovalce računalniške opreme, programov, komunikacijske in telefonske opreme, izdelovalce medicinske opreme in ponudnike komunikacijskih storitev. Ne upoštevamo pa biotehnoloških podjetij.

v 1980-ih in zgodnjih 1990-ih, se je povečal iz 25 % trga prvih izdaj na 37 % po letu 1995. V času internetnega mehurčka pa je ta odstotek narasel na 72 %. Po letu 2001 lahko opazimo ponovno znižanje na 29 %.

Slika 9: Povprečen donos prvega dne trgovanja prvih javnih ponudb, razvrščen po prodaji, v letih od 1980 do 2005



Vir: Ritter, 2006, str. 3.

V Tabeli 6 so razdeljene prve javne ponudbe na tehnološka oziroma internetna podjetja in netehnološka podjetja. Razvidno je, da so bila tehnološka podjetja v vsakem od obdobj bolj podcenjena kot netehnološka. Poleg tega se je razlika sčasoma tudi povečevala. Povečanja podcenjenosti na trgu prvih javnih ponudb pa ne moremo pripisati samo tehnološkim podjetjem, saj se je podcenjenost povečevala tako med tehnološkimi podjetji kot tudi med netehnološkimi podjetji.

Tabela 6: Povprečni donosi prvega dne trgovanja prvih javnih ponudb, razdeljenih na tehnološka in netehnološka podjetja, v letih od 1980 do 2000

	Povprečni donosi prvega dne			Število prvih javnih ponudb		
	1980-1989	1990-1998	1999-2000	1980-1989	1990-1998	1999-2000
Netehnološka	6,3 %	11,3 %	24,1 %	1.430	2.345	226
Internetna in tehnološka	10,4 %	22,7 %	81,1 %	516	1.029	577
Skupaj	7,4 %	14,8 %	65,0 %	1.946	3.374	803

Vir: Loughran, Ritter, 2001.

Nasploh se je delež netehnoloških podjetij, ki so se odločila za prvo javno ponudbo, zmanjšal s približno 75 odstotkov v osemdesetih letih na približno 30 odstotkov v času internetnega mehurčka.

3.2.4. Dobičkonosnost v času pred prvo javno ponudbo

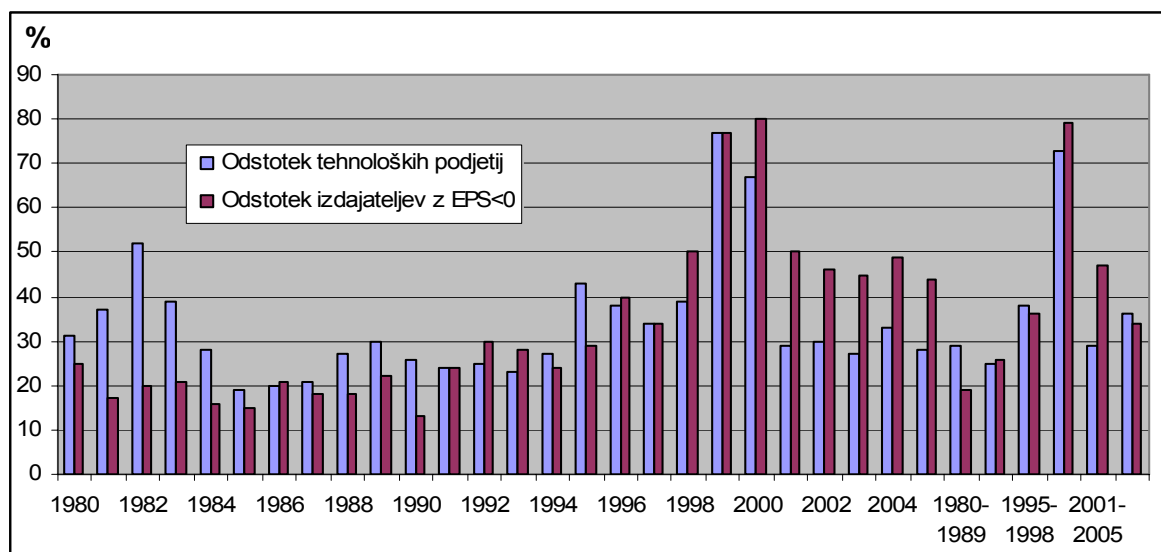
Povečanje v odstotku tehnoloških podjetij se odseva v številu podjetij z negativnim dobičkom v 12-ih mesecih pred javno ponudbo. V Tabeli 7 vidimo, da je v 1980-ih letih v ZDA imelo negativno donosnost na delnico pred prvo javno ponudbo samo 19 % podjetij. Odstotek se je v letih od 1995 do 1998 postopno povečal na 37 in nato med obdobjem internetnega mehurčka strmo zrasel na 79 %. V 1960-ih in 1970-ih letih bi bilo zelo nenavadno, če bi investicijske banke prevzele javno izdajo podjetja, ki nima vsaj štiri leta zapored pozitivnih donosov. V 1980-ih letih je bil to še vedno standard, medtem ko se v devetdesetih letih pojavijo posamična podjetja, ki so se odločila za prvo javno ponudbo kljub negativnim donosom. V času internetnega mehurčka pa so podjetja, ki nimajo bližnjega upanja, da bodo postala dobičkonosna, postala vsakdanja. Nekatera podjetja so se odločala za prvo javno ponudbo, kljub temu da so njihove prihodnje projekcije kazale, da še nekaj let ne bodo dosegali pozitivnih donosov. Kar nekaj med njimi jih je v naslednjih letih dejansko šlo v stečaj. Pri manj dobičkonosnih podjetjih so se donosnosti na prvi dan trgovanja bistveno povečale. Prevzemniki morajo manj dobičkonosne prve javne ponudbe bolj podceniti, saj podcenjenost predstavlja obliko zavarovanja za bodoče vlagatelje. Na Sliki 10 se vidi gibanje odstotka tehnoloških podjetij in gibanje odstotka izdajateljev z negativno donosnostjo na delnico.

Tabela 7: Prve javne ponudbe z negativnimi donosi v zadnjih 12 mesecih v ZDA od 1998 do 2001

Časovno obdobje	Število prvih javnih ponudb	Odstotek tehnoloških podjetij	Odstotek IPO podjetij z EPS < 0	Povprečen donos prvega dne	
				EPS < 0	EPS ≥ 0
1980–1989	1.982	26 %	19 %	9,1 %	6,8 %
1990–1994	1.632	23 %	26 %	10,8 %	11,4 %
1995–1998	1.752	37 %	37 %	19,2 %	17,4 %
1999–2000	803	72 %	79 %	72,0 %	43,5 %
2001	80	29 %	50 %	13,4 %	14,6 %
1980–2001	6.249	34,5 %	34 %	31,4 %	12,5 %

Vir: Ritter, Welch, 2002, str. 1800.

Slika 10: Prve javne ponudbe z negativnimi donosi in tehnološka podjetja v ZDA od 1980 do 2005



Op.: Tabela s podatki je v Prilogi 5.

Vir: Ritter, 2006, str. 6.

3.2.5. Ugled prevzemnika

Izbira prevzemnika je najpomembnejša odločitev in pomeni začetek procesa prve javne ponudbe. Investicijska banka oz. prevzemnik je vmesni člen, ki povezuje izdajatelja delnic in potencialne vlagatelje.

Glavne prevzemnike izdaj lahko glede na njihov ugled razvrstimo po lestvici od 0 do 9. Najbolj ugledni prevzemniki so na lestvici razvrščeni od 8 navzgor. Zanje je značilno, da se njihov tržni delež z leti povečuje. Tako se je njihov tržni delež povečal iz 50 odstotkov v osemdesetih letih na več kot 60 odstotkov v devetdesetih letih ter na 80 odstotkov v času internetnega mehurčka. Na splošno lahko rečemo, da so prevzemniki, ki so razvrščeni med 8 in 9, najuglednejši nacionalni prevzemniki. Tisti, ki so razvrščeni med 5,0 in 7,9, veljajo za kvalitetne regionalne prevzemnike oziroma prevzemnike za tržne niše.

