IPO – Facebook vs. Twitter

Mateljan, Mladen

Undergraduate thesis / Završni rad

2015

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:346567

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

IPO – Facebook vs. Twitter

Mentor: **Student:**

dr. sc. Ana Rimac Smiljanić **Mladen Mateljan**

Split, rujan, 2015.

SADRŽAJ

1. UVOD ...…….3
2. FINANCIRANJE EMISIJOM VRIJEDNOSNIH PAPIRA…….5
   - 2.1. Regulacija i posrednici na tržištu……6
   - 2.2. Metode emisija vrijednosnih papira ……...8
   - 2.3. Prednosti i mane IPO-a……..12
   - 2.4. IPO – postupak emisije ...…….....13
     - 2.4.1. Odabir investicijskog bankara i proces emisije…….……15
     - 2.4.2. Plasiranje dionica i formiranje cijene dionica……...17
       - 2.4.2.1. Ponudbena cijena preniska - podcijenjena…….20
       - 2.4.2.2. Ponudbena cijena previsoka - precijenjena……23
3. ANALIZA IPO – FACEBOOK ……....24
   - 3.1. Podaci o kompaniji…….24
   - 3.2. Financijski podaci……...25
   - 3.3. IPO-Facebook…….27
4. ANALIZA IPO – TWITTER ……....29
   - 4.1. Podaci o kompaniji…….29
   - 4.2. Financijski podaci……...30
   - 4.3. IPO-Twitter…….32
5. FACEBOOK vs. TWITTER……..34
6. ZAKLJUČAK……..36

LITERATURA…….37

POPIS SLIKA, TABLICA I GRAFOVA…..……...38

SAŽETAK……...…..39

SUMMARY……...39

1. UVOD

Ovaj rad bazirat će se i detaljnije istražiti financiranje poduzeća putem IPO-a, inicijalne javne ponude dionica i njihovo uvrštavanje na burzama. Također će se istražiti, a iz čega proizlazi i **problem istraživanja**, formiranje početnih cijena dionica prilikom izdavanja putem IPO-a kao i njihovo daljnje kretanje te utjecaj koji takvo kretanje, bilo rastom ili padom, ima na bogatstvo vlasnika dionica, poduzeća te na rejting poduzeća i svih sudionika koji su sudjelovali u procesu IPO-a. **IPO - inicijalna javna ponuda dionica**, što je tema ovog rada, je **vanjsko financiranje** putem izdavanja vrijednosnih papira. Provodi se kada su izražene potrebe za većim količinama kapitala s ciljem razvoja poduzeća. Odvija se na **tržištima kapitala**, a poduzeće se tada reformira iz privatno držanog u javno držano.

Predmet empirijskog istraživanja su dvije tvrtke vodećih društvenih mreža Facebook i Twitter koje su se odlučile na financiranje putem IPO-a. Analizirat će se proces uvrštavanja te izbor početnih cijena dionica i kretanje cijena od uvrštavanja do određenog datuma kao i izbor tržišta na koje se uvrštavaju dionice pojedine tvrtke.

Ciljevi rada su istražiti i analizirati financiranje putem IPO-a stavljajući naglasak na formiranje početne cijene i reakciju tržišta na formiranu cijenu, utvrditi prednosti IPO-a za poduzeće i vlasnike dionica te dobivene teorijske rezultate primijeniti u analizi IPO-a Facebook-a i Twitter-a.

Metode rada[1] korištene u teoretskom dijelu su metoda deskripcije, induktivna metoda, deduktivna metoda, komparativna metoda, metoda dokazivanja, metoda opovrgavanja i metoda kompilacije.

U empirijskom i teoretskom dijelu rada uz osnovnu literaturu dodatno će se koristit podaci s internetskih stranica vodećih svjetskih burzi.

Doprinos ovog rada se ogleda u tome što omogućuje usporedni uvid u formiranje previsoke ili preniske početne cijene prilikom IPO-a te utjecaj koji takva formacija cijena ima na kompaniju, investitore i posrednike. U tu svrhu koristit će se empirijski podaci Facebook-a i Twitter-a.

[1] Zelenika, R. (2000.): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela, Sveučilište u Rijeci, Rijeka, str. 323.-340.

Sadržajno ovaj rad je koncipiran na način da se sastoji od uvodnog dijela, teoretskog dijela te empirijskog dijela koji je podijeljen u tri dijela te zaključka. U uvodnog dijelu opisani su problem istraživanja, predmeti istraživanja te cilj i doprinos. U teoretskom dijelu opisan je način financiranja emisijom vrijednosnih papira, regulatorna tijela i posrednici pri emisiji, metode emisija te prednosti financiranja emisijom vrijednosnih papira. Poseban naglasak stavlja se na IPO i sam postupak IPO-a. Empirijski dio koji se sastoji od tri dijela počinje sa trećim poglavljem koje se odnosi na analizu Facebook-a slijedi četvrto poglavlje sa analizom Twitter-a te peto sa usporednom analizom ove dvije kompanije. Naposljetku slijedi zaključak.

2. FINANCIRANJE EMISIJOM VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Financiranje emisijom vrijednosnih papira koriste razvijena dobrostojeća poduzeća pošto su emisije složeni i skupi procesi. Ukoliko se ulaže u razvoj te su stoga potrebne i veće količine sredstava uzima se u obzir mogućnost pribavljanja istih kao i naknade. Zbog toga se velike korporacije često odlučuju na izdavanje vrijednosnih papira putem IPO-a na tržištima kapitala gdje postoji velika vjerojatnost pribavljanja potrebnog kapitala.

Pod vrijednosne papire izdane putem IPO-a podrazumijevaju se instrumenti poslovanja dioničkih društava i drugih pravnih osoba tj. dionice - securities.[2] Dionice predstavljaju garanciju da će se investitoru sredstva koja je investirao vratiti i platiti određeni prinos te da će ostvariti određena prava na stečeni vlasnički udio u poduzeću ostvaren kupovinom tih dionica.

Osnovna podjela tržišta na kojima se emitiraju dionice odnosi se na primarna i sekundarna tržišta. Na primarnim ili emisijskim tržištima poduzeća dolaze do novčanih sredstava koja su potrebna za kupovinu dugotrajne imovine tj. ulaganja u razvoj i financiranja potreba radnog kapitala emisijom vrijednosnih papira koja je tržišno i zakonski regulirana. Sekundarna tržišta nisu direktno vezana za financiranje poduzeća ali su veoma bitna jer pružaju mobilnost investicija u vrijednosne papire tj. likvidnost prilikom trgovine već izdanim vrijednosnim papirima te na taj način određuju vrijednost poduzeća djelovanjem ponude i potražnje tj. određuju cijenu vrijednosnice poduzeća. Na visinu tržišne cijene utječu poslovni rezultati dioničkih društava i buduća očekivanja koja proizlaze iz poslovanja istih kao i cijena kapitala. Također omogućuju investitorima da u kratkom roku unovče vrijednosne papire te zbog toga budu skloniji ulaganju u iste. U tom kontekstu primarna i sekundarna tržišta tvore jednu cjelinu.

[2] Orsag S., (2011.): Vrijednosni papiri: Investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo, str. 249.

2.1. Regulacija i posrednici na tržištima

Regulacija na financijskim tržištima sprovodi se zbog stabilnosti tržišta i zaštite sudionika na tržištima posredstvom regulatornih tijela. Primarna zadaća regulatora je zaštita kupaca od raznih malverzacija na tržištu kapitala, osobito malih investitora. Uz zaštitu potrošača obavlja se i regulacija ključnih profesija te samih investitora. Ključne profesije unutar industrije su brokeri i investicijski savjetnici. Oni su primorani osigurati licencu kako bi obavljali svoje usluge.

Kako bi vrijednosni papiri kotirali na organiziranim burzama moraju se registrirati kod nadležnog organa, npr. SEC u SAD-u, mora se izraditi emisijski prospekt kojeg to nadležno tijelo i tržište moraju odobriti te zadovoljiti uvjete koje propisuje burza tj. organizirano tržište na kojem žele kotirat. Registracija i ispunjavanje uvjeta povećavaju troškove emisije međutim kotiranje na burzama podiže rejting emitenta i privlači investitore.

Isto tako treba naglasiti da se na sekundarnim tržištima pojavljuju dionička društva i kao investitori u cilju preuzimanja drugih i pripajanja s drugim društvima te oblikuju tržišta korporacijske kontrole. Dionička društva preuzimaju i pojedinci odnosno društva s namjerom da različitim kombinacijama s takvim društvima ostvare profit, a radi se o takozvanim „razbojnicima društava – company riders“. I zbog prethodno navedenog se javlja potreba za regulacijom.[3]

Dominantni posrednici u procesu emisije su investicijski bankari. Oni su također i trgovci na veliko. Otkupljuju vrijednosne papire na primarnom tržištu od emitenta i plasiraju ih definitivnim investitorima ili posreduju pri emisiji. Suvremeno investicijsko bankarstvo poznaje pojavu internetskog investicijskog bankarstva[4].

Investicijski bankari stoga obavljaju tri osnovne funkcije prilikom emisije vrijednosnih papira na tržištu kapitala[5]:

1. savjetodavna
2. distributivna
3. funkcija potpisnika – underwriting.

[3]Orsag S., (2011.): op.cit., str. 12.
[4]Bodie K. M., (2006.): Počela ulaganja, MATE, Zagreb, str. 66.
[5]Orsag S., (2011.): op.cit., str. 74.

Savjetodavna funkcija je rezultat specijalizacije investicijskih bankara pri oblikovanju i pripremi emisije vrijednosnih papira kao i samom provođenju. Investicijski bankari sudjeluju u izradi studija, analiza i drugih kalkulacija kako bi se procijenila oportunost emitenta, cijena i vrste vrijednosnih papira koji bi najbolje odgovarali postojećoj situaciji. Također obavljaju savjetodavne usluge pripajanja, spajanja, akvizicije, fuzije i drugih poslovnih kombinacija. Između ostalog obavljaju kontinuiranu uslugu savjetovanja nakon emisije vrijednosnica zbog dugoročnog uvećanja ili održavanja njihove vrijednosti.

Distribuciju vrijednosnih papira investicijski bankari obavljaju putem distribucijske mreže filijala i dilera koji svojevrsnim automatizmom kroz ugovorene aranžmane prihvaćaju dio emitiranih vrijednosnih papira. Razgranatost distribucijske mreže je preduvjet uspješnosti emisije vrijednosnih papira. To je jedan od razloga zbog kojeg se ponekad investicijski bankari udružuju u sindikat.

