

ULOGA I ODGOVORNOST BANAKA U IPO EMISIJI HARTIJA OD VREDNOSTI

THE ROLE AND RESPONSIBILITY OF BANKS IN THE IPO ISSUE OF SECURITIES

ALEKSANDAR ŽIVKOVIĆ,

Ekonomski fakultet, Beograd

Abstrakt: Osnovni motiv za emitovanje akcija, kompanija, jeste prikupljanje dodatnog kapitala radi realizacije ideje rasta kompanije i snižavanje nivoa zaduženosti. Inicijalna javna ponuda (IPO) predstavlja prvo emitovanje akcija jednog privrednog društva, odnosno način prikupljanja kapitala putem izdavanja akcija javnim putem. Proces IPO je izuzetno složen i dugotrajan te uključuje veliki broj internih i eksternih članova tima od kojih su najvažniji finansijski konsultanti, pravni savetnici i savetnici za marketing. IPO proces se odvija u tri faze i to: pripremu fazu, fazu realizacije i fazu stabilizacije. Banke kao finansijski konsultanti obavljaju najveći deo posla u pripremačkoj fazi, te kroz formu pokrovitelja emisije u realizaciji javne ponude, preuzimaju na sebe odgovornost za kvalitet IPO.

Ključne reči: tržište kapitala, inicijalna javna ponuda, otvoreno akcionarsko društvo, emitent, emisija, prospekt, banka

Abstract

The main motive for share issuance is the collection of additional capital in order to facilitate the growth of the company, and decrease indebtedness. Initial public offer is the first issuance of shares in a company, eg the mechanism of capital collection by issuing shares to the public. Since the IPO process is extremely complex and time-consuming, it involves a large number of internal and external team members such as financial consultants, legal consultants and marketing advisors. Nevertheless, there are three main phases in the IPO process as follows: the preparatory phase, implementation phase and stabilization phase. Banks as financial consultants perform most of the preparatory phase, and through the form of underwriter in the implementation of public offer. Taking liability for the quality of IPOs.

Key words: capital market, initial public offer, public company, issuer, issuance, prospectus, bank;

JEL Classification: G 21;

Preliminary communication; Received: January 22 2010

1. Uvod

Velika globalna ekonomske kriza, nastala je, između ostalog i kao rezultat regulatorne nedorečenosti na finansijskim tržištima. Značajan deo problema, a samim tim i deo rešenja jeste otklanjanje brojnih nejasnoća i pronalaženje prave mere između nacionalno prilagođene regulative i međunarodnih standarda. Srpsko pozitivno zakonodavstvo je pojedine mehanizme i instrumente na tržištu kapitala regulisalo na konzervativan način. Međutim, pojedini instituti ostali su potpuno neregulisani, a nekada je ovakva situacija nastajala kao posledica diskrepancije između sistemskih zakona. Pri tome treba imati u vidu da je domaće tržište kapitala nastalo kao posledica transformacije društvenog i državnog kapitala u druge oblike vlasništva, privatizacijom, te je takav zakonski okvir doveo do različitih implikacija i nastanka određenih specifičnosti srpskog tržišta kapitala. Jedna od njih je i prisilno uključivanje izdavalaca hartija od vrednosti na organizovano tržište, što je dovelo do formiranja berze s neprimereno velikim brojem neaktivnih akcionarskih društava¹.

Pri tome, nije došlo ni do podizanja svesti o korporativnom upravljanju u akcionarskim društvima, poštovanja načela transparentnosti i stvaranja svesti o obaveznosti objave finansijskih rezultata i bitnih događaja kompanije. Osim toga, srpsko pozitivno pravo i sudska praksa ne daju adekvatan okvir za dobrovoljan izlazak na berzu radi prikupljanja kapitala, što nas dodatno udaljava od ostalih tržišta u svetu. Proces inicijalne javne ponude akcija u formalno pravnom smislu predstavlja proces stvaranja akcionarskih društava, dok u sadržinskom smislu predstavlja proces prikupljanja investicionog kapitala za finansiranje preduzeća. Stoga je neophodno objasniti i odrediti tačan pojam inicijalne javne ponude – IPO, motive sprovođenja i strukturu IPO i prednosti i nedostatke provedene procedure IPO, te posebno razjasniti ulogu i odgovornost investicionih banaka u tom procesu koji poprima sve veći značaj na finansijskom tržištu.

¹ Samo četiri izdavaoca je dobrovoljno ispunilo tražene kriterijume za listing A i listing B od preko 1.800 kompanija koje su uključene na berzu.

Prinudni element nije doveo do očekivanih rezultata, niti je pomogao berzi da "razigra" tržište i pridobije kvalitetnu strukturu investitora.