Glede na raziskave (Loughran, Ritter, 2001) lahko trdimo, da je v osemdesetih letih obstajala negativna povezava med ugledom prevzemnika in podcenjenostjo prvih javnih ponudb. Za velike in ugledne prevzemnike je bilo značilno, da prevzemajo predvsem izdaje velikih in že uveljavljenih podjetij, medtem ko so se izogibali mladim neveljavljenim podjetjem. Ker so prevzemali izdaje zrelih podjetij, so seveda zahtevali tudi manjšo podcenjenost. V devetdesetih letih je prišlo do preobrata. Ugledni prevzemniki so znižali svoje standarde in začeli prevzemati tudi mlada, manj dobičkonosna podjetja, ki so se odločala za prvo javno ponudbo. Pozitivna povezanost med ugledom prevzemnika in podcenjenostjo se je še bolj utrdila v obdobju internetnega mehurčka. Na primer družba Goldman Sachs je bila v osemdesetih letih glavni prevzemnik samo enega tehnološkega

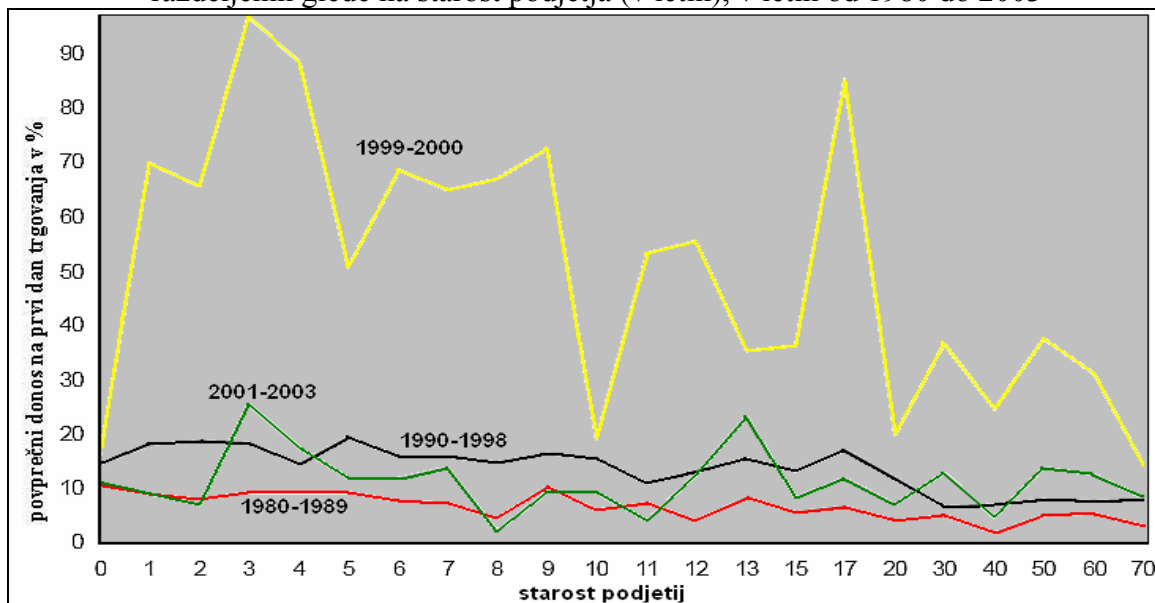
podjetja, ki je imelo letno prodajo le 200 mio USD, medtem ko so bili v devetdesetih letih glavni prevzemnik 15-tih takšnih podjetij in v času internetnega mehurčka že kar 47-tih tovrstnih podjetij. Prav tako se je znižala povprečna prodaja prvih javnih ponudb, ki so jih zastopali ugledni prevzemniki. Za prevzem manj kvalitetnih in s tem bolj tveganih prvih javnih ponudb pa prevzemniki niso povečali neposrednih začetnih provizij, ampak so povišali posredne provizije v obliki večje podcenjenosti.

3.2.6. Starost podjetij

Loughran in Ritter (2004) sta prišla do ugotovitve, da je bila srednja starost podjetij, ki so izvedla prvo javno ponudbo od 1980-ega naprej, približno 7 let. Izjemi v tem vzorcu sta čas internetnega mehurčka, ko je srednja starost padla na 5 let, in leto 2001, ko je bila srednja starost podjetij 12 let.

Na Sliki 11 lahko vidimo, da je podcenjenost v vsakem od obravnavanih obdobjih višja pri mlajših podjetjih kot pri starejših. Dobro je vidna tudi rast podcenjenosti v obdobju internetnega mehurčka. V obdobjih 1980–1989 in 1990–1998 se podcenjenost po starosti podjetja ne spreminja veliko, v času internetnega mehurčka pa je vidna visoka variabilnost po letih starosti podjetij.

Slika 11: Povprečni donosi prvega dne trgovanja prvih javnih ponudb v odstotkih, razdeljenih glede na starost podjetja (v letih), v letih od 1980 do 2003



Vir: Loughran, Ritter, 2001, str. 19.

3.3. Hipoteze, ki razlagajo podcenjenost

Različni razlogi za podcenjenost imajo drugačno težo pri vsakem od igralcev. Na splošno se hipoteze med seboj ne izključujejo in njihova relativna pomembnost se razlikuje med državami, v času in med vrstami pogodb (Ritter, Welch, 2002, str. 1802–1808 in Ritter, 2003, str. 284–289).

3.3.1. Hipoteza nesreče zmagovalca

Proces prve javne ponudbe si lahko zamislimo kot igro treh igralcev: podjetja (izdajatelj), prevzemnika ponudbe (investicijske banke) in vlagateljev. Cilji teh igralcev se med seboj zelo razlikujejo. Asimetrični informacijski modeli predvidevajo, da eden od naštetih udeležencev ve več kot ostali, torej da ima več in boljše informacije kot drugi.

Hipoteza nesreče zmagovalca je ena od temeljnih hipotez, ki pojasnjuje fenomen podcenjenosti prvih javnih ponudb na podlagi asimetričnih informacij in napačne izbire. Avtor hipoteze je Rock K. (1986). Podjetja izdajajo določeno število delnic po določeni ceni. V primeru velikega povpraševanja po teh delnicah je potrebno omejiti razdelitev, zato določeni vlagatelji ne dobijo toliko delnic, kolikor bi jih želeli. Vendar pa omejevanje razdelitve samo po sebi še ne vodi do podcenjenosti. Problem nastane, ker imajo nekateri vlagatelji dostop do relativno boljših informacij glede na ostale. Vlagatelji so pripravljene vlagati v prve javne ponudbe več denarja, če je izdaja bolj podcenjena. Tako je v primeru višje podcenjenosti tudi presežno povpraševanje po delnicah večje. Vlagatelji, ki imajo relativno slabše informacije, so v izdajah, ki so močno podcenjene, udeleženi le z neznatnim deležem. Višji pa je njihov delež v nezaželenih (precenjenih) izdajah. Tako se slabše informirani vlagatelji "soočijo z nesrečo zmagovalca". Če dobijo vse delnice prve javne ponudbe, po katerih so povpraševali, so jih dobili zato, ker jih boljše informirani vlagatelji ne želijo oziroma ne povprašujejo po njih. Zaradi te neugodne selekcije so manj informirani vlagatelji pripravljene investirati samo, če so delnice prve javne ponudbe v povprečju dovolj podcenjene, da jim kompenzirajo tveganje, ki so mu izpostavljeni zaradi različnih informacij pri naložbeni odločitvi. Povprečna podcenjenost prvih javnih ponudb kompenzira relativno slabše informiranim vlagateljem soočenje "z nesrečo zmagovalca". V primeru, da delnice ne bi bile podcenjene, slabše informirani investitorji ne bi sodelovali pri izdaji, kar bi vodilo do neuspešnih izdaj. Če želi podjetje sodelovanje vseh investitorjev, mora postaviti nižjo ceno prvih javnih ponudb oziroma mora podceniti izdajo.

3.3.2. Hipoteza povratne informacije

Hipoteza povratne informacije trdi, da naj bi investicijski bankir s podcenjenostjo nagradil iskrenost vlagateljev, ki so mu pomagali v procesu vpisovanja izdaje delnic (book-building). Model, ki sta ga razvila Benveniste in Spindt (1989), uporabljajo prevzemniki za spodbujanje investitorjev k razkrivanju resničnih informacij o podjetju. Vlagatelji z

dobrimi informacijami o podjetju morajo biti motivirani za razkritje teh informacij. Vlagatelji pričakujejo večji profit od razkritja resničnih informacij kot pa od razkritja neresničnih informacij. Pričakovani dobiček je odvisen od začetnega donosa in količine delnic, ki jih dobijo vlagatelji. V tem modelu prevzemnik dodeli delnice vlagateljem, ki razkrijejo dobre informacije o podjetju. V primeru višjega povpraševanja od pričakovanega, kar je posledica razkritja ugodnih informacij o podjetju, se pričakovana ponudbena cena popravi navzgor in tako se zniža vlagateljev pričakovani začetni donos. Obenem pa se dodeli investitorjem, ki so potrdili resnične informacije, več delnic. Začetni donos in količina delnic se med seboj izključujeta. Dokler se alokacija delnic povečuje po stopnji, višji od stopnje, po kateri se znižuje začetni donos, so vlagatelji, ki širijo resnične informacije o podjetju, na boljšem kot pa vlagatelji, ki širijo laži o podjetju. Vlagatelji bi z razkrivanjem neresničnih informacij ogrozili svoj pričakovani delež delnic.

Podcenjenost je pozitivno povezana s spremembo ponudbene cene v predhodnem prospektu. Prve javne ponudbe, ki imajo ceno v končnem prospektu popravljeno navzgor (razkritje ugodnih informacij), izkazujejo porast prodanih delnic in višjo podcenjenost kot javne ponudbe, ki imajo končno ceno popravljeno navzdol. To lahko vidimo v Tabeli 8.

Tabela 8: Prve javne ponudbe, razporejene po končnih ponudbenih cenah glede na začetni cenovni razpon, ZDA od 1980 do 2001

Časovno obdobje	Število prvih javnih ponudb	Povprečen donos prvega dne (v %)	Srednji donos prvega dne (v %)			% donosov prvega dne > 0 (v %)		
			nižji	znotraj	višji	nižji	znotraj	višji
1980–1989	1971	7,4	0,6	7,8	20,5	32	62	88
1990–1994	1632	11,2	2,4	10,8	24,1	49	75	93
1995–1998	1752	18,1	6,1	13,8	37,6	59	80	97
1999–2000	803	65,0	7,9	26,8	119,0	59	77	96
2001	80	14,0	7,2	12,5	31,4	70	83	92
1980–2001	6238	18,8	3,3	12,0	52,7	47	72	94

Vir: Ritter, Welch, 2002, str. 1806.