Potpisivanje emisije znači da bankar preuzima rizik emisije. On jamči otkup po ugovornoj cijeni te vrši daljnju distribuciju cjelokupnoj javnosti. Ugovorna cijena je niža od one po kojoj investicijski bankari ustupaju vrijednosne papire dilerima. Dileri vrše daljnju prodaju opet po višim cijenama od one po kojoj su ih otkupili. Za rizičnije vrijednosne papire investicijski bankari se opredjeljuju samo za posredničku uslugu distribucije uz naknadu.

2.2. Metode emisija vrijednosnih papira

Prilikom emisije novih vrijednosnica tj. IPO-a kompanije se uglavnom odlučuju za metodu dogovorene kupnje koristeći usluge investicijskog bankara tj. neizravnu emisiju međutim ovisno o statusu kompanije te interesima emitenta i posrednika mogu se ugovoriti različiti oblici emisije sukladno pojedinačnim interesima. Stoga će se u nastavku navest neke osnovne podjele emisije vrijednosnica.

Metode emisije sa stajališta plasmana vrijednosnih papira krajnjim kupcima dijele se na dvije osnovne eksterne metode financiranja kojima se može pridružit interna.

Mogu se razlikovati:[6]

- izravna (direktna) – odvija se bez usluga specijaliziranih posrednika
- neizravna (indirektna) emisija vrijednosnih papira – koristeći posredništvo
- interna emisija - internom emisijom dionice se izdaju po osnovi raspodjele poslovnog rezultata i ne povećava se imovina tvrtke.

Prednosti eksterne emisije posredstvom investicijske banke su povjerenje ulagača u banke te njihovo poznavanje financijskog tržišta i sposobnost financijskih analiza. Između ostalog imaju iskustvo sa prodajom vrijednosnica investitorima te raspolažu s razrađenim i uhodanim sustavima prodaje. Također posjeduju sredstva koja često angažiraju u financiranju emisija vrijednosnica te uspješnije predviđaju stanja na tržištima.

Eksterna emisija vrijednosnih papira se najčešće dijeli na privatnu i javnu tj. na ograničenu i otvorenu. Privatna emisija vrijednosnih papira ograničena je na unaprijed definiran broj investitora, dok se kod javne poziva cjelokupna investicijska javnost na kupnju emitiranih vrijednosnica. Ograničenom emisijom se teži smanjenju troškova emisije i osiguranju interesa postojećih vlasnika, poduzetnika i drugih potencijalnih investitora sa stajališta kontrole poduzeća kao i sa stajališta cijene koju treba platiti za ulog u vlasničku glavnicu poduzeća. U slučaju otvorene emisije koriste se u pravilu usluge investicijskih bankara od samog savjetovanja pri oblikovanju emisije, preko preuzimanja rizika emisije i distribucije emitiranih vrijednosnih papira. U nekim slučajevima se privatna i javna emisija isprepliću i nadopunjuju.

[6] Orsag S., (2011.): op.cit., str. 360.

Sa stajališta posredništva i distribucije razlikuju se emisije:[7]

a) privatni plasman
b) ograničeni javni plasman
c) uvođenje – IPO
d) emisija s prospektom
e) dogovorna kupnja
f) kupnja nadmetanjem
g) komisija.

a) Privatni plasman ili direktni plasman vrijednosnica odvija se prodajom emisije jednom ili nekolicini investitora kao što su investicijski fondovi, osiguravajuće kompanije i mirovinski fondovi. Osnovna prednost ove metode je brzina jer nije potrebna prijava regulatoru, a i niži su flotacijski troškovi jer se ne angažira supotpisnik. Pogodna je kod osnivanja novih društava i kod interne emisije. Nedostatak ove metode emisije je što poduzeće snosi veći rizik neuspjeha emisije jer ne koristi savjete investicijskog bankara kao i nižu likvidnost te veći rizik investitorima. Također mogući su i naknadni troškovi uvrštavanja na burzu. Zbog većeg rizika investitori traže i veći povrat. Ova metoda je moguća kod različitih vrijednosnica ali se najviše koristi kod emisije dugovnih instrumenata.

b) Ograničeni javni plasman koristi se kada postoji rizik da investitori neće prihvatiti emisiju u cijelosti. Emisija se usmjerava na definirane grupe investitora, a vrijednosni papiri koje oni nisu prihvatili prodaju se javnosti na tržištu kapitala. Ova metoda koristi se kada emitent ima informaciju da postoje određeni investitori koji bi kupili vrijednosne papire te kada ne želi mijenjati odnose vlasničke strukture. Investicijski bankar može obavljati samo poslove distribucije nepreuzete emisije ili se s njim može sklopiti tzv. stand-by aranžman prema kojem investicijski bankar otkupljuje vrijednosne papire koji nisu prihvatili investitori.

Tržišna cijena vrijednosnih papira je najčešće viša od one koja je garantirana upisom. Zbog toga su investitori u ograničenom javnom plasmanu privilegirani s obzirom na cijenu vrijednosnih papira te se takva metoda emisije naziva i privilegirana pretplata. Kod ograničenog javnog plasmana troškovi emisije variraju ovisno o odnosu emitenta i investicijskog bankara te u ovisnosti od načina uplate upisanih iznosa.

[7] Orsag S., (2011.): op.cit., str. 361.

c) Uvođenje predstavlja metodu kojom se već izdani vrijednosni papiri uvrštavaju na burze i OTC tržišta nakon njihovog izvršenog privatnog plasmana. Tada privatno emitirane vrijednosnice postaju javne. Provodi se prema strogo reguliranim pravilima regulatora neke zemlje, uvjetima pojedinačnih sekundarnih tržišta kapitala te zahtjeva objavljivanje poslovnih rezultata. Iz tog razloga uzrokuje niz troškova među kojima su troškovi sastavljanja financijskih izvještaja i njihove revizije kao i troškovi listanja tečajeva vrijednosnih papira na sekundarnim tržištima.

Uz uvrštavanje već izdanih dionica poduzeće može u svrhu pribavljanja svježeg kapitala emitirat i nove dionice koje predstavljaju prvu javnu ponudu dionica tj. IPO. Označava postupak prvog izlaska dionica na tržište kapitala kada se dionice mogu prodavati javno cjelokupnoj zainteresiranoj javnosti

Iz prethodno navedenog je vidljivo da je uvođenje sprega između privatne, prethodno obavljene i prve javne emisije novih dionica kada se ove dvije metode nadopunjuju.

d) Emisija s prospektom je vrsta indirektne, javne emisije vrijednosnih papira. Prospekt je legalni dokument koji se mora dati svakom investitoru koji namjerava kupiti vrijednosni papir i sadrži sve relevantne podatke o emitentu vrijednosnih papira kao i detalje o vrijednosnim papirima koje društvo nudi te o namjeni sredstava koja se namjeravaju pribaviti i efikasnosti njihova ulaganja. Minimalni sadržaj prospekta propisuju zakon i regulatorna tijela, a konačni sadržaj ovisi o zahtjevima burze ili drugog tržišta. Prospektom se poziva cjelokupnu javnost na financijskom tržištu na kupnju još neemitiranih vrijednosnih papira po utvrđenoj cijeni. Na temelju takvog poziva potencijalni kupci upisuju vrijednosne papire koje će kupiti uplatom novčane protuvrijednosti u utvrđenom roku u cijelosti, odnosno u ratama.

Emisija s prospektom zahtjeva znatne troškove organiziranja, provođenja i promocije kao i troškove financijskog posredovanja investicijskog bankara i preuzimanja rizika. Koristi se kod velikih emisija poduzeća poznatih tvrtki te zahtijeva osiguranje brojnih mjesta za upise i uplate iznosa.

e) Dogovorena kupnja, kao što sam naziv sugerira, je dogovorena kupnja između emitenta i investicijskog bankara. Pregovara se o emisiji, a kraj pregovora označava dogovorom o cijeni vrijednosnice koju će platiti investicijski bankar i njegov potpisnički sindikat. Bankar preuzima cijeli rizik emisije, a ova metoda je najčešća i najpopularnija emisija privatnog sektora i predstavlja jednu od osnovnih metoda provođenja izlaska u javnost. Stoga se ova metoda najčešće koristi kod IPO-a. U slučaju da ne dođe do dogovora oko cijene za IPO tada investicijski bankar može pomoći u sljedećoj fazi ispunjavanja potrebnih dokumenata.

f) Kod ponude nadmetanjem emitent nudi cjelokupnu emisiju na temelju kupnje nadmetanjem investicijskom bankaru koji ponudi najbolju cijenu. Razlika između dogovorene kupnje i kupnje nadmetanjem je u načinu izbora investicijskog bankara. Bankar se ovdje ne javlja u savjetodavnoj ulozi. Grupa investicijskih bankara se natječu za pravo kupnje procesom emisije na licitaciji koju je emitirajuća tvrtka inicirala tenderom, a investicijski bankar je izabran na aukciji. Kupnja nadmetanjem rezervirana je isključivo za državne obveznice kao i za velike poznate tvrtke zbog visokog rizika za bankare.

g) Komisija je metoda u kojoj se investicijski bankar pojavljuje kao posrednik, a ne u ulozi sponzora ili nositelja emisije. Njegova uloga je da obavlja posredničke poslove oko emisije pa ne preuzima rizik emisije te neprodane vrijednosne papire vraća emitentu. Za usluge savjetnika i posrednika dobiva proviziju koja može biti fiksna naknada kada posrednik nije motiviran za postizanje veće cijene ili postotak koji ovisi o količini prodanih vrijednosnica. Komisija se primjenjuje najčešće kod poduzeća koja nisu dovoljna poznata ili dovoljno velika da bi investicijski bankar preuzeo rizik emisije. Ovu emisiju karakteriziraju niski troškovi.

2.3. Prednosti i mane IPO-a

Prilikom financiranja poduzeća u obzir se uzima horizontalna struktura koja se odnosi na ročnu strukturu te vertikalna koja se odnosi na pitanje vlasničke strukture. U obzir se uzimaju i troškovi naknada koje se plaćaju posrednicima kao i izbor instrumenta financiranja. Svaki način financiranja sadrži dobre i loše karakteristike na koje treba obratiti pozornost, a u nastavku će se navest prednosti i nedostaci financiranja emisijom vrijednosnih papira. [8]

Prednosti:

- mogućnost pribavljanja potrebnog kapitala
- mobilnost strukture kapitala
- lakoća izvođenja raznih poslovnih kombinacija.

Nedostaci:

- troškovi emisije
- rizik tržišne ovisnosti kapitala poduzeća.

Izravna naspram neizravnoj emisiji vrijednosnica

Prednosti:

- manji troškovi emisije.

Nedostaci:

- ograničena je na uži broj potencijalnih kupaca
- otpada indirektna funkcija zaštite financijskim posredništvom.

[8] Orsag S., (2011.): op.cit., str. 249.

2.4. IPO – postupak emisije

Pri izdavanju vrijednosnih papira kompanije se uglavnom obraćaju investicijskim bankarima da im pomognu pri izdavanju i naknadnoj prodaji tih vrijednosnica. Investicijski bankar može biti i upisnik izdanja kada otkupljuje cijelo izdanje po unaprijed dogovorenoj cijeni i zatim ga prodaje na tržištu što uključuje cijeli niz usluga.[9]

Pružanje savjeta jedna je od značajnih usluga investicijskih bankara zbog toga što je to njihovo osnovno zanimanje tj. posluju na tom tržištu i imaju sve potrebne informacije s kojima emitenti nisu upoznati. Tu se može izdvojiti savjet odabira vrijednosnice, tempiranja prodaje te odabira cijene po kojoj bi se trebao prodavat vrijednosni papir. U slučaju odabira cijene interesi investicijskih bankara i emitenta se razlikuju. Investicijski bankar ne želi precijenit dionicu zbog obveze preuzimanja cjelokupne emisije te njene daljnje preprodaje po nešto većoj cijeni. Tada postoji mogućnost da zbog precijenjenosti ne uspije sve preprodat te ostvari gubitak. Određivanje cijena nije teško ako na tržištu već postoji neko izdanje emitenta – eng. seasoned issues, međutim pri izdavanju novih dionica i IPO-a puno je teže odrediti cijenu.[10]

Ako se emitent i investicijski bankar ne mogu dogovorit oko cijene tada investicijski bankar može pomoći u sljedećoj fazi predaje potrebne dokumentacije nadležnim organima tj. SEC-u u SAD-u. Za emitente kod iznosa većih od 1.5 milijuna USD u godinu dana i dospijeća od 270 dana SEC-u moraju podnijet registracijsku izjavu koja sadrži podatke o financijskom stanju tvrtke, upravi, konkurenciji na tržištu, grani industrije u kojoj se posluje te iskustva. Također tvrtka mora objasniti namjenu prikupljenih sredstava te izloženost riziku. Nakon predaje emitent mora čekati 20 dana i ako SEC u tom periodu ne objavi prigovore može se početi trgovati. Odobrenje ne znači da SEC preporučuje ili jamči za vrijednosne papire već samo da su svi podaci uključeni u registracijsku izjavu. Netočni navodi u registracijskoj izjavi izlažu emitenta mogućim sudskim sporovima u slučaju da tvrtka pretrpi gubitke.

[9] Mishkin S.F., Eakins G.S. (2005.): Financijska tržišta + institucije, MATE, Zagreb, str. 569.
[10] Mishkin S.F., Eakins G.S. (2005.): op.cit., str. 570.

Prospekt je jedan dio registracijske izjave koji se daje na uvid ulagačima, a kojeg sukladno zakonu ulagači moraju dobit prije nego što mogu uložit novac u vrijednosnice. Za vrijeme trajanja postupka registracije investicijski bankar može obavljati druge poslove. [11]

Pri izdavanju dionica investicijski bankari mogu dogovarati pojavljivanje vrijednosnica na jednoj od burzi.

Upis izdanja vrši se nakon što je obavljena sva papirologija vezana za registraciju. Na unaprijed dogovoreni datum emitent će po unaprijed dogovorenoj cijeni prodati cjelokupno izdanje investicijskom bankaru koje on potom distribuira javnosti po višoj cijeni. Prihvaćanjem upisa izdanja investicijski bankar javnosti potvrđuje kvalitetu tog izdanja. Investicijska banka u tom procesu preuzima rizik, a jedan od načina smanjenja rizika je osnivanje sindikata. Sindikat je grupa investicijskih bankara od kojih svaki otkupljuje dio izdanja i odgovorna je za preprodaju svog dijela.

Investicijske banke reklamiraju buduće ponude u dnevnom listu Wall Street Journal koji se zbog svog oblika nazivaju nadgrobni spomenici – tombstones.

Što investicijske banke duže drže vrijednosnice to je moguća veća vjerojatnost gubitka stoga ih reklamiraju i prije nego što preuzmu vlasništvo. Kontaktiraju se distribucijski kanali i provjerava zainteresiranost investitora. Cilj je ostvariti **potpuni upis** što znači da su vrijednosnice rezervirane prije datuma izdanja. Može se dogoditi da izdanje **nije u potpunosti upisano** što znači da nema dovoljno zainteresiranih investitora ili da je **prevelik upis** kada postoji potražnja veća od ponude vrijednosnica. I jedan i drugi slučaj osim potpunog upisa su neuspjeh.

Naime iako prevelik upis zvuči pozitivno on se može odrazit kao povećana potražnja pošto su vrijednosnice podcijenjene. U tom slučaju emitent može smatrati da je investicijski bankar krivo procijenio cijenu izdavanja dionice što se na kraju negativno odražava na imidž investicijskog bankara i moguć gubitak klijenata.

U slučaju nepotpunog upisa investicijska banka možda bude primorana spustit cijenu ispod one koju je platila za vrijednosnice kako bi prodala ostatak te tada može pretrpjeti značajne gubitke.

[11] Mishkin S.F., Eakins G.S. (2005.): op.cit., str. 570.

2.4.1. Odabir investicijskog bankara i proces emisije

Proces emisije prolazi kroz više faza od kojih je prva odabir investicijskog bankara. Različiti investicijski bankari imaju različitu reputaciju utemeljenu na svojim poslovnim rezultatima i distribucijskoj mreži dilera. Reputacija investicijskog bankara može doprinijeti imidžu vrijednosnice tj. kompanije. Stoga odabir investicijskog bankara predstavlja bitnu stavku procesa emisije.

Može se izdvojit 10 najvećih svjetskih investicijskih bankara.[12]

1. Goldman Sachs (GS)
2. JP Morgan Chase (JPM)
3. Barclays (BCS)
4. Bank of America Merrill Lynch (BofA-ML)
5. Morgan Stanley (MS)
6. Deutsche Bank (DB)
7. Citigroup
8. Credit Suisse (DHY)
9. UBS
10. HSBC

Nakon izbora investicijskog bankara počinju pregovori oko iznosa kapitala koji se želi pribaviti emisijom. Pri tome se obavlja analiza financijske situacije emitenta i tržišta. Rezultat je predugovor u kojem se navodi aproksimativna cijena koju će investicijski bankar platiti za emisiju vrijednosnih papira kao i najniža cijena kojom se investicijski bankar osigurava od rizika pada vrijednosnih papira tvrtke.

Nakon sklapanja predugovora o emisiji investicijski bankar formira sindikat investicijskih bankara, ili konzorcij emisije, u kojem on posluje kao vodeći investicijski bankar. Sindikat se osniva zato jer pojedini investicijski bankari ne raspolažu dovoljnim sredstvima za otkup emisije, zbog smanjenja rizika i zbog distribucije vrijednosnih papira budući da svaki bankar kontaktira sa svojim dilerima s kojima ima neformalne aranžmane oko preuzimanja dijela emisije.

[12] Investopedia, [Internet], raspoloživo na: http://www.investopedia.com/articles/investing/111114/worlds-top-10-investment-banks.asp [29.06.2015.]

Tada se formaliziraju odnosi sklapanjem ugovora. Jedan između sindikata i emitenta i drugi između članova sindikata. Prvim se definira visina emisijske svote, vrsta i broj naslova, uvjeti rokova otplate, emisijski i prodajni tečaj, način i rokovi plasiranja, naknada za usluge sindikata itd., a drugim se definira svrha osnivanja sindikata, članovi sindikata, njihove obveze i prava, sudioništvo svakog člana, imenovanje voditelja i rok trajanja. Svi članovi sindikata imaju jednako pravo glasa i važi načelo jednoglasnosti.[13]

Tipovi sindikata mogu biti različiti s potpisničkog i distribucijskog aspekta:[14]

- Sindikat za plasiranje kada se koristi metoda komisije te sindikat vrši posredničke poslove smještanja vrijednosnih papira kod investitora za račun emitenta. Članovi angažiraju svoje prodajne organizacije i tako pridonose svojim poslovnim ugledom. Zarađuju na proviziji i ne odgovaraju za neprodane vrijednosnice.
- Sindikat jamstva ili garancije karakterizira preuzimanje obveze upisivanja i zadržava vrijednosnice koje nisu prodane. Svaki član sindikata ima obvezu zadržati vrijednosnice koje nije prodao ili primiti dio od ukupno neplasiranih vrijednosnica razmjerno svome udjelu u sindikatu. Članovi naplaćuju proviziju razmjerno udjelu.
- Sindikat za preuzimanje vrijednosnica koristi metodu dogovorne kupnje po fiksnom tečaju te preuzimaju rizik plasiranja i likvidnosti. Zarada je razlika u cijeni.
- Kombinirani sindikat je kombinacija sindikata preuzimanja i plasiranja kada banke plaćaju preuzete vrijednosnice nakon prodaje te tako umanjuju rizik likvidnosti.
- Sindikat opcije preuzima dio vrijednosnica uz dobivanje prava naknadnog preuzimanja preostalog dijela.

Nakon što se formirao potpisnički sindikat vodeći investicijski bankar registrira vrijednosne papire koji će se emitirati te se formira grupa prodavatelja specijalista za trgovinu vrijednosnim papirima - dileri. Kada se osnuje grupa prodavatelja održava se konačni sastanak s emitirajućom tvrtkom na kojem se utvrđuje konačna cijena koju će sindikat platiti emitentu ukoliko je dogovorena emisija. Na ovaj način tvrtka dobije potreban kapital, a rizik emisije preuzima investicijski bankar odnosno sindikat.

Nakon dogovora papiri su spremni za distribuciju. Kada se rasproda emisija raspušta se sindikat i emisija je završena.

[13] Pojatina D., (2000.): Tržište kapitala, EFST, Split, str. 80.
[14] Pojatina D., (2000.): op.cit., str. 80.

2.4.2. Plasiranje dionica i formiranje cijene dionica

Formiranje cijene za mlade rastuće kompanije je komplicirano, a uočene su i pojavljuju se tri anomalije pri IPO-u: kratkoročno podcjenjivanje, ciklusi u volumenu i opsegu podcijenjenosti te dugoročni gubitak na cijeni.[15]

Ponudbena preniska cijena kao i ciklusi relativno različitih podcjenjivanja su se pokazali kao učestala pojava prilikom IPO-a što će detaljnije biti obrađeno u poglavlju 2.4.2.1. naziva „Ponudbena cijena preniska".