3.3.3. Hipoteza signaliziranja

Modeli signaliziranja predvidevajo, da ima najboljše informacije o razvoju podjetja v prihodnosti podjetje samo in ne vlagatelji. Ker želi podjetje v prihodnosti ponuditi nove delnice, si s podcenjenostjo zagotovi zadovoljstvo prvih zunanjih delničarjev in tako več denarja. Avtorji¹⁵ modela trdijo, da bolj kvalitetni izdajatelji namenoma prodajo svoje delnice po nižji ceni, kot pa trg misli, da so vredne, kar odvrne manj kvalitetne izdajatelje od posnemanja. Podcenjenost izdaje je verodostojen signal, da gre za podjetja z dobrimi

¹⁵ Allen in Faulhaber (1989), Grinblatt in Hwang (1989) in Welch (1989).

pričakovani, saj lahko samo dobro podjetje pričakuje nadomestitev začetne izgube v prihodnosti. Slabo podjetje ne more pričakovati nadomestitve začetne izgube in si ne more privoščiti signaliziranja.

3.3.4. Hipoteza večine

Podcenjenost prvih javnih ponudb lahko pojasnimo tudi s hipotezo večine. Avtor hipoteze je Welch (1992). Vlagatelji naj bi kupovali delnice prve javne ponudbe tudi ob upoštevanju nakupov drugih investitorjev. Če investitor vidi, da se za delnice ne zanima nihče drug, se tudi sam ne odloči za nakup, čeprav ima dobre informacije o podjetju. Po hipotezi večine izdajatelj podceni izdajo (tudi če je to dobro podjetje) in tako prepriča nekaj prvih vlagateljev za nakup. Tem pa sledi tudi večina ostalih vlagateljev in to ne glede na informacije, ki jih imajo o izdajatelju.

3.3.5. Hipoteza o moči investicijskega bankirja

Investicijski bankirji izkoristijo svoje znanje o tržnih pogojih in zelo uspešno prepričujejo svoje stranke, da je podcenjenost normalna za prve javne ponudbe (Ritter 1998, str. 9.). Podcenjenost delnic jim omogoča, da dosežejo nižje stroške za trženje delnic, saj delnice lažje prodajo.

3.3.6. Hipoteza izogibanja tožbi

Teorija zatrjuje, da namerna podcenjenost deluje kot zavarovanje pred morebitnimi bodočimi tožbami. Glavna ideja avtorjev Huges-a in Thakor-ja (1992) je, da podjetja premišljeno prodajajo svoje delnice s popustom, to je pod realno tržno ceno. S tem želijo zmanjšati verjetnost prihodnjih tožb vlagateljev, bodisi zaradi slabe kasnejše dolgoročne uspešnosti delnic bodisi zaradi nepravilnosti v samem postopku izdaje¹⁶. Verjetnost nastopa tožbe se lahko zmanjša tako, da podcenijo delnice prve javne ponudbe in s tem zadovoljijo vlagatelje, ki bi lahko bili zaradi napačnih trditvev oškodovani.

Različne raziskave, ki bi potrdile to razlago podcenjenosti, so si nasprotujoče. Medtem ko je razlaga pomembna za trg prvih javnih ponudb v ZDA, pa ni značilna za trge v Nemčiji, v Avstraliji, na Finskem, na Švedskem in na Japonskem.

3.3.7. Hipoteza davčnih ugodnosti

Razlaga podcenjenosti bi lahko bile tudi davčne ugodnosti. Odvisno od davčne pozicije se poslovodstvo odloča za večjo oziroma manjšo podcenjenost izdaje. Hipotezo je razvil

¹⁶ Med samimi postopkom prve javne ponudbe lahko pride do določenih nepravilnosti pri sestavljanju prospekta in v tem primeru sta izdajatelj in investicijska banka materialno odgovorna za vse svoje trditve in nepravilno interpretirane ter zamolčane informacije.

Rydqvist (1997), ki je kot primer navedel trg prvih javnih ponudb na Švedskem, kjer je do leta 1990 veljalo, da je bil prihodek iz zaposlitve višje obdavčen kot kapitalski dobički. To je povzročilo, da so podjetja svoje zaposlene delno plačevala z drugimi vrstami premoženja. Ena od takih možnosti so bile podcenjene delnice, ki so bile v procesu prve javne ponudbe prednostno dodeljene delavcem podjetja.

3.3.8. Hipoteza razpršitve lastništva

Avtorja hipoteze sta Brennan in Franks (1997). Podjetje lahko namerno podceni svoje delnice z namenom povečanja povpraševanja po izdaji. Ker so delnice podcenjene, jih želi kupiti veliko vlagateljev (Ritter, 1998, str. 10). Tako pride podjetje do velikega števila zunanjih lastnikov z manjšimi lastniškimi deleži. Takšno razpršeno lastništvo poveča likvidnosti delnic in daje zunanjim investitorjem manjši vpliv na poslovanje podjetja. Obstoječe poslovodstvo pa si utrdi svojo vlogo in obdrži kontrolo nad podjetjem.

Poleg zgoraj navedenih hipotez najdemo še veliko drugih, ki veljajo v določenih okoliščinah. Problem navedenih hipotez je, da vse temeljijo na predpostavkah in se njihov pomen v času spreminja, v vsaki od razlag pa je nekaj resnice.

3.4. Problemi, ki jih prinaša visoka podcenjenost prvih javnih ponudb

Veliko škandalov, ki so jih odkrili v letih 2000, 2001 in 2002, vključuje tudi trgovanje in prodajo prvih javnih ponudb. Podjetje, ki se odloči za prvo javno ponudbo, posledično postane zavezano k razkritju pomembnih finančnih in drugih informacij o poslovanju. V preteklosti je prodaja prvih javnih ponudb predstavljala dokaj majhen delež poslovanja investicijskih bank. Navadno je šlo za poznana, stabilna in dobičkonosna podjetja. Investicijske banke so bile zelo nenaklonjene manjšim vlagateljem, tako da so bili deleži prodani skoraj izključno samo institucionalnim investitorjem.

Takšna povezava med investicijskimi bankami in institucionalnimi investitorji je ostala nespremenjena desetletja, dokler ni razvoj interneta olajšal trgovanja z delnicami in omogočil tudi manjšim vlagateljem, da so lahko enakovredno nastopali na trgu. S tem se je povečala količina vlagateljev, kar je privedlo tudi do več naivnih investitorjev z veliko željo po hitrem bogastvu. Z razvojem interneta se je na trgu pojavila kopica novih podjetij, ki so se bodisi ukvarjala z razvojem internetne infrastrukture bodisi z nudenjem internetnih storitev. Tovrstna podjetja so za svojo rast potrebovala svež kapital, ki so ga v veliki meri pridobila s prvimi javnimi ponodbami. Povečala se je ponudba prvih javnih ponudb. Vse to je pripeljalo do tega, da so se investicijske banke bolj ukvarjale s prodajo prvih javnih ponudb, vse druge funkcije pa so postale rahlo zapostavljene.

Mali vlagatelji so postali tako željni novih delnic in investicijske banke so postale tako voljne ponuditi čim večje število novih prvih javnih ponudb, da velikokrat sploh ni bila več pomembna pretekla uspešnost podjetij, njihovi dobički in kvaliteta posloводства. V letih 1999 in 2000 niso bile redke prve javne ponudbe, ki so dosegale 100 oziroma 200 odstotne začetne donose. V povprečju je v letu 2000 donos na prvi dan trgovanja znašal 70 %, medtem ko je v preteklosti začetni donos znašal okoli 15 %.

Začela so se ugibanja, od kod prihajajo tako visoki začetni donosi prvih javnih ponudb. V letih 2000, 2001 in 2002 je prišlo do številnih preiskav in tožb zoper investicijskih bank. Regulatorji trga navajajo, da so investicijske banke sodelovale v nezakonitih soudeležbah pri dobičku (profit sharing), pri katerih so institucionalni vlagatelji plačali investicijskim bankam del zaslužka, ki so ga pridobili s preprodajo delnic prvih javnih ponudb. Glavna tema preiskav so bile nezakonite prakse, ki so se jih posluževale investicijske banke pri razdeljevanju delnic. Med najpogosteje uporabljene prakse štejemo "laddering" in "spinning".

Pri sistemu "laddering" institucionalni vlagatelji prejmejo velik delež delnic prve javne ponudbe po prvotni ponudbeni ceni v zamenjavo za obljubo, da bodo kupili dodatne delnice kasneje na odprtem trgu po veliko višji ceni. Vlagateljem je podan pogoj, pod katerim lahko prejmejo delnice prve javne ponudbe. S tem ko so kupovali delnice po visoki ceni, so umetno dvigali ceno delnici. Podjetje si zagotovi kasnejše trgovanje in poveča likvidnost delnice (Brewer, 2004).