Dugoročni gubitak na cijeni dionice se u većoj mjeri odražava na manje kompanije dok veće razvijenije kompanije sa prihodima od 1 milijardu i više USD imaju pozitivan prosječan trogodišnji rast cijene dionice kao što je prikazano u tablici 1. Tržišno prilagođeni postotak (Market-adjusted) koristi CRSP-index[16], a stilno prilagođeni (Style-adjusted) tržišnu kapitalizaciju i knjigovodstveno-tržišni omjer (book-to-market ratio[17]).

Tablica 1: Prosječan trogodišnji povrat na IPO

Prodaja u $ 2014.	Broj IPO-a	Prosječan povrat 1. dana	Prosječan trogodišnji povrat - kupi i drži		
			IPO-i	Tržišno prilagođen	Stilski prilagođen
Do 1 milijarde	7204	18,6%	20,9%	-20,5%	-8,1%
Više od 1 milijarde	492	8,2%	42,6%	8,9%	10,2%
1980-2012	7696	7,9%	22,3%	-18,7%	-6,9%

Izvor: Ritter R Jay (2014): Initial Public Offerings: Updated Statistics on Long-run Performance, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/04/IPOs2013Longrun.pdf [12.07.2015.]

[15] Ibbotson R.G., Sindelar.J.L., Ritter J.R.(1994.): The Markets Problems With The Pricing OfInitial Public Offerings, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/04/TheMarketsProblemsWithThePricingOfInitialPublicOfferings.pdf [05.07.2015.]

[16] CRSP, [Internet], raspoloživo na: http://www.crsp.com/products/research-products/crsp-historical-indexes [12.07.2015.]

[17] Investopedia, [Internet], raspoloživo na: http://www.investopedia.com/terms/b/booktomarketratio.asp [12.07.2015.]

Za formiranje cijene investicijski bankar koristi razne analize. Koristi se analiza financijskih pokazatelja društva, procjena očekivanih dobiti i očekivanih novčanih tokova dioničkog društva te svođenje na sadašnju vrijednost odnosno DDM, P/E i sl. modeli.[18] Utvrđuje se trošak kapitala društva te se na taj način utvrđuje ekonomska vrijednost dioničkog društva kroz sadašnju vrijednost očekivanih novčanih tokova od njegovog poslovanja. Tako određena cijena uspoređuje se s cijenama dionica društava iz istih industrija i analizira se industrija u kojoj društvo posluje. Potom se uključuje i anticipirana potražnja kao jedan od najznačajnijih faktora određivanja cijene. Zbog toga investicijski bankari nastoje stvoriti tržište za takve nove dionice u procesu njihove distribucije i na sekundarnim tržištima.

Plasiranju dionica prilazi se pomoću dvije tehnike ponude cijena:[19]

I. ponuda po fiksnoj cijeni
II. ponuda aukcijom – na tenderu.

I. Ponuda po fiksnoj cijeni se odvija kroz dvije tehnike. Direktnom prodajom javnosti putem najave ili indirektan put dodjeljivanjem vrijednosnica posredniku koji organizira emisiju te onda prodaje javnosti. Cilj je odrediti cijenu takvu da poduzeće dobije najbolje uvjete, a da dionice budu zanimljive investitorima. Uglavnom se događalo da se u ponudi za prodaju određivala preniska cijena tj. da je dionica podcijenjena, a posljedica toga je da ima previše upisnika. S druge strane može se dogoditi da bude precijenjena pa nedostaje dovoljno upisnika. Stoga u ovoj emisiji sudjeluju institucionalni investitori koji rade za proviziju, a zbog njihovog sudjelovanja aktivniji je proces prodaje dionica. Drugi način prodaje uz fiksnu cijenu je prodaja dionica preko posrednika pa onda javnosti, a odvija se na način da sve dionice kupe posrednici pa prodaju dionice javnosti po višoj cijeni te zarađuju. Također u slučaju da postojeći dioničari žele prodati svoje dionice, to se može obaviti na način da posrednici kupe te dionice i nude ih javnosti u isto vrijeme s novim dionice.

[18] Bodie K. M., (2006.): op.cit., str. 429.
[19] Orsag S., (2011.): op.cit., str. 368.

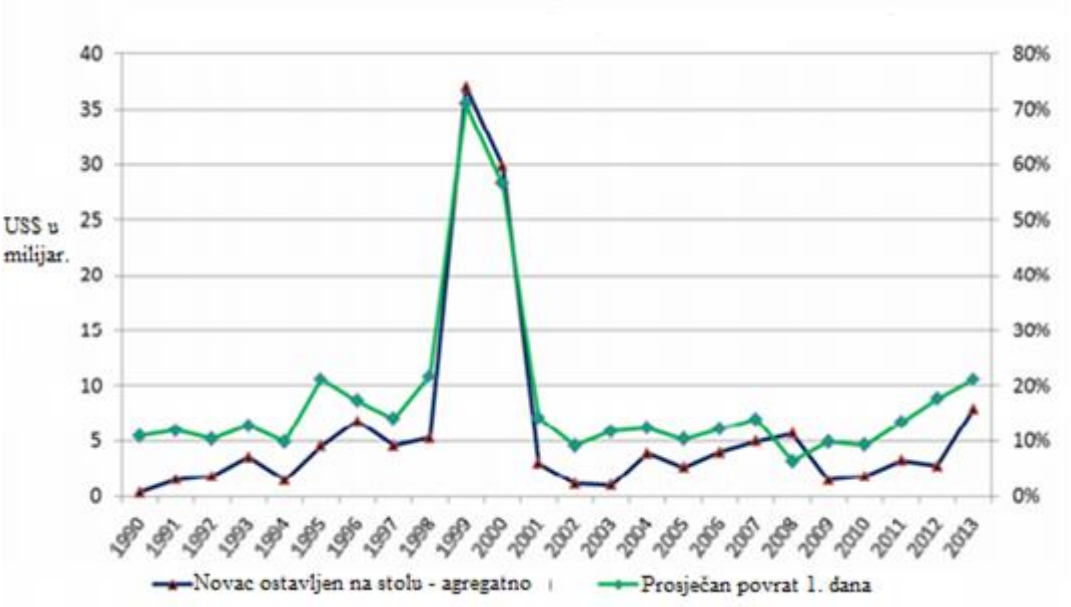
II. Ponuda na tenderu se razlikuje od ponude po fiksnoj cijeni u mehanizmu određivanja cijene. Ako broker podcijeni potražnju može doći do previše upisnika i kada počne prodaja na sekundarnom tržištu cijena dionice će porasti. Zbog te činjenice poduzeće će zaraditi manje nego što mu treba, dok će kupac dionice ostvariti kapitalni dobitak. Investitori često kupuju više dionica nego što su mislili zbog očekivane premije. Problem podcjenjivanja cijene dionice rješava postupak prodaje na tenderu. Postupak se odvija na način da broker određuje minimalnu cijenu dionica i poziva javnost da kupuju dionice po toj ili višoj cijeni. U početku se dionice prodaju po višoj cijeni, a nakon toga broker ih snižava sve dok se emisija ne rasproda. Cijena kupoprodaje postaje cijena po kojoj se rasprodaju sve dionice. Ako je rezultat jedna cijena kupoprodaje tada kada je emisija završena trgovina na sekundarnom tržištu nije problematična. Ponekad se investitorima koji su nudili višu cijenu nadoknadila razlika između cijene kupoprodaje i ponude koju su oni ponudili. Mogućnost nadoknade novca investitorima koji nude više od cijene kupoprodaje ukida opciju diskriminacije među dioničarima. Razlozi korištenja ove metode su bolje ispitivanje tržišne potražnje i smanjena mogućnost velikog podcjenjivanja.

2.4.2.1. Ponudbena cijena preniska - podcijenjena

Kao što je već navedeno preniska početna cijena za poduzeće emitenta znači da gubi potencijalni kapital koji bi priskrbilo većom cijenom. S druge strane omogućuje lakšu prodaju dionica umanjujući rizike, a ponekad investicijskim bankarima ovisno o načinu sudjelovanja u emisiji i dodatnu indirektnu zaradu.

Razlika između ponudbene cijene i zaključne cijene koju dionica postigne u prvom danu trgovanja naziva se prinos prvog dana -„first-day return“ pomnožen s brojem dionica naziva se „novac ostavljen na stolu – money left on the table“.[20]

Statistički gledano podcijenjena dionica odnosno preniska ponudbena cijena najveći prinos prvog dana je donosila u vrijeme internetskog balona (dot.com-boubble) 1999.-2000.god. Prosječni prinosi prvog dana su bili 65%. Prije tog razdoblja odnosno 1990.-1998.god. su bili 15% te u periodu nakon „ispuhivanja balona“ su se također spustili na 12%. Slika 1 grafički prikazuje usporedbu prinosa prvog dana i novca ostavljenog na stolu od 1990. – 2013. godine.

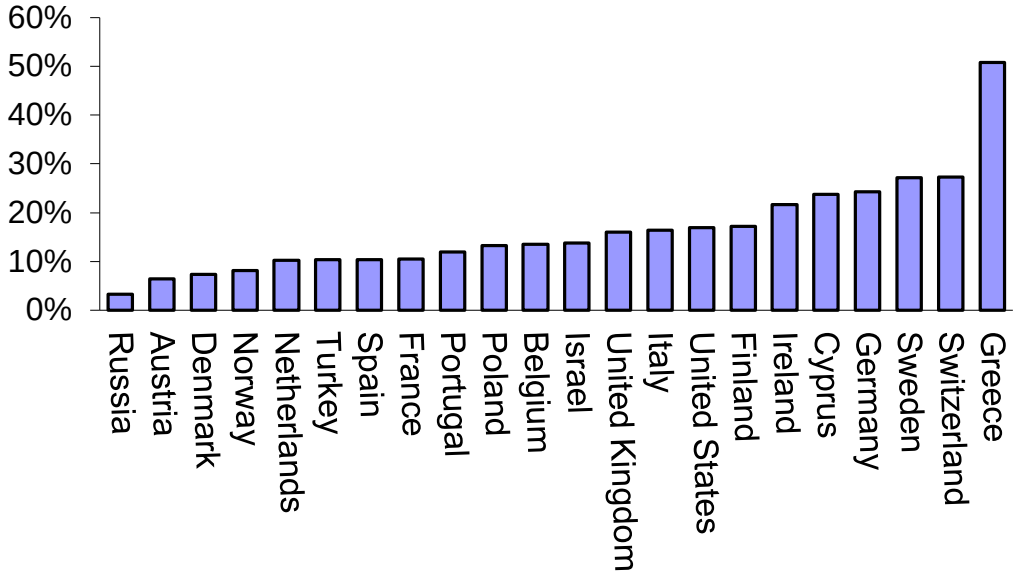


Slika 1. Prosječan prinos prvog dana i novac ostavljen na stolu (1990.-2013.)

Izvor: Ritter R Jay (2014.):Initial Public Offerings: Updated Statistics, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/04/IPOs2013Underpricing.pdf [12.07.2015.]

[20] Loughran T., Ritter J. (2004.): Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?, str.1., [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/06/Why-has-IPO-Underpricing-Changed-Over-Time.pdf [05.07.2015.]

Poduzeća većeg rizika su se pokazala kao ona čije se dionice više podcjenjuju prilikom IPO. Također jedan od razloga pojave podcijenjenosti može biti želja emitenta da izabere vodećeg investicijskog bankara pa izostavlja analizu investicijskih bankara koja prikazuje sklonost određenih investicijskih bankara podcjenjivanju dionica kod formiranja ponudbene cijene. Na taj način poduzeće štedi na izradama analize ali to plaća kroz manju početnu cijenu. Isto tako pojavljuje se oligopol među investicijskim bankarima na tržištu što im daje dodatnu moć pri određivanju i formiranju cijena. Između ostalog investicijski bankar prilikom formiranja anticipiranje potražnje tzv. bookbuilding-a može uočiti mogućnost zarade od strane emitenta i investitora pa ponuditi postavljanje niže cijene. U slučaju da su investitori oni koji namjeravaju kupiti i držati dionice investicijski bankari mogu alocirati dionice njima pa tako eliminiraju rizik gubitaka održavanjem cijene na sekundarnom tržištu kao i rizik mogućih sudskih postupaka ukoliko dođe do pada vrijednosti.[21]

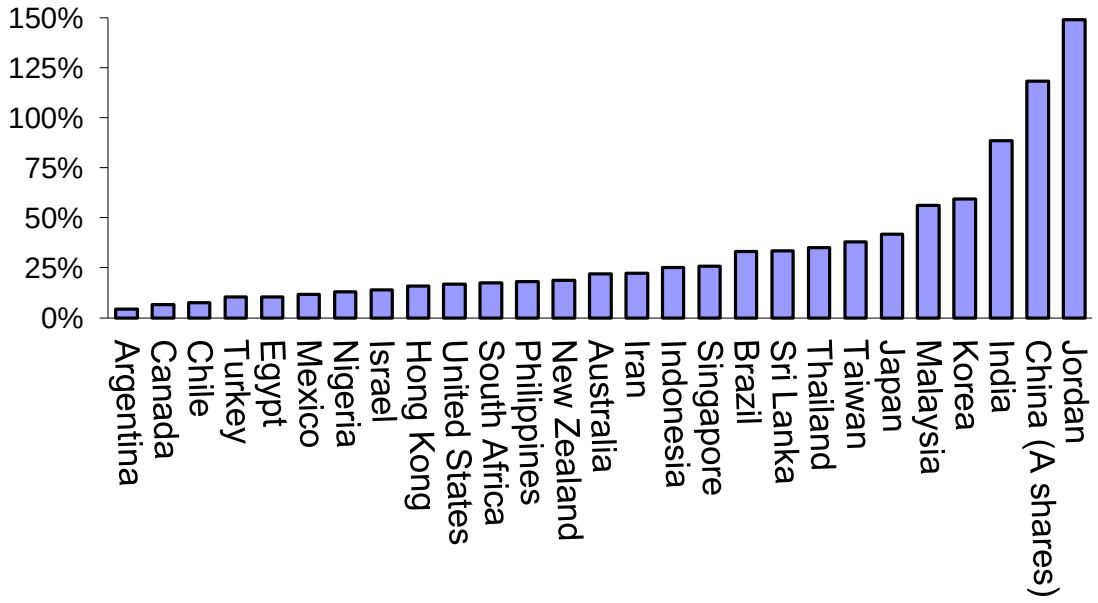


Slika 2. Prosječan prinos prvog dana IPO-a za (većinom) EU

Izvor: Ritter R Jay: International average first-day returns, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/06/IPOsInternationalUnderpricing.pptx [12.07.2015.]

[21] Loughran T., Ritter J. (2004.): Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?, str.8, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/06/Why-has-IPO-Underpricing-Changed-Over-Time.pdf [05.07.2015.]

Također postoji razlika podcjenjivanja dionice prilikom sastavljanja početne cijene ako se uzmu u obzir različita tržišta.[22] Tako npr. za EU prednjači Grčka sa najvišim prinosima koji iznose čak do 50.8 % te Austrija sa najnižim gdje iznose 6.4 % za 2014.godinu prikazano na slici 2. dok međunarodno prednjače Jordan i Kina sa najvišim te Kanada i Argentina sa najnižim prinosima prvog dana prikazano na slici 3.



Slika 3. Prosječan prinos prvog dana IPO-a za zemlje izvan EU

Izvor: Ritter R Jay: International average first-day returns, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/06/IPOsInternationalUnderpricing.pptx [12.07.2015.]

[22]Ritter R Jay: International average first-day returns, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/06/IPOsInternationalUnderpricing.pptx [12.07.2015]

2.4.2.2. Ponudbena cijena previsoka – precijenjena

Previsoka ponudbena cijena nije toliko učestala pojava kao preniska ponudbena cijena međutim investicijski bankari u selektiranim slučajevima mogu precijeniti dionicu.

Naime prethodne studije[23] su dokazale da su u slučajevima kada je zbog preniske ponudbene cijene moguće odustajanje emitenta, a povlačenje investitora u slučaju previsoke ponudbene cijene investicijski bankari ipak voljni ponuditi višu ponudbenu cijenu te tako precijeniti dionicu uz naknadno održavanje cijene tijekom prvog dana trgovine pa i do dvadesetog dana trgovine odnosno do kraja tihog perioda[24] kako bi spriječili povlačenje investitora.

Investicijski bankari to rade zbog tržišnog udjela koji im indirektno osigurava zaradu tj. nove poslovne prilike. Ponekad su spremni riskirat i gubitak zarade kao i gubitak kroz osiguravanje potpore cijeni nakon emitiranja, a sve zbog tržišnog udjela.

Između ostalog ukoliko se pokaže da odabir previsoke cijene ima pozitivan učinak na emisiju uz uspjelu potporu cijene nakon emisije podiže se rejting investicijskog bankara koji je ugovorio proces emisije i indirektno mu također osigurava zaradu kroz potencijalne nove IPO ugovore.

[23] Liu Z.(2012.): "Strategic Overpricing of Initial Public Offerings"(2012.): University of Western Ontario - Electronic Thesis and Dissertation Repository. Paper 509. , [Internet], raspoloživo na: http://ir.lib.uwo.ca/cgi/viewcontent.cgi?article=1677&context=etd [27.03.2015.]

[24] Investopedia, [Internet], raspoloživo na: http://www.investopedia.com/terms/q/quietperiod.asp [27.03.2015.]

3. ANALIZA IPO – FACEBOOK

U ovom poglavlju empirijski će se obradit kompanija Facebook počevši od osnovnih podataka o kompaniji, financijskim podacima i procesu IPO-a što uključuje i kretanja cijene dionice.

3.1. Podaci o kompaniji

Puni naziv kompanije je FACEBOOK INC, a nalazi se na adresi 1601 WILLOW ROAD, MENLO PARK, CA 94025. CEO kompanije je Mark Zuckerberg.

Povijesni razvoj tekao je na način da je 04.02.2004. godine Mark Zuckerberg sa suradnicima Dustinom Moskovitzem i Eduardom Saverinom na Sveučilištu Harward osnovao Facebook.[25] 01.09.2004. godine pokreće se Facebook Wall kao software za kompjuter koji daje ljudima mjesto da „postaju“ poruke svojim prijateljima, a koji tvori internacionalnu komunikacijsku platformu. Prvi milijun aktivnih korisnika dostiže 01.10.2004. godine da bi 31.03.2015.god. mjesečno dostigao broj od 1.44 milijarde mjesečno aktivnih korisnika te 936 milijuna dnevno aktivnih korisnika. Između ostalog u međuvremenu osnivaju se dana centri, news feed i mini feed prostori za oglašavanje na platformi te se pokreću radne grupe, chat opcije i dr. Kompanija je 31.03.2012. imala 3539 zaposlenika te 10.082 zaposlenika 31.03 2015.[26]

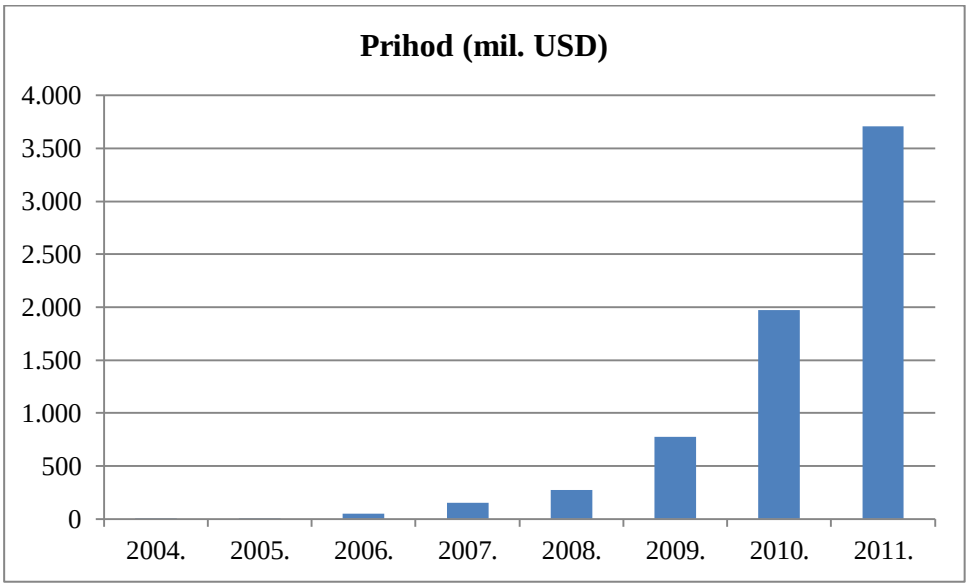
Misija same kompanije glasi: „Osnovan 2004., Facebook-u je misija dati ljudima moć da dijele te čine svijet otvorenijim i povezanijim. Ljudi koriste Facebook da ostanu povezani s prijateljima i obitelji, otkriju što se događa u svijetu, te podijele i izraze ono što je bitno za njih.“

[25] FACEBOOK, [Internet], raspoloživo na: https://newsroom.fb.com/company-info/ [13.07.2015.]
[26] NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/company/facebook-inc-673740-69138 [13.07.2015.]