Druga uporabljena nezakonita praksa je "spinning". Pri tej metodi prevzemnik izdaje favorizira določene vlagatelje pri razdelitvi delnic prve javne ponudbe. Glavni prevzemnik dodeli poslovodstvu podjetja poceni delnice prve javne ponudbe kot vzpodbudo za nadaljnje sodelovanje med podjetjem in investicijsko banko. To je etično vprašljiva praksa, ki bi jo lahko označili za obliko podkupovanja (Griffith, 2004).

Poleg nezakonitih praks razdeljevanja delnic se je v času internetnega mehurčka zelo razmahnila tudi praksa, imenovana "flipping". To je praksa institucionalnih vlagateljev, ki kupijo prvo javno ponudbo po ponudbeni ceni in prodajo delnice takoj, ko se začne trgovanje na borzi. Seveda se prodaja izvrši, če je prisotna podcenjenost in s tem visok prvodnevni donos delnice. Prevzemniki izdaje tovrstne prodaje preprečujejo s tem, da poizkušajo razdeliti delnice dolgoročnim investitorjem, še posebno tistim, ki obljublajo tudi nadaljnje kupovanje delnic. Poleg tega poizkušajo individualnim investitorjem naložiti čakalno obdobje za prodajo in kazenska nadomestila za tiste, ki prodajo delnice¹⁷.

Vse to je spodkopalo zaupanje v nove izdaje delnic in povzročilo slabo razpoloženje na celotnem borznem trgu. Področje razporeditve in razdelitve delnic se je v ZDA začelo

¹⁷ Gledano z drugega stališča pa "flipping" zagotavlja dodatno likvidnost delnice.

dodatno urejati v letu 2003 (The bookbuilding debate, 2004). S strani članov New York Stock Exchange (NYSE) in National Association of Securities Dealers (NASD) je bila konec leta 2002 ustanovljena posebna skupina strokovnjakov, imenovana IPO Advisory Committee. Njihovo končno poročilo vsebuje 20 priporočil za povečanje poštenosti, preprečevanje zlorab v razporeditvi delnic in izboljšanje informacij o prvih javnih ponudbah. Na podlagi tega poročila sta NYSE in NASD pripravili nova predpisa. NASD IPO Rule 2712 in NYSE Rule 470. V letu 2005 je tudi Securities and Exchange Commission (SEC) pripravila nova dopolnila k "Regulation M", s katero so hoteli preprečiti manipulacije pri razdeljevanju delnic in določanju cene prvim javnim ponudbam (SEC, Release No. 34-50896). Poleg omejitve zgoraj omenjenih nezakonitih praks ti predpisi prepovedujejo "quid pro quo" sporazume, pri katerih prevzemniki prve javne ponudbe razdelijo delnice vlagateljem kot nadomestilo za neko opravljeno storitev. Z določbami omejujejo razdelitve delnic osebam, ki so kakorkoli povezane z izdajateljem delnic in prevzemnikom prve javne ponudbe. Predpisi določajo tudi, da mora glavni prevzemnik poročati izdajateljevi komisiji za nadzor določanja cene prve javne ponudbe vsa imena zainteresiranih institucionalnih vlagateljev in vsa imena ter količino delnic, ki so jih dejansko pridobili institucionalni vlagatelji ob koncu razdelitve delnic (NYSE/NASD IPO Advisory Committee, 2003).

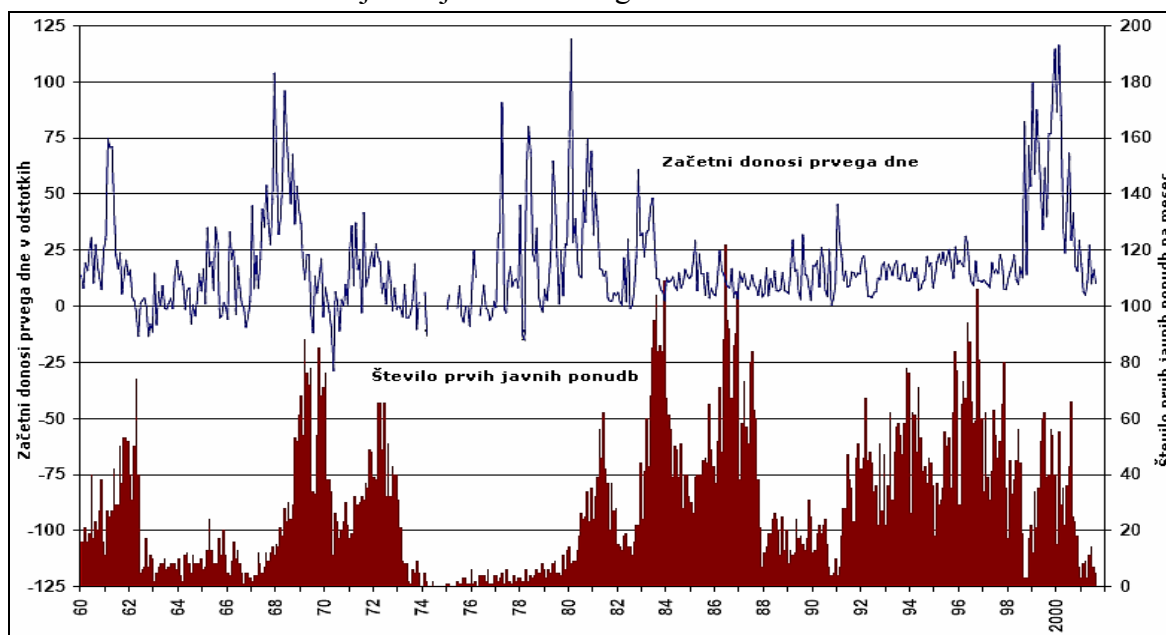
3.5. Ciklično gibanje prvih javnih ponudb

Veliko študij¹⁸ že potrjuje obstoj cikličnosti tako števila prvih javnih izdaj kot povprečnih prvodnevnih donosov. Obstaja močna pozitivna povezava med začetno donosnostjo in številom prvih javnih ponudb. Visoki začetni donosnosti namreč sledi rast izdaj delnic. Na Sliki 12 lahko vidimo variiranje tako števila prvih javnih ponudb kot začetnih donosov v ZDA v 41 letih.

Eden od razlogov za ciklično gibanje povprečnih začetnih donosov je, da se količina in vrsta podjetij, ki se odločajo za prvo javno ponudbo, spreminja. Na ta način bi lahko razložili nihanja povprečnih začetnih donosov, saj naj bi bila bolj tvegana podjetja tudi bolj podcenjena pri izdajah. Če obstajajo obdobja, v katerih se za izdajo delnic odločajo bolj tvegana podjetja, glede na ostala obdobja velja, da bodo imela obdobja bolj tveganih izdajateljev tudi višje povprečne začetne donose.

¹⁸ Ibbotson in Jaffe (1975), Lowry in Schwert (2002), Loughran in Ritter (2002), idr.

Slika 12: Gibanje začetnih donosov prvega dne in števila prvih javnih ponudb delnic na mesec v ZDA od januarja 1960 do avgusta 2001



Vir: Lowry, Schwert, 2002, str. 1174.

Druga možna razlaga (Jerman, 1999, str. 20) je, da nekateri vlagatelji sledijo strategiji, za katero predvidevajo pozitivno avtokorelacijo začetnih donosov prvih javnih ponudb. Ti investitorji so pripravljene ponuditi višjo ceno za delnico prve javne ponudbe, s katero se začne trgovanje na borzi, če se dvignejo tudi cene ostalih pravkar izdanih delnic. Če taki strategiji sledi dovolj investorjev, lahko povzročijo pozitivno avtokorelacijo začetnih donosov. Razlog za ciklično gibanje povprečnih začetnih donosov je lahko tudi povečano povpraševanje po prvih javnih ponudbah. V obdobju visokega povpraševanja so lahko prve javne ponudbe prodane po relativno visokih cenah. To pa povzroči tudi večje število novih izdaj in pripravljenost izdajateljev, da prodajo izdajo pod ravnotežno ceno.

Medtem ko obstaja za razlago cikličnosti začetnih donosov že kar nekaj literature, pa se z razlago cikličnosti števila prvih izdaj ukvarja malokdo. Lowry (2002) v svojem delu pride do zaključka, da na spremembe v številu prvih izdaj vplivajo spremembe v celotnem povpraševanju po kapitalu in optimizem investorjev.