3.2. Financijski podaci

Financijski podaci bazirat će se na razdoblje od 2004.god. do 2014.god. uzevši u obzira datum IPO-a od 18.05.2012.god. i zahtjeva za registraciju SEC-u od 01.02.2012.godine.

U prvoj godini poslovanja, 2004. godini osnutka, zabilježen je prihod od 382.000 USD da bi u drugoj narastao na 9 milijuna USD pa sve do 3.711 milijarde USD 2011. godine, kada se pokrenuo proces IPO-a, što je prikazano na grafu 1.[27] Slijed rasta prihoda prati uvođenje novih komercijalnih modela oglašavanja.



Graf 1. Prihod Facebook od 2004. – 2011.

Izvor: Autor prema: NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=7995138#D287954DS1_HTM_TOC287954_6, str 43. [13.07.2015.]

[27]NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=7995138#D287954DS1_HTM_TOC287954_6, str 43. [13.07.2015.]

Iz prethodno ilustriranih podataka može se uočiti da je kompanija dosegla značajne poslovne rezultate te da je za daljnji razvoj trebala pribavit veće količine kapitala. To potvrđuje tezu o financiranju putem IPO-a zbog mogućnosti pribavljanja većih količina kapitala glede daljnjeg razvoja poduzeća što je zorno prikazano u tablici 2. Naime rast poduzeća se očituje daljnjim rastom prihoda (Total Revenue) do 2014. godine kada iznosi 12.466 milijarde USD.

Tablica 2. Financijski podaci Facebook od 2011. – 2014.

Godišnji izvještaj dohotka(u 000$)				
Razdoblje:	**31.12.2014.**	**31.12.2013.**	**31.12.2012.**	**31.12.2011.**
Ukupan prihod	12.466.000	7.872.000	5.069.000	3.711.000
Rashod	2.153.000	1.875.000	1.364.000	860.000
Bruto dobitak	**10.313.000**	**5.997.000**	**3.725.000**	**2.851.000**
Operativni troškovi				
Istraživanje i razvoj	2.666.000	1.415.000	1.399.000	388.000
Prodaja uprava i administracija	2.653.000	1.788.000	1.788.000	707.000
Ne ponavljajuće stavke	0	0	0	0
Ostale operativne stavke	0	0	0	0
Operativni dobitak	**4.994.000**	**2.804.000**	**538.000**	**1.756.000**
Dodatni dohodak/troškovne stavke	0	0	0	-19.000
Zarada prije kamata i poreza	4.910.000	2.754.000	494.000	1.737.000
Troškovi kamata	0	0	0	42.000
Zarada prije poreza	4.910.000	2.754.000	494.000	1.695.000
Porez na dohodak	1.970.000	1.254.000	441.000	695.000
Manjinski interesi	-15.000	-9.000	-21.000	-332.000
Vlasnička zarada/Gubitak nekonsolidiranih područnica	0	0	0	0
Neto dobitak - kontrolne operacije	2.925.000	1.491.000	32.000	668.000
Neto dobitak	**2.925.000**	**1.491.000**	**32.000**	**668.000**
Neto dobitak raspoloživ vlasnicima udjela	**2.925.000**	**1.491.000**	**32.000**	**668.000**

Izvor:NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/symbol/fb/financials?query=income-statement [13.07.2015.]

3.3. IPO-Facebook

U ovom poglavlju izložit će se podaci o IPO-u Facebook-a uglavnom bazirani na prospektu[28] i podacima s NASDAQ-a[29] te kretanje cijene dionice do danas.

Kao posrednici pri emisiji vrijednosnih papira izbrani su sljedeći investicijski bankari:

- MORGAN STANLEY
- J.P. MORGAN
- GOLDMAN, SACHS & CO.
- BofA MERRILL LYNCH
- BARCLAYS CAPITAL
- ALLEN & COMPANY LLC.

Zahtjev SEC-u za registraciju IPO-a predan je 01.02.2012. godine. Za tržište trgovanja je izabran Nasdaq Global Market. Ponudbena cijena iznosila je $38 po dionici na datum 18.05.2012. Ponuđeno je 421,233,615 novih dionica te 241,233,615 postojećih dionica. Iznos tražen za nove dionice iznosio je $16,006,877,370.00, a troškovi $7,300,000.00. Kraj tihog perioda određen je na 27.6.2012.

Kretanje cijene uslijedilo je padom sa $38 dana 18.05.2012.god. na $17,729 dana 04.09.2012.god. kao najnižom cijenom zabilježenom za dionicu Facebook-a. Na dan završetka tihog perioda zaključna cijena je iznosila $32,23 što je prikazano grafički na slici 4.

Nakon dostizanja dna uslijedio je oporavak koji traje do danas (13.07.2015.) kada cijena dionice iznosi $90. Ponovno dostizanje ponudbene cijene dogodilo se 02.08.2013. odnosno više od godinu dana nakon IPO-a.

[28] NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=7995138#D287954DS1_HTM_TOC287954_6 [13.07.2015.]
[29] NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/company/facebook-inc-673740-69138 [13.07.2015.]

Slika 4. Cijena dionice Facebooka-a (FB)

Izvor: NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/symbol/fb/stock-chart?intraday=off&timeframe=10y&splits=off&earnings=off&movingaverage=None&lowerstudy=volume&comparison=off&index=&drilldown=off [13.07.2015.]

Uzevši u obzir prethodno iznesene teze proizlazi da je ponudbena cijena dionica IPO-a Facebook-a precijenjena te da investicijski bankari nisu uspjeli održat razinu cijene na sekundarnom tržištu što se negativno odrazilo na njihov ugled, a uslijedili su i sudski postupci.[30] U skladu s tim tezu o većinom podcijenjenim dionicama Facebook opovrgava.

Dugoročno gledajući Facebook ima pozitivne prinose te u skladu sa prethodno iznesenim podacima o pozitivnim trogodišnjim prinosima za kompanije sa $1 milijardom ili većim prihodom Facebook potvrđuje navedenu tezu s obzirom da su prihodi u vrijeme IPO-a bili iznad $1 milijarde.

[30] FORBES, [Internet], raspoloživo na: http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2012/06/08/report-ubs-lost-350-million-on-facebook-ipo-prepping-suit-against-nasdaq/ [13.07.2015.]

4. ANALIZA IPO – TWITTER

U ovom poglavlju empirijski će se obradit kompanija Twitter počevši od osnovnih podataka o kompaniji, financijskim podacima i procesu IPO-a što uključuje i kretanja cijene dionice.

4.1. Podaci o kompaniji

Puni naziv kompanije je TWITTER, INC. , a nalazi se na adresi 1355 MARKET STREET, SUITE 900, San Francisco, CA 94103. CEO kompanije je Richard Costolo.

Povijesni razvoj tekao je na način da je Twitter počeo kao ideja od Twitter suosnivača Jack Dorseya.[31] Dorsey je izvorno zamišljao Twitter kao SMS-baziranu komunikacijsku platformu. Naime skupine prijatelja mogu držati tabulatore otvorene ažurirane na onom što su međusobno radili na temelju njihovih ažuriranja statusa. Kao tekstualne poruke, ali ipak ne uz eliminaciju naplate SMS poruka i pratećih troškova komunikacije. Jack je poslao prvu poruku na Twitteru 21.03.2006. Pisalo je: "Samo postavljam moj twttr". Na taj način je započela era micro-bloginga. 31.03.2015.god. mjesečno dostiže broj od 302 milijuna mjesečno aktivnih korisnika (MAU) te 936 milijuna dnevno aktivnih korisnika. Između ostalog pokreću se opcije promoviranih tweet-ova u komercijalne svrhe. Kompanija je 30.9.2013. imala 2300 zaposlenika te 3.900 zaposlenika 31.03 2015.[32]

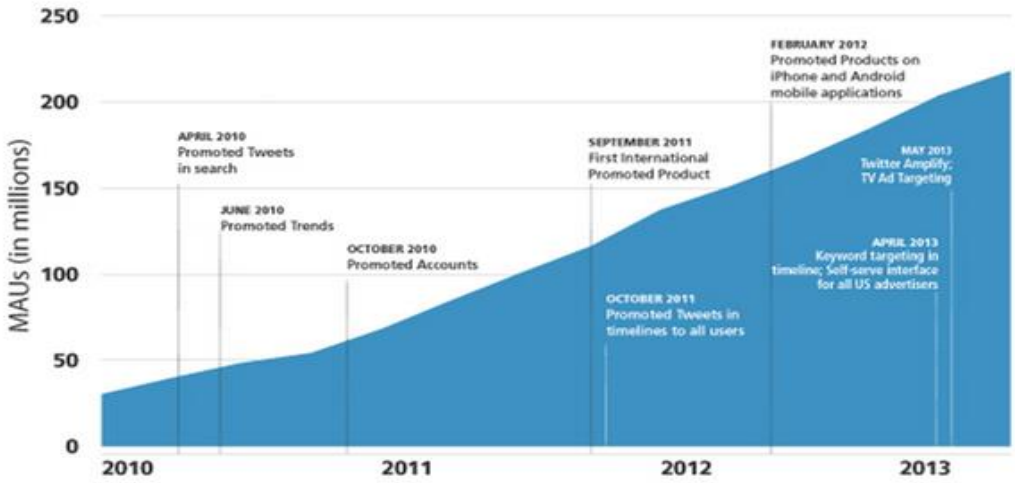
Misija kompanije glasi: „Svima dati snagu za stvaranje i razmjenu ideja i informacija odmah, bez barijera.“[33]

[31] TWITTER, [Internet], raspoloživo na: http://twitter.about.com/od/Twitter-Basics/a/The-Real-History-Of-Twitter-In-Brief.htm [13.07.2015.]
[32] NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/company/twitter-inc-763922-73652 [13.07.2015.]
[33] TWITTER, [Internet], raspoloživo na: https://about.twitter.com/company [13.07.2015.]