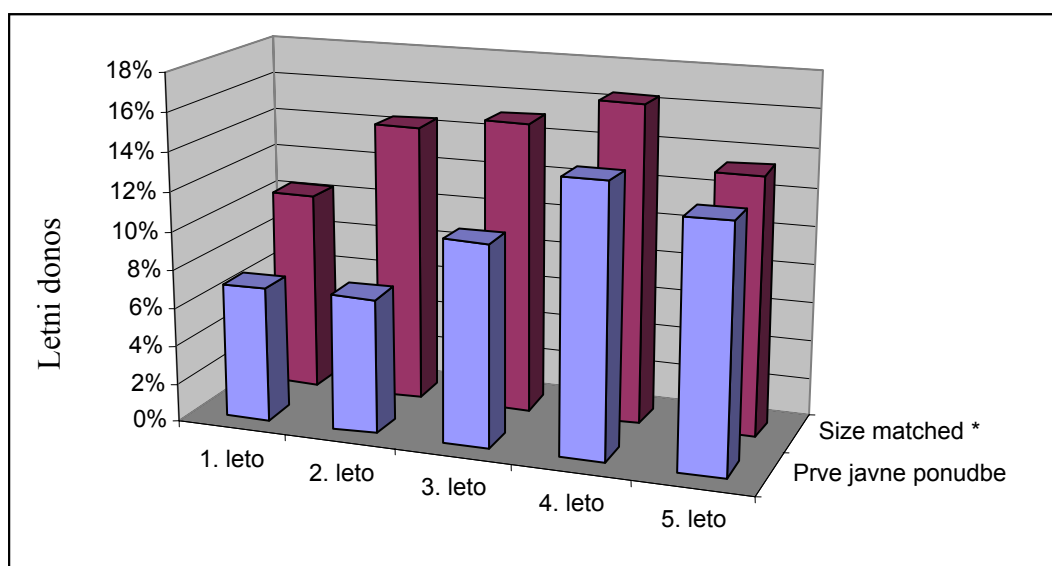
4. USPEŠNOST PRVIH JAVNIH PONUDB NA DOLGI ROK

Pri nadaljnjem proučevanju donosnosti prvih javnih ponudb vidimo, da nam le te na dolgi rok kažejo drugačno sliko kot na kratek rok. Visoko začetno donosnost navadno spremlja nizka donosnost prvih javnih ponudb na dolgi rok. Dolgoročna donosnost delnic se meri kot odstotek povečanja cene delnice od konca prvega trgovalnega dne. Raziskave kažejo, da je povprečna letna tržna donosnost prvih javnih ponudb v prvih petih letih manjša kot

povprečna letna tržna donosnost primerljivih podjetij¹⁹. Slabšo dolgoročno donosnost delnic je prvi dokumentiral Ritter (1991). V vzorcu je uporabil 1.526 prvih javnih ponudb v ZDA v letih 1975–84. Ugotovil je, da so po treh letih ta podjetja značilno prikazovala slabšo donosnost kot tržni indeksi in kot primerljiva podjetja glede na velikost in panogo. Prve javne ponudbe so v opazovanem triletnem obdobju dosegle v povprečju 34,37 % donosnost (donosi na prvi dan trgovanja so izključeni), medtem ko so primerljiva podjetja dosegala 61,86 % donosnost (Jong-Hwan Yi, 2003). Loughran in Ritter (1995) sta uporabila širši vzorec prvih javnih ponudb in odkrila slabšo dolgoročno donosnost v obdobju petih let od izdaje. V šestem letu po prvi javni ponudbi pa ni več opazne slabše donosnosti.

Slabše dolgoročne donosnosti prvih javnih ponudb ne najdemo samo v ZDA, ampak lahko trdimo, da gre za globalni problem. Različne študije prikazujejo negativen prilagojen²⁰ donos v obdobju treh let po izdaji. Najvišji negativen prilagojen donos je opazen v Avstraliji, v Braziliji, v Čilu, na Japonskem in drugod (Jong-Hwan Yi, 2003).

Slika 13: Povprečni letni donosi pet let po prvih javnih ponudbah v ZDA od leta 1970 do leta 1998



Opombe: *Size matched: To so podjetja neizdajatelji, ki so podobna po velikosti prvim izdajam v tem obdobju.

Vir: Ritter, 2003, str. 295.

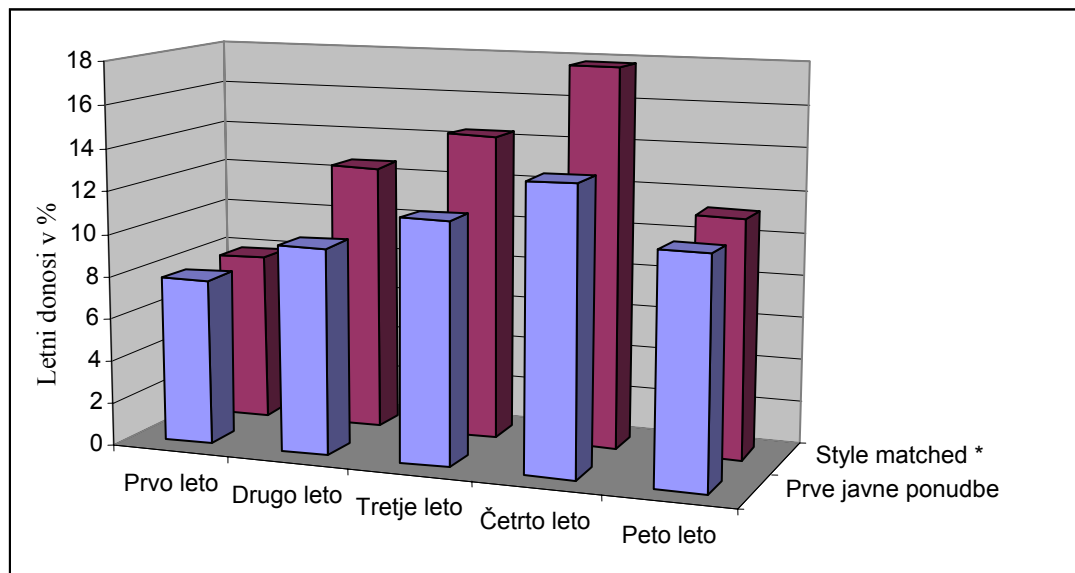
Sliki 13 in 14 (podrobni podatki so prikazani v prilogi 6) prikazujeta povprečne letne donose podjetij pet let po prvi javni ponudbi. Slika 13 prikazuje, da so prve javne ponudbe dosegale nižjo donosnost kot ostala podjetja iste velikosti, v povprečju za 3,8 odstotka

¹⁹ Primerljivo podjetje je podjetje, ki ima podobno tržno kapitalizacijo izdajatelju prve javne ponudbe znotraj panoge in ki ni izdajalo delnic v treh letih pred in med primerjavo.

²⁰ Prilagojen donos je povprečni celotni donos brez začetnega (na prvi dan trgovanja) donosa na delnice prve javne ponudbe.

letno. Ko pa primerjamo prve javne ponudbe s podjetji neizdajateljji (slika 14), se tako po velikosti kot glede na razmerje knjigovodska vrednost/tržna vrednost, razlika v donosnosti v povprečju nekoliko skrči na 2,2 odstotka (Ritter, 2003, str. 293).

Slika 14: Povprečni letni donosi pet let po prvih javnih ponudbah za 7.026 prvih javnih izdaj v ZDA od leta 1970 do leta 2000



Opombe: *Style matched: To so podjetja neizdajateljji, ki so podobna prvim javnim ponudbam po velikosti in razmerju knjigovodska vrednost / tržna vrednost.

Vir: Ritter, 2003, str. 295.

Ko iščemo odgovor, zakaj prihaja na eni strani do visokih začetnih donosnosti in na drugi strani do nizkih donosnosti na dolgi rok, moramo gledati tako s strani vlagateljev, kot s perspektive podjetja. Vlagatelji lahko s svojim optimizmom pospešijo rast začetnih donosov, vendar se na dolgi rok njihov optimizem zmanjša in donosnost na trgu se stabilizira. Nižje dolgoročne donosnosti beležijo podjetja, ki izdajajo v času visoke koncentracije izdaj ter posledično v sodelovanju z manj uglednim investicijskim bankirjem, mlajša podjetja in podjetja, ki v svoji strukturi kapitala ne vključujejo tveganega kapitala (Ritter, 1998, str. 13). Na splošno lahko rečemo, da so to podjetja, ki imajo koeficient tržna vrednost / knjigovodska vrednost zelo visok (Pogačnik, 2006, str.58). Nižje donosnosti pa ne zaznamo pri že uveljavljenih podjetjih in podjetjih, ki so se odločila za javno ponudbo v obdobjih z nizko koncentracijo novih izdaj.

4.1. Hipoteze, ki pojasnjujejo nizko dolgoročno donosnost

Za razlago vzrokov nižjih dolgoročnih donosnosti prvih javnih ponudb obstajajo različne hipoteze: hipoteza različnih domnev, hipoteza o vtisu in hipoteza priložnosti (Ritter, 1998, str. 16).

Hipoteza različnih domnev. Kupci prvih javnih ponudb so vlagatelji, ki imajo najbolj optimistične napovedi o razvoju podjetja. Če obstaja velika negotovost glede vrednosti novo izdanih delnic, je vrednotenje optimističnih vlagateljev veliko višje od vrednotenja pesimističnih vlagateljev. Kljub velikim razmikom med oceno optimističnih in pesimističnih investorjev čez čas pride do razkritja novih informacij, kar povzroči zmanjšanje razlik glede cene delnice. Posledica tega je padec tržne cene delnice.

Hipoteza o vtisu trdi, da se trg prvih javnih izdaj obnaša kot modna muha in da investicijski bankirji podcenijo prve javne izdaje zato, da dajejo vtis o presežnem povpraševanju po delnicah. Po tej hipotezi naj bi delnice, ki so imele najvišje prvodne donosnosti, imele nižje dolgoročne donosnosti.

Po **hipotezi priložnosti** naj bi podjetja, ki izdajajo delnice, izkoristila obdobja, v katerih so investitorji zelo optimistični glede rasti podjetij, ki postajajo javna. Po tej hipotezi naj bi podjetja, ki so izkoristila obdobje visokih začetnih donosov in velikega števila izdaj, imela nižje dolgoročne donosnosti. Podjetja, ki izdajajo delnice v obdobju velikega števila izdaj, so bolj precenjena kot ostala podjetja, posledično pa imajo tudi nižje dolgoročne donose.

4.2. Vpliv posameznih kategorij na dolgoročno uspešnost prvih javnih ponudb

Na dolgoročno donosnost močno vplivajo posamezne lastnosti podjetij in značilnosti ter razmere na trgu. Nizka donosnost je odvisna od velikosti izdaje, začetnega donosa, starosti podjetja, koncentracije novih izdaj, industrijske panoge, trenutka izdaje, ugleda prevzemnika izdaje, dobička podjetja pred prvo javno ponudbo in od količine tveganega kapitala, ki je vključen v strukturo kapitala podjetja.

Najslabšo donosnost v obdobju treh let v povprečju izkazujejo prve javne ponudbe, katerih vrednost izdaje znaša od 1 do 3 mio USD. Podobna, primerljiva podjetja so v proučevanem obdobju dosegala za 50 odstotnih točk višjo donosnost. Pri izdajah med 5 in 25 mio USD je donosnost prvih javnih ponudb manjša samo za približno 10 odstotnih točk, medtem ko so izdaje nad 25 mio USD v povprečju manj donosne za 22 odstotnih točk (Ritter, 1991, str. 15). Podjetja z največjimi začetnimi donosi izkazujejo najslabšo donosnost na dolgi rok (Ritter, 1991, str. 16). Torej čim večji je donos na prvi dan trgovanja tem nižji je triletni povprečni donos prvih javnih ponudb. Dolgoročna uspešnost je odvisna tudi od starosti podjetja. Starejša, že uveljavljena podjetja (nad 10 let) dosegajo višjo donosnost kot mlajša podjetja. Opazna je tudi velika variabilnost donosnosti prvih javnih ponudb na dolgi rok po industrijskih panogah. V opazovanem vzorcu izmed industrijskih panog najslabšo donosnost izkazujejo naftna podjetja (Ritter, 1991, str. 17). Ritter prikazuje tudi gibanje povprečnih triletnih celotnih donosov po posameznih letih. Slabša donosnost je značilna za podjetja, ki se za prvo javno ponudbo odločijo v obdobju velikega števila izdaj novih delnic. V tem obdobju imajo investitorji preveč optimistične napovedi o prihodnjem

razvoju podjetij. Carter, Dark in Singh (1998) so prišli do zaključka, da prve javne ponudbe, ki so imele za prevzemnika ugledno investicijsko družbo, niso dosegale slabših donosnosti kot NASDAQ indeks.

Več empiričnih študij²¹ dokazuje negativno povezanost med podcenjenostjo prvih javnih ponudb in njihovo dolgoročno donosnostjo. Višji kot so donosi na prvi dan trgovanja, slabša je uspešnost na dolgi rok.

Nizke donosnosti prvih javnih ponudb na dolgi rok in visoki začetni donosi kažejo, da ponudbena cena ob izdaji ni prenizka, ampak je cena na sekundarnem trgu takoj po izdaji previsoka (Ritter, 1991). Domnevamo lahko, da je veliko vlagateljev preveč optimističnih pri napovedih prihodnjih donosov novih izdaj, kar vzpodbudi rast cene delnic takoj po končani prvi javni ponudbi. Optimizem vlagateljev lahko izhaja iz dejstva, da je trg delnic na splošno v porastu. K optimizmu jih lahko napelje tudi ugled prevzemnika ali perspektivnost panoge, v katero podjetje uvrščamo. Precej je torej dokazov, da lahko rečemo, da so nerazveseljivi dolgoročni donosi le razumna in neizogibna posledica hitrega začetnega porasta cen prvih javnih ponudb.

5. SKLEP

Za uspešno prvo javno ponudbo mora poslovodstvo podjetja realno oceniti stanje v podjetju, se notranje urediti in imeti jasno izoblikovano razvojno strategijo. Poleg tega mora oceniti zanimanje na trgu za novo delnico, pravilno mora določiti razmere na trgu delnic ter stanje na celotnem trgu kapitala. Poslovodstvo se mora zavedati tudi vseh posebnosti, ki so značilne za trg prvih javnih ponudb po začetku trgovanja z delnico na borzi.

Glavna posebnost je visok začetni prvodnevni donos, ki ga prve javne ponudbe doživijo ob začetku trgovanja na organiziranem trgu. Podcenjenost prvih javnih ponudb je razvidna iz visokih začetnih donosov, ki jih realizirajo investitorji v prvem dnevu trgovanja z delnico. Cena novo izdanih delnic je prvi dan trgovanja na borzi bistveno višja od cene, po kateri so podjetja prodajala svoje delnice. Značilna podcenjenost je med 10 in 20 odstotki. Znesek podcenjenosti posamezne delnice pomnožen s številom izdanih delnic predstavlja denar, ki ga podjetje "pusti na mizi". To je običajno enodnevni dobiček, ki ga zaslužijo novi vlagatelji, in predstavlja transfer denarja od obstoječih delničarjev k novim. Podcenjenost najdemo v vseh državah sveta z razvitim trgom kapitala. Podcenjenost v posameznih državah je odvisna od številnih dejavnikov, med drugim od trenutka določitve prodajne cene, od stopnje razvoja kapitalskega trga, od razlik v karakteristikah podjetij, od institucionalnih ovir itd.

²¹ Ibbotson (1975), Ritter (1991), Levis (1993), Khurshed, Mudambi, Goergen (1999).

Na velikost podcenjenosti vpliva vrsta dejavnikov. Pri metodah za cenitev in prerazdelitev delnic opazimo, da so višji začetni donosi značilni za prve javne ponudbe, ki se odločajo za t.i. book-building metodo. Podcenjenost je tudi veliko višja med tehnološkimi podjetji in podjetji, ki so v letih pred prvo javno ponudbo dosegala negativne donose. Obstaja tudi negativna povezava med ugledom prevzemnika in podcenjenostjo. Za velike in ugledne prevzemnike je značilno, da prevzemajo predvsem izdaje velikih in že uveljavljenih podjetij, kar se izrazi v nižjih začetnih donosih. Z rastjo prodaje nekaj let pred začetkom postopka prve javne ponudbe in večjo starostjo podjetja se začetni donosi prvega dne trgovanja zmanjšujejo. Znana je tudi pozitivna povezava med prvodnevnimi donosi in številom prvih javnih ponudb, saj visokim začetnim donosom v nekem obdobju sledi povečano število novih izdaj delnic.

Istočasno ko govorimo o vzrokih za visoko prvodnevno donosnost, lahko govorimo tudi o nizki dolgoročni donosnosti prvih javnih ponudb. Visokim začetnim donosom na kratek rok navadno namreč sledi nizka donosnost na dolgi rok. Dolgoročno donosnost prvih javnih ponudb primerjamo z donosnostjo podobnih podjetij, ki so javna že dlje časa in niso izdajala novih delnic. Nizko donosnost zaznamo v obdobju petih let od prvega dneva trgovanja na borzi. Nizka dolgoročna donosnost je odvisna od začetne donosnosti, velikosti izdaje, industrijske panoge, trenutka izdaje in starosti podjetja. Slaba donosnost delnic na dolgi rok je opazna predvsem pri izdajah v obdobjih z veliko količino prvih javnih ponudb. Gre za mlajša in manjša podjetja, ki v svoji strukturi kapitala ne vključujejo tveganega kapitala in sodelujejo z manj uglednimi investicijskimi bankirji. Dolgoročne nizke donosnosti ne opazimo pri že uveljavljenih podjetjih in podjetjih, ki so stopila na javni trg v letih z nizko koncentracijo novih izdaj. Dolgoročna uspešnost je negativno povezana s količino novih izdaj.

Glede na širše empirične ugotovitve, ki so omenjene zgoraj, lahko najdemo stične točke med visoko prvodnevno donosnostjo in nizko donosnostjo na dolgi rok. Podjetja z največjimi začetnimi donosi namreč izkazujejo najslabšo donosnost na dolgi rok. Vzroke za to najdemo tako na strani podjetja kot na strani vlagateljev. Podjetja že v osnovi s svojo mladostjo, majhnostjo, slabo preteklo uspešnostjo in izbiro prevzemnika dajejo nek povod za visoke začetne donose. Vlagatelji namreč zahtevajo plačilo za tveganje, ki ga imajo pri vlaganju v novo izdajo delnic. Poleg tega pa vlagatelji v veliko primerih na prve javne ponudbe gledajo zelo pozitivno in imajo zelo optimistična prihodnja pričakovanja. Posledica tega optimizma je visoka cena delnice takoj po končani prvi javni ponudbi in uvrstitvi delnice na organiziran trg kapitala. Visoki začetni donosi in kasnejša dolgoročno slabša donosnost prvih javnih ponudb nam potrjujeta, da ponudbena cena ob izdaji ni prenizka, ampak je cena na sekundarnem trgu takoj po izdaji previsoka.