4.2. Financijski podaci

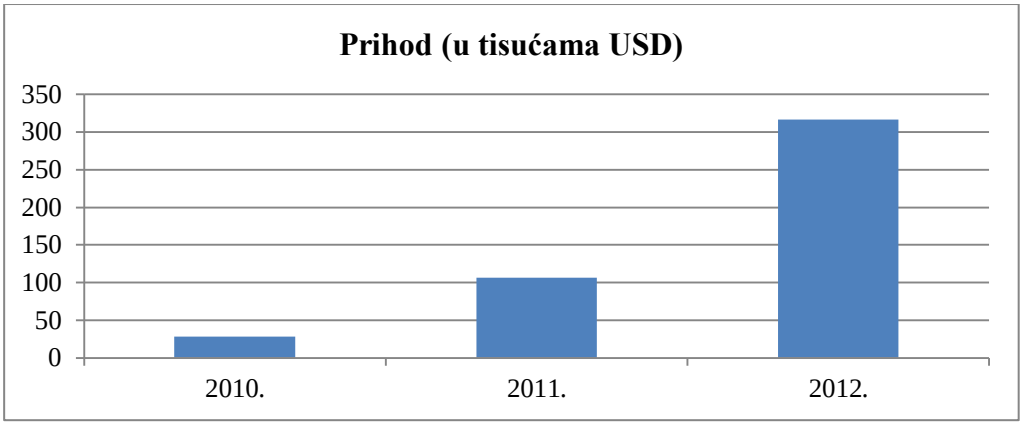
Financijski podaci bazirat će se na razdoblje od 2010.god. do 2014.god. uzevši u obzira datum IPO-a od 07.11.2013.god. i zahtjeva za registraciju SEC-u od 03.10.2013.godine.

Twitter 2010. godine uvodi promovirane twitte-ove, trendove i račune te ostale komercijalne usluge prikladne micro-blogingu prikazano na slici 3. Nakon uvođenja tih komercijalnih usluga rast prihoda prati uvođenje novih usluga i rast korisnika što je navedeno i ranije te prikazano na slici 5 i grafu 2 kao i tablici 3.



Slika 5. Komercijalne usluge Twitter

Izvor: NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=9116366#D564001DS1_HTM_TOC564001_9 [13.07.2015.]



Graf 2. Prihodi Twitter 2010.-2012.

Izvor: Autor prema: NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=9116366#D564001DS1_HTM_TOC564001_9 [13.07.2015.]

Uslijed povećanog rasta korisnika kao i uvođenja novih usluga Twitter se također odlučuje na IPO zbog potreba za svježim kapitalom. Treba naglasiti da su potrebe za svježim kapitalom dodatno izražene zbog ulaganja u razvoj što je vidljivo uslijed poslovanja kompanije u gubitku iz tablica 3.

Tablica 3. Financijski podaci Twitter 2011 - 2014

Godišnji izvještaj dohotka (u 000$)				
Razdoblje:	**31.12.2014.**	**31.12.2013.**	**31.12.2012.**	**31.12.2011.**
Ukupan prihod	1.403.002	664.890	316.933	106.313
Rashod	446.309	266.716	128.768	61.803
Bruto dobitak	**956.693**	**398.172**	**188.166**	**44.610**
Operativni troškovi				
Istraživanje i razvoj	691.543	593.992	119.004	80.176
Prodaja uprava i administracija	804.016	440.011	146.244	91.745
Neponavljajuće stavke	0	0	0	0
Ostale operativne stavke	0	0	0	0
Operativni dobitak	**-538.866**	**-635.831**	**-77.083**	**-127.411**
Dodatni dohodak/troškovne stavke	-5.500	-4.455	399	-1.530
Zarada prije kamata i poreza	-578.351	-647.146	-79.170	-129.746
Troškovi kamata	0	0	0	0
Zarada prije poreza	-578.351	-647.146	-79.170	-129.746
Porez na dohodak	-531	-1.823	229	-1.444
Manjinski interesi	0	0	0	0
Vlasnička zarada/Gubitak nekonsolidiranih podružnica	0	0	0	0
Neto dobitak - kontrolne operacije	-577.820	-645.323	-79.399	-128.302
Neto dobitak	**-577.820**	**-645.323**	**-79.399**	**-128.302**
Neto dobitak raspoloživ vlasnicima udjela	**-577.820**	**-645.323**	**-79.399**	**-164.118**

Izvor:NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/symbol/twtr/financials?query=income-statement [13.07.2015.]

4.3. IPO-Twitter

U ovom poglavlju izložit će se podaci o IPO-u Twitter-a uglavnom bazirani na prospektu[34] i podacima s NASDAQ-a[35] te kretanje cijene dionice do danas.

Kao posrednici pri emisiji vrijednosnih papira izbrani su sljedeći investicijski bankari:

- Goldman, Sachs & Co.
- Morgan Stanley
- J.P. Morgan
- BofA Merrill Lynch
- Deutsche Bank Securities
- Allen & Company LLC
- CODE Advisors.

Zahtjev SEC-u za registraciju IPO-a predan je 03.10.2013. godine. Za tržište trgovanja je izabran New York Stock Exchange. Ponudbena cijena iznosila je $26 po dionici na datum 7.11.2013. Ponuđeno je 70,000,000 novih dionica. Iznos tražen za nove dionice iznosio je $1,820,000,000.00, a troškovi $5,220,000.00. Kraj tihog perioda određen je na 17.12.2013.

Kretanje cijene uslijedilo je rastom sa $44,9 dana 07.11.2013.god. na $73,31 dana 26.12.2013.god. kao najvišom cijenom zabilježenom za dionicu Twittera-a. Na dan završetka tihog perioda zaključna cijena je iznosila $56,45 što je prikazano grafički na slici 6.

Nakon dostizanja vrha, peak-a, uslijedila je korekcija koja je iznosila padom cijene na $30,5 dana 23.05.2014. kao najnižom cijenom dionice za Twitter te od tada cijena dionice ciklično varira u rasponu najviše i najniže zabilježene cijene da bi danas (13.07.2015.) cijena dionice Twittera iznosila $35,78 .

[34] NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=9116366#D564001DS1_HTM_TOC564001_9 [13.07.2015.]
[35] NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/company/twitter-inc-763922-73652 [13.07.2015.]

Slika 6. Cijena dionice Twitter-a (TWTR)

Izvor: NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/symbol/twtr/stock-chart?intraday=off&timeframe=10y&splits=off&earnings=off&movingaverage=None&lowerstudy=volume&comparison=off&index=&drilldown=off [13.07.2015.]

Uzevši u obzir prethodno iznesene teze proizlazi da je ponudbena cijena dionica IPO-a Twitter-a podcijenjena te da je kompanija s korporacijskog aspekta izgubila potencijalni kapital ostavljajući tako više od milijardu dolara na stolu.[36]

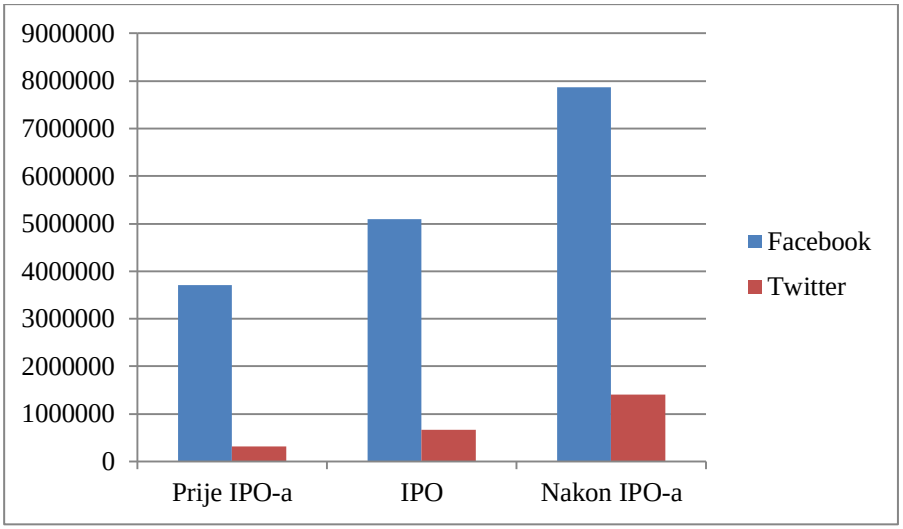
Dugoročno gledajući Twitter za sada ima pozitivne prinose u odnosu na ponudbenu cijenu. Međutim cijena je manja od cijene na kojoj se otvorilo trgovanje prvog dana (vidi sliku 6). U skladu sa prethodno iznesenim podacima o pozitivnim trogodišnjim prinosima za kompanije sa 1 milijardom USD ili većim prihodom te negativnim prinosima za kompanije ispod tog ranga Twitter zasad opovrgava navedenu tezu s obzirom da su prihodi u vrijeme IPO-a iznosili manje od 1 milijarde USD.

[36]REUTERS, [Internet], raspoloživo na: http://www.reuters.com/article/2013/11/08/us-twitter-ipo-idUSBRE99N1AE20131108 [13.07.2015.]

5. FACEBOOK vs. TWITTER

U ovom poglavlju usporedit će se prethodno dobiveni analizirani podaci.

Prihodi (u 000$) u fiskalnoj godini prije IPO-a, u godini IPO-a te u godini nakon IPO-a

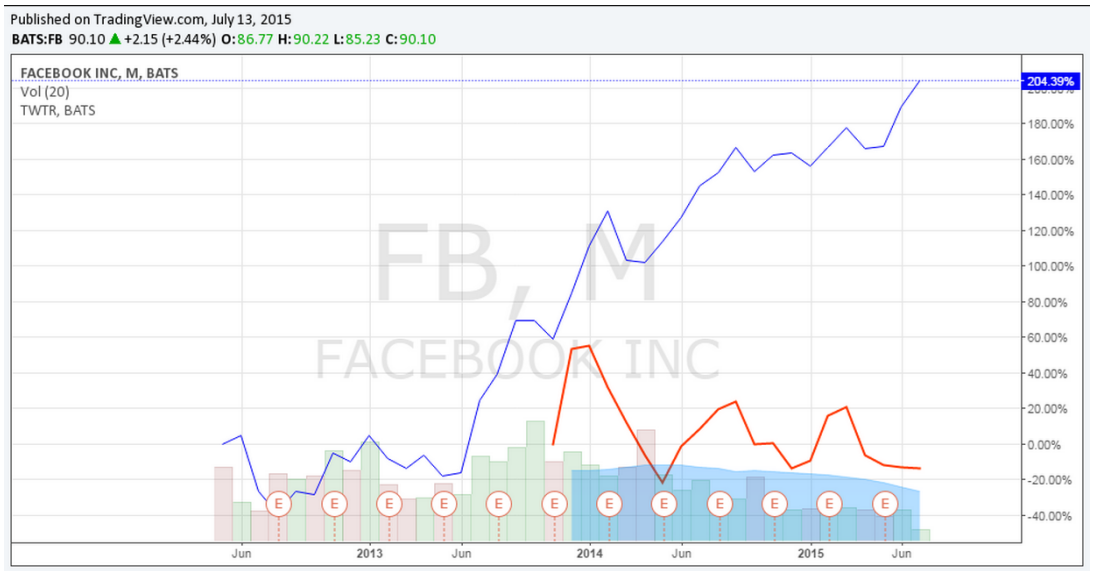


Graf 3. Prihodi Facebook vs. Twitter IPO

Izvor: Autor prema: NASDAQ, [Internet], raspoloživo na: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=7995138#D287954DS1_HTM_TOC287954_6, [13.07.2015.] http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=9116366#D564001DS1_HTM_TOC564001_9 [13.07.2015.]