LITERATURA

1. Antončič Boštjan et al.: Podjetništvo. Ljubljana : GV Založba, 2002. 485 str.
2. Bloch Ernest: Inside investment banking. Homewood (Illinois) : Dow Jones – Irwin, 1989. 415 str.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Investments. Sixth Edition. Boston (Mass.) : McGraw –Hill Irwin, 2005. 1090 str.
4. Dremelj Ema: Izdaja lastniških vrednostnih papirjev slovenskega podjetja doma in v tujini. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 41 str.
5. Griffith J. Sean: Spinning and Underpricing: A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings. Paper 14. University of Connecticut School of Law, Hartford, 2004. 86 str.
6. Jerman Roman: Prva javna ponudba in fenomen podcenjenosti. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 48 str.
7. Jong-Hwan Yi: Three Anomalies of initial Public Offerings: A brief Literature Review. State University: Briefing Notes in Economics, Los Angeles, 58, 2003. 12 str.
8. Ljungqvist Alexander: Ipo underpricing. B. Espen Eckbo, Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Hanover, 2005. 67 str.
9. Loughran Tim, Ritter R. Jay: Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPO's?. Review of Financial Studies, Oxford, 15 (2002), 2, str. 413–443.
10. Loughran Tim, Ritter R. Jay: Why has IPO underpricing increased over time. Financial Management, Tampa, 33 (2004), 3, str. 5–37.
11. Loughran Tim, Ritter R. Jay, Rydqvist Kristian: Initial public offerings: International insights. Pacific-Basin Finance Journal, Honolulu, 2 (1994), str. 165–199.
12. Lowry Michelle, Schwert G. William: Ipo Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? Working paper 7935. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 2002. 25 str.
13. Mikek Mihael: Javni razpis delnic kot način žetve v podjetništvu. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 41 str.
14. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 125 str.
15. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 191 str.
16. Pagano Marco, Panetta Fabio, Zingales Luigi: Why do companies go public? An empirical analysis. Working paper 5367. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 1995. 60 str.
17. Peristiani Stavros, Hong Gijoon: Pre-IPO Financial Performance and Aftermarket Survival. Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, 10 (2004), 7 str.
18. Pogačnik Blaž: Prva javna izdaja delnic Slovenskih malih in srednje velikih podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 125 str.
19. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.

20. Ritter R. Jay: The long run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, Barceley, 46 (1991), 1, str. 3-27.
21. Ritter R. Jay: Initial public offerings. Gainesville : University of Florida, 1998. 30 str.
22. Ritter R. Jay: Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management*, Norfolk, 9 (2003), 4, str. 421–434.
23. Ritter R. Jay: Investment banking and securities issuance. *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier B.V., 2003, str. 254–289.
24. Ritter R. Jay: Some factoids about the 2005 IPO market. Gainesville : University of florida, 2006. 15 str.
25. Ritter R. Jay, Welch Ivo: A review of IPO activity, pricing and allocations. *Journal of Finance*, Barceley, 57 (2002), 4, str. 1795–1828.
26. Sajovic Andrej: Primarna izdaja vrednostnih papirjev in vloga investicijskega bankirja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 47 str.
27. Turk Tadej: Trg vrednostnih papirjev v Sloveniji. Diplomsko delo. Maribor : Ekonomsko – poslovna fakulteta, 2004. 66 str.

VIRI

1. 2003 Global IPO Activity in Perspective. Ernst & Young, september 2004. 13 str.
2. 2005 IPO Report. Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP (Wilmerhale), 2006. 22 str.
3. Accelerating Growth – Global IPO Trends 2006. Ernst & Young, 2006. 51 str.
4. Brewer T. Oby: Selling Stockholder Considerations IPO Stock Allocation. [URL: <http://www.mmmlaw.com/industry/banking/IPO%20Planning%20Selling%20Stockholder%20Considerat.pdf#search=%22Selling%20Stockholder%20Considerations%20IPO%20Stock%20Allocation%20%22>], junij 2004.
5. Deloitte IPO Report - december 2005. Deloitte & Touche LLP, december 2005. 8. str.
6. Deloitte IPO Report - julij 2006. Deloitte & Touche LLP, julij 2006.
7. Encyclopedia of Business. Going public. 2nd ed. [URL: <http://www.referenceforbusiness.com/encyclopedia/For-Gol/Going-Public.html>], 2006.
8. Evans H. Matt et al.: Course 13: Going public. Excellence in financial management. [URL: <http://www.exinfm.com/training/pdffiles/course13.pdf>], 28.12.2005, 31 str.
9. Global IPO Survey 2004. Ernst & Young, 2004. 26 str.
10. McCarthy Ed: Pricing IPOs: Science or science fiction? *Journal of Accountancy*. The American Institute of Certified Public Accountants. [URL: <http://www.aicpa.org/PUBS/JOFA/sept1999/mccart.htm>], september 1999.
11. Menyah Kojo, Paudyal Krishna: IPO decisions and the costs of going public. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302331], 2002.
12. Pott Kenneth G.: Preparing for an IPO. Morgan Stanley Dean Witter. 29 str. [URL: http://www.exinfm.com/training/pdffiles/Prepare_for_IPO.pdf], november 2000.

13. Renaissance Capital's 2004 Annual IPO Review. [URL: <http://www.ipohome.com/marketwatch/review/2004review.asp>], december 2004.
14. Report and recommendations. NYSE/NASD IPO Advisory Committee, 2003. 31 str.
15. Renaissance Capital's 2005 Annual IPO Review. [URL: <http://www.ipohome.com/marketwatch/review/2005review.asp>], december 2005.
16. Ritter R. Jay: Money left on the Table in IPO's by Firm. [URL: http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/monew.pdf], januar 2006.
17. Securities and Exchange Commission. Release No. 34-50896, december 2004.
18. Strategies for Going Public. Deloitte & Touche LLP, februar 2006. 58 str.
19. Stuttard Marcus: AIM – The market of choice for European growth companies. Prezentacija, december 2005.
20. Welch Ivo: IPO – The Initial Public Offerings (IPO) Resource Page. [URL: <http://www.iporesources.org/ipopage.html>], 1996.
21. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/1999).

PRILOGE

Priloga 1: Stroški prvih javnih ponudb

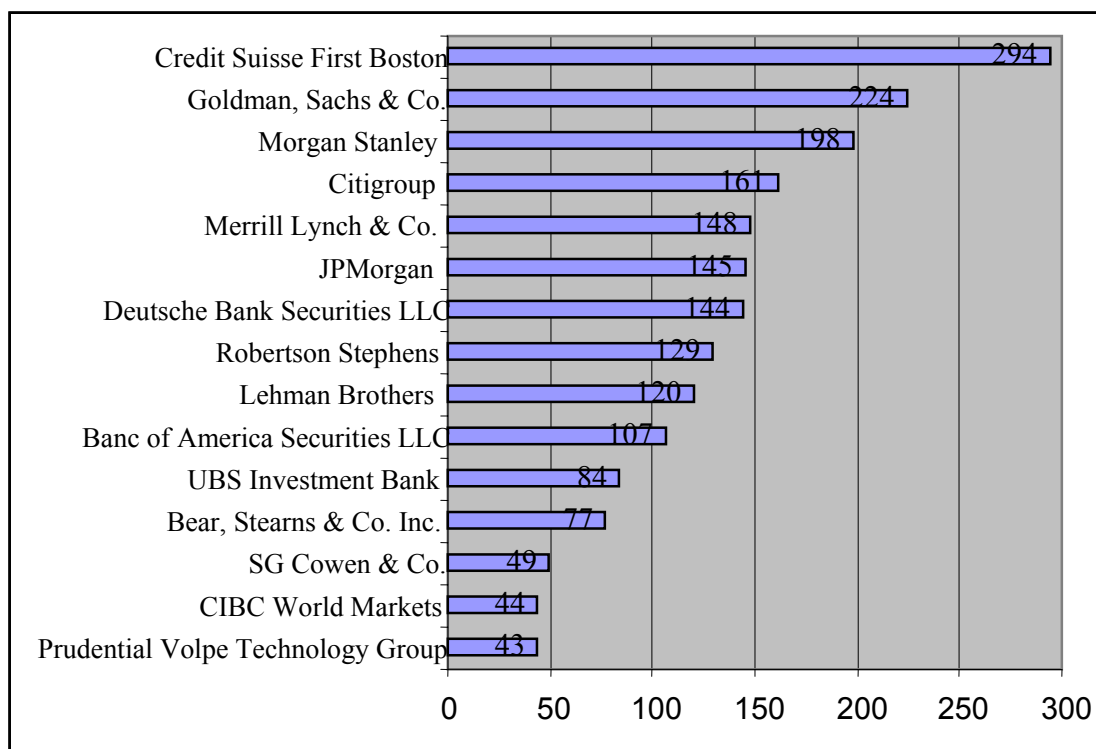
Tabela 1: Neposredni in posredni stroški prvih javnih ponudb v ZDA 1990–1994 v %

Velikost izdaje (mio \$)	Provizije	Ostali neposredni stroški	Neposredni stroški skupaj	Povprečni začetni donos	Povprečni neposredni in posredni stroški	Število prvih javnih ponudb
2–9,9	9,05	7,91	16,96	16,36	25,16	337
10–19,9	7,24	4,39	11,63	9,65	18,15	389
20–39,9	7,01	2,69	9,70	12,48	18,18	533
40–59,9	6,96	1,76	8,72	13,65	17,95	215
60–79,9	6,74	1,46	8,20	11,31	16,35	79
80–99,9	6,47	1,44	7,91	8,91	14,14	51
100–199,9	6,03	1,03	7,06	7,16	12,78	106
200–499,9	5,67	0,86	6,53	5,70	11,10	47
Nad 500	5,21	0,51	5,72	7,53	10,36	10
Skupaj	7,31	3,69	11,00	12,05	18,69	1767

Vir: Ritter, 1998, str. 22.