Prihodi dviju kompanija u fiskalnoj godini IPO razlikovali su se u velikoj mjeri. Naime Facebook je u navedenoj fiskalnoj godini uprihodio približno $3,7 milijarde za razliku od Twittera koji je uprihodio više od 10 puta manje odnosno približni $317 milijuna. Iz navedenog proizlazi da Facebook spada u kompanije sa prihodom većim od $1 milijarde u fiskalnoj godini prije IPO-a što statistički svrstava Facebook u kompanije koje dugoročno prosječno imaju pozitivne prinose za razliku od Twitter-a koji spada u kategoriju kompanija do $1 milijarde te dugoročno prosječno imaju negativne prinose, a što je opisano ranije u poglavlju 2.4.2. pod nazivom „Plasiranje dionica i formiranje cijene dionica“. U fiskalnoj godini provedbe IPO-a prihodi obiju kompanija rastu. Konkretno na $5,089 milijardi za Facebook i $665 milijuna za Twitter da bi u fiskalnoj godini nakon IPO-a dosegli razinu od $7,9 milijardi za Facebook i $1,4 milijarde za Twitter.

Cijene dionica od IPO-a do danas (13.07.2015.)



Slika 7. Cijene dionica Facebook vs. Twitter

Izvor: Tradingview, [Internet], raspoloživo na: https://www.tradingview.com/x/JkhjukTr/ [13.07.2015.]

Kretanje cijena dionica kompanija odrazilo se različito na tržištu iako su kompanije srodne. Dok u slučaju Twitter cijena tijekom IPO-a raste te prati ustaljene trendove podcijenjenih dionica koje se plasiraju putem IPO-a u slučaju Facebook to se ne događa već dolazi do pada cijene te iz navedenog proizlazi precijenjenost dionica. Međutim nakon godine dana cijena dionice probija granicu početne cijene te nastavlja konstantno rasti što prati trendove kompanija s prihodima većim od $1 milijarde tijekom IPO-a opisano ranije i vidljivo na slici 7. Za razliku od Facebook-a cijena Twitter-a ciklično varira oko početne cijene trgovanja međutim istovremeno iznad početne ponudbene cijene naginjući ustaljenom trendu dugoročnog gubitka za kompanije s prihodima manjim od $1 milijarde tijekom IPO-a

6. ZAKLJUČAK

Analizom statističkih podataka i analizom prethodno izrađenih radova došlo se do zaključka da se kompanije odlučuju javno emitirat dionice putem IPO-a u određenoj fazi razvoja kada se javljaju potrebe za većim količinama kapitala. Emisija se provodi uz pomoć posrednika ili izravno. Najčešće se koriste specijalizirani posrednici. Tako emitirane vrijednosnice dalje se preprodaju na sekundarnim tržištima koja određuju njihovu cijenu tj. vrijednost kompanije emitenta u skladu s poslovnim rezultatima i očekivanim poslovnim aktivnostima. Posrednici koji sudjeluju pri emisiji su investicijski bankari koji koriste svoje ekspertize kako bi emisije bile što uspješnije. Sve aktivnosti vezane za emisije i trgovanje te sve vezano za tržišta kapitala nadziru regulatorna tijela kako bi se zaštitili mali investitori i održala stabilnost tržišta i sustava. Emisije se mogu izvršiti različitim metodama koje se u većini slučajeva praktično nadopunjuju ili isprepliću ovisno o statusu kompanije, poslovnim rezultatima i stanjima na tržištima. Sam postupak emisije uz pomoć investicijskih bankara uglavnom rezultira udruživanjem više investicijskih bankara u sindikate kako bi umanjili rizike. Investicijski bankari mogu otkupiti dionice pa ih dalje preprodati te zaraditi na razlici u cijeni ili samo posredovati uz proviziju nudeći savjetodavne i usluge vezane za registraciju i upis IPO-a. Najznačajnija stavka u procesu IPO-a je određivanje ponudbene cijene dionica. U slučaju da se ne može postići dogovor oko cijene investicijski bankari savjetodavno sudjeluju u procesu, a u suprotnom kao potpisnici otkupom dionica. Cijena dionice može biti postavljena na način da bude podcijenjena ili precijenjena. U većini slučajeva se prilikom IPO-a ponudbene cijene postave prenisko odnosno dionice su podcijenjene. Rijetki su slučajevi strateški precijenjenih dionica koje se tada odnose na pomno selektirane kompanije kako bi se spriječili gubici od naknadnih sudskih sporova s aspekta investicijskih bankara ili gubitka vrijednosti same dionica s aspekta investitora i kompanije što je vidljivo iz slučaja Facebook gdje je u periodu od godine dana nakon IPO-a došlo da pada vrijednosti dionice što je prouzrokovalo sudske sporove i gubitke. Također se može zaključiti da su potrebe za većim količinama kapitala potrebnog za razvoj kompanije lako zadovoljene putem IPO-a što se vidi u oba slučaja obrađena u ovom radu tj. Facebook i Twitter kompanija. Naposljetku u slučaju Facebook proizlazi činjenica da je dionica kroz ponudbenu cijenu precijenjena, a u slučaju Twitter da je dionica kroz ponudbenu cijenu podcijenjena. Međutim slučaj Facebook ne odnosi se na strateški precijenjenu dionicu već na pogrešku prilikom srednjoročne procjene dok dugoročno dionica Facebook-a ima pozitivan prinos. U slučaju Twitter kratkoročno i srednjoročno dionica je podcijenjena što prati dosadašnje tržišne trendove.

LITERATURA

1. Bodie K. M., (2006): Počela ulaganja, MATE, Zagreb
2. Mishkin S.F., Eakins G.S. (2005): Financijska tržišta + institucije, MATE, Zagreb
3. Orsag S., (2011): Vrijednosni papiri: Investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo
4. Pojatina D., (2000): Tržište kapitala, EFST, Split
5. Vidučić Lj., (2011): Financijski menadžment, VII. dopunjeno izmijenjeno izdanje, RRiF, Zagreb
6. Zelenika, R. (2000): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela, Sveučilište u Rijeci, Rijeka
7. Ibbotson R.G., Sindelar.J.L., Ritter J.R.(1994.): The Markets Problems With The Pricing OfInitial Public Offerings, Journal of Applied Corporate Finance (7) 1, str. 66.-74., [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/04/TheMarketsProblemsWithThePricingOfInitialPublicOfferings.pdf [05.07.2015.]
8. Liu Z.(2012): "Strategic Overpricing of Initial Public Offerings"(2012): University of Western Ontario - Electronic Thesis and Dissertation Repository. Paper 509., [Internet], raspoloživo na: http://ir.lib.uwo.ca/cgi/viewcontent.cgi?article=1677&context=etd [27.03.2015.]
9. Loughran T., Ritter J. (2004) Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? , [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/06/Why-has-IPO-Underpricing-Changed-Over-Time.pdf [05.07.2015.]
10. Ritter R Jay (2014):Initial Public Offerings: Updated Statistics, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/04/IPOs2013Underpricing.pdf [12.07.2015.]
11. Ritter R Jay (2014): Initial Public Offerings: Updated Statistics on Long-run Performance, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/04/IPOs2013Longrun.pdf [12.07.2015.]
12. Ritter R Jay: International average first-day returns, [Internet], raspoloživo na: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/06/IPOsInternationalUnderpricing.pptx [12.07.2015.]
13. about.twitter.com [13.07.2015.]
14. newsroom.fb.com [13.07.2015.]

15. twitter.about.com [13.07.2015.]
16. www.crsp.com [13.07.2015.]
17. www.forbes.com [13.07.2015.]
18. www.investopedia.com. [27.03.2015.]
19. www.nasdaq.com [13.07.2015.]
20. www.tradingview.com [13.07.2015.]

POPIS SLIKA, TABLICA I GRAFOVA

Slika 1. Prosječan povrat prvog dana i novac ostavljen na stolu od 1990.-2013……...30

Slika 2. Ritter R. Jay (2014.): Prosječan prinos prvog dana IPO-a za (većinom) EU…….31

Slika 3. Ritter R. Jay(2014.): Prosječan prinos prvog dana IPO-a za zemlje izvan EU…...31

Slika 4. Cijena dionice Facebooka-a (FB)……..….37

Slika 5. Komercijalne usluge Twitter……...39

Slika 6. Cijena dionice Twitter-a (TWTR)……...43

Slika 7. Cijene dionica Facebook vs. Twitter……...44

Tablica 1. Prosječan trogodišnji povrat na IPO……26

Tablica 2. Financijski podaci Facebook od 2011. – 2014…..……35

Tablica 3. Financijski podaci Twitter 2011. – 2014……..41

Graf 1. Prihod Facebook od 2004. – 2011……34

Graf 2. Prihodi Twitter 2010.-2012……...40

Graf 3. Prihodi Facebook vs. Twitter IPO……44

SAŽETAK

Ovaj rad prikazuje problem formiranja ponudbene cijene prilikom financiranja kompanije putem IPO-a. Ponudbena cijena može biti preniska kada je dionica podcijenjena ili previsoka kada je dionica precijenjena. U slučaju podcijenjene dionice kompanija emitent se suočava s gubitkom potencijalnog kapitala koji se naziva novac ostavljen na stolu. U slučaju precijenjene dionice postoji mogućnost pada cijene dionice ukoliko dođe do povlačenja investitora. Također se prikazuje uspješno pribavljanje veće količine kapitala što i jest cilj IPO-a. Cilj ovog rada je analizirat dvije vodeće socijalne mreže, Facebook i Twitter koje su putem IPO-a odlučile pribavit kapital i analizirat formiranje ponudbenih cijena te donijeti zaključak jesu li dionice podcijenjene ili precijenjene i efekte formiranih cijena na sve sudionike.

Ključne riječi: IPO, podcijenjena, precijenjena.

SUMMARY

This paper presents the problem of forming bid price during the financing of the company through the IPO. Offer price may be too low - underpriced or too high - overpriced. In the case of underpricing issuer faces a potential loss of capital - the money left on the table. In the case of overpricing there is the possibility of falling share price due withdrawals of investors. This paper also shows the successful provision of larger amounts of capital as main goal of the IPO. The aim of this paper is to analyze the two social networks, Facebook and Twitter, which through the IPO decided to obtain capital and analyze the formation of bid prices and conclude whether stocks are underpriced or overpriced as the effects of the established price to all participants.

Keywords: IPO, underpriced, overpriced.