Priloga 2: Glavni prevzemniki prvih javnih ponudb

Slika 1: Največji glavni prevzemniki prvih javnih ponudb v ZDA 1996–2005



Vir: 2005 IPO Report, 2006, str. 7.

Priloga 3: Količina puščenega denarja na mizi

Tabela 2: 30 največjih prvih javnih ponudb v ZDA po količini "denarja na mizi" v obdobju od 1. 1. 1985 do 19. 12. 2005

"Denar na mizi"(USD)	Podjetje	Datum izdaje	Ponudbena cena (USD)	Cena po prvem dnevu trgovanja	Število izdanih delnic
1,597,240,000	United Parcel Service	10.11.99	50.00	\$68.25	87,520,000
1,539,512,500	Corvis	28.07.00	36.00	\$84.71875	31,600,000
1,312,437,500	Palm	02.03.00	38.00	\$95.0625	23,000,000
1,096,956,250	Sycamore Networks	22.10.99	38.00	\$184.75	7,475,000
1,072,687,500	Akamai Technologies	29.10.99	26.00	\$145.1875	9,000,000
969,850,000	Aligent Technologies	18.11.99	30.00	\$44.875	65,200,000
959,100,000	Goldman Sachs	04.05.99	53.00	\$70.375	55,200,000
948,600,000	AT&T Wireless	27.04.00	29.50	\$32.60	306,000,000
920,700,000	VA Linux	09.12.99	30.00	\$239.25	4,400,000
835,200,000	Free Markets	10.12.99	48.00	\$280.00	3,600,000
816,000,000	Avanex Corporation	04.02.00	36.00	\$172.00	6,000,000
797,897,600	Carrier International	24.02.00	17.48	\$34.50	46,880,000
728,242,000	Webmethods	11.02.00	35.00	\$212.62	4,100,000
719,531,250	McData Corp.	09.08.00	28.00	\$85.5625	12,500,000
656,250,000	Foundry Networks	28.09.00	25.00	\$156.25	5,000,000
616,401,360	KPMG Consulting Inc	08.02.01	18.00	\$23.48	112,482,000
600,000,000	Genentech	20.07.99	97.00	\$127.00	20,000,000
580,000,000	Intersil Holding	25.02.00	25.00	\$54.00	20,000,000
569,250,000	Storage Networks	30.06.00	27.00	\$90.25	9,000,000
553,932,000	Terra Networks	17.11.99	13.41	\$38.25	22,300,000
553,181,250	Finisar	12.11.99	19.00	\$86.875	8,150,000
541,875,000	Charter Communications	09.11.99	19.00	\$22.75	144,500,000
538,630,000	Gigamedia	18.02.00	27.00	\$88.00	8,830,000
530,625,000	Cobalt Networks	05.11.99	22.00	\$128.125	5,000,000
530,000,000	Priceline.com	30.03.99	16.00	\$69.00	10,000,000
511,875,000	Cacheflow	19.11.99	24.00	\$126.3750	5,000,000
501,250,000	Utstarcom	03.03.00	18.00	\$57.25	5,000,000
470,579,200	EToys	20.05.99	20.00	\$76.5625	8,320,000
460,500,000	ONI Systems	01.06.00	25.00	\$82.5625	8,000,000
460,250,000	Avici Systems	28.07.00	31.00	\$96.75	7,000,000

Vir: Ritter, 2006.

Priloga 4: Podcenjenost prvih javnih ponudb po svetu

Tabela 3: Povprečen začetni donos v 39 državah

Država	Število prvih javnih ponudb v vzorcu	Časovno obdobje	Povprečen donos na prvi dan trgovanja
Avstralija	381	1976–1995	21,1 %
Avstrija	83	1984–2002	6,3 %
Belgija	93	1984–2004	14,2 %
Brazilija	62	1979–1990	78,5 %
Čile	55	1982–1997	8,8 %
Danska	117	1984–1998	5,4 %
Filipini	104	1987–1997	22,7 %
Finska	99	1984–1997	10,1 %
Francija	571	1983–2000	11,6 %
Grčija	338	1987–2002	49,0 %
Hong Kong	857	1980–2001	17,3 %
Indija	98	1992–1993	35,3 %
Indonezija	265	1989–2003	20,2 %
Iran	279	1991–2004	22,4 %
Italija	181	1985–2001	21,7 %
Izrael	285	1990–1994	12,1 %
Japonska	1.689	1970–2001	28,4 %
Južnoafriška Republika	118	1980–1991	32,7 %
Kanada	500	1971–1999	6,3 %
Kitajska	432	1990–2000	256,9 %
Koreja	477	1980–1996	74,3 %
Malezija	401	1980–1998	104,1 %
Mehika	37	1987–1990	33,0 %
Nemčija	545	1978–2001	31,1 %
Nigerija	63	1989–1993	19,1 %
Nizozemska	143	1982–1999	10,2 %
Norveška	68	1984–1996	12,5 %
Nova Zelandija	201	1979–1999	23,0 %
Poljska	140	1991–1998	27,4 %
Portugalska	21	1992–1998	10,6 %
Singapur	441	1973–2001	29,6 %
Španija	99	1986–1998	10,7 %
Švedska	332	1980–1998	30,5 %
Švica	120	1983–2000	34,9 %
Tajska	292	1987–1997	46,7 %
Tajvan	293	1986–1998	31,1 %
Turčija	163	1990–1996	13,1 %
Velika Britanija	3.122	1959–2001	17,4 %
ZDA	15.333	1960–2005	18,1 %

Vir: Ritter, Loughran, Rydqvist, 2004 (posodobljeno 2006).

Priloga 5: Dobičkonosnost in starost podjetij

Tabela 4: Prve javne ponudbe z negativnim dobičkom na delnico (EPS) in srednja starost podjetij, ZDA 1980–2005

Leto	Število prvih izdaj	Srednja starost izdajateljev (leta)	Odstotek tehnoloških podjetij	Odstotek izdajateljev z EPS<0	Povprečen donos prvega dne (v %)	
					EPS<0	EPS≥0
1980	70	6	31	25	7,1	16,9
1981	191	8	37	17	8,4	5,4
1982	77	5	52	20	8,1	11,0
1983	442	7	39	21	14,8	9,0
1984	172	7	28	16	9,2	2,3
1985	179	8	19	15	5,2	6,4
1986	378	8	20	21	7,6	6,0
1987	271	7	21	18	5,0	6,2
1988	97	8	27	18	7,0	5,1
1989	105	7	30	22	9,2	7,8
1990	104	9	26	13	10,4	10,9
1991	273	9	24	24	10,0	12,7
1992	385	10	25	30	10,8	10,0
1993	483	8	23	28	12,9	12,7
1994	387	7	27	24	8,2	10,3
1995	432	7	43	29	21,7	21,4
1996	621	7	38	40	15,4	17,6
1997	432	8	34	34	12,2	14,7
1998	267	7	39	50	30,1	14,0
1999	457	4	77	77	80,1	41,3
2000	346	6	67	80	58,8	42,7
2001	76	12	29	50	14,6	12,4
2002	67	15	30	46	5,1	12,2
2003	63	10	27	45	11,1	13,1
2004	178	8	33	49	11,6	13,1
2005	162	11	28	44	6,9	12,5
1980–1989	1.982	7	29	19	9,1	6,9
1990–1994	1.632	8	25	26	10,8	11,4
1995–1998	1.752	7	38	36	19,2	17,4
1999–2000	803	5	73	79	71,0	42,7
2001–2005	546	10	29	47	9,9	12,7
1980–2005	6.715	7	36	34	30,5	12,6

Vir: Ritter, 2006.

Priloga 6: Dolgoročna uspešnost prvih javnih ponudb

Tabela 5: Povprečni letni donosi prvih javnih izdaj pet let po izdaji v ZDA v letih 1970-2000

1970-2000	Prvo leto	Drugo leto	Tretje leto	Četrto leto	Peto leto
IPO's	7,00%	7,00%	10,40%	14,00%	12,60%
Size matched*	10,40%	14,50%	15,10%	16,50%	13,40%
1970-2000	Prvo leto	Drugo leto	Tretje leto	Četrto leto	Peto leto
IPOs	7,80%	9,70%	11,30%	3,30%	10,60%
Style matched**	7,90%	12,60%	14,40%	7,80%	11,20%

Opombe:

*Size matched: To so podjetja neizdajatelji, ki so podobna po velikosti prvim javnim ponudbam v tem obdobju.

**Style matched: To so podjetja neizdajatelji, ki so podobna prvim javnim ponudbam po velikosti in razmerju knjigovodska vrednost / tržna vrednost.

Vir: Ritter, 2003.