2. IPO – nov proces na srpskom finansijskom tržištu

Kompanije U Srbiji mogu pribavljati kapital na više načina, ali u dobroj meri koriste neke od tradicionalnih ekonomskih načina². Npr. Beogradska berza ad Beograd je organizator vanberzanskog i berzanskog trgovanja hartijama od vrednosti. Kriterijumi za berzansko trgovanje predviđeni su Pravilnikom o listingu i kotaciji Beogradske berze ad Beograd. Korisnici sredstava pribavljaju na primarnom finansijskom tržištu putem novih emisija finansijske instrumente poput akcija i obveznica. Korisnici sredstava izdaju hartije od vrednosti da bi dobili dodatna sredstva. Većina transakcija primarnog tržišta u zemljama razvijene tržišne privrede obavlja se preko finansijskih institucija koje predstavljaju investicione banke. One obavljaju ulogu posrednika između kompanija izdavaoca (korisnika sredstava) i investitora – ulagača (dobavljača sredstava). Izdavanjem hartija od vrednosti na primarnom tržištu, te uz pomoć investicionih banaka korisnik sredstava smanjuje rizik i troškove samostalnog stvaranja tržišta. Pri tome, emisija hartija od vrednosti javlja se u dva oblika: kao opšta javna ponuda i privatna ponuda³.

Javna ponuda (eng. *public offering*) podrazumeva da kompanija mora ispuniti zakonom propisane uslove za emisiju tj. da registruje hartije kod komisije za hartije za vrednosti (npr. u SAD je to SEC) i ponudu uputi najširoj investicionoj javnosti u kvantitativnom, kvalitativnom i funkcionalnom smislu. Umesto javne ponude (ponude za prodaju investicionoj javnosti u najširem smislu reči), prodaja na primarnom tržištu može imati oblik *privatnog plasmana* (eng. *private placement*). Uz pomoć privatnog plasmana izdavač hartija od vrednosti (korisnik sredstava) pokušava pronaći institucionalnog investitora, kao što je penzionirani ili investicioni fond, ili skup kupaca radi kupovine cele emisije. Primenjuje se kada se želi izbeći procedura registracije hartija od vrednosti kod komisije za hartije od vrednosti, a izdavalac se dogovara sa nekoliko većih investitora o prodaji svojih hartija od vrednosti. Privatni plasman hartija od vrednosti tradicionalno je među najmanje likvidnim hartijama od vrednosti, koje žele ili mogu kupiti i zadržati samo najveće finansijske institucije ili institucionalni investitori.

Kriterijumi odluke javna ili privatna ponuda su:

- priroda i iznos planiranih izvora finansiranja koje će se prikupiti kroz emisiju,
- trošak tipa emisije,
- mogućnost marketing plasmana i
- izloženost javnosti i rizicima.

Nedostaci privatne emisije u odnosu na javnu emisiju su:

- veće teškoće da se kroz privatnu emisiju pribave viši iznosi kapitala,
- veliki investitori pažljivo prate aktivnosti kompanije, uvodeći sve strožije standarde, što povećava troškove poslovanja, obara profite i ugrožava likvidnost i
- veliki institucionalni investitori mogu relativno jednostavno da se dokopaju kontrolnog paketa akcija u kompaniji i time steknu većinsko pravo glasa u upravljanju.

Prve javne emisije akcija kompanija na primarnom tržištu obično se nazivaju **inicijalne javne ponude** (eng. *initial public offering* - IPO). Npr. *Medsourve Technologies, Inc.* najavila je 2002. 138 miliona IPO svojih redovnih akcija s cenom od 9 dolara po akciji. Izdavanje akcija preuzelo je nekoliko investicionih banaka, uključujući Morgan Stanley Dean Witter. Hartije od vrednosti primarnog tržišta obuhvataju i izdavanje dodatnih akcija ili instrumenata zaduživanja preduzeća (korporacijske obveznice) kojima se već javno trguje. *Nova – naredna ponuda* (eng. *seasoned public offering*) odnosi se na novu emisiju hartija od vrednosti kompanije čije se akcije nalaze u rukama javnosti.

Investiciona banka može voditi inicijalnu prodaju akcija (IPO) na primarnom tržištu uz pomoć: a) *čvrstog preuzimanja emisije* (eng. *firm commitment*) kada investiciona banka jemči kompaniji cenu novoemitovanih hartija od vrednosti kupovinom cele emisije po fiksnoj ceni ili b) na temelju prodaje po postignutoj ceni u *dobroj veri i nameri ili najboljem nastojanju* (eng. *best efforts*) kada banka ne jemči cenu emitentu i za naknadu obavlja više funkciju agenta za plasman ili distribuciju. U SAD preovlađujući oblik je potpisivanje čvrste emisije.

Naspram *opšte javne ponude* (*general offer*), u koju uključujemo i inicijalnu javnu ponudu (IPO) i nove – naredne emisije (SPO), koja je usmerena prema svim potencijalnim investitorima egzistira *privilegovana javna ponuda ili ponuda prava* (eng. *privileged subscription ili right issue*). Korporativni zakoni u nekim državama daju akcionarima pravo prvog otkupa (pravo preče kupovine ili ponuda prava) na novoemitovane akcije. To znači da pre prodaje akcija poznatim spoljnim kupcima, nove akcije prvo moraju biti ponuđene postojećim akcionarima na način da mogu zadržati svoje proporcionalno vlasništvo u korporaciji. Da ne bi došlo do „razvodnjavanja vlasništva“, i smanjenja proporcije u vlasništvu akcije sadrže pravo preče kupovine, po kome kompanija mora novu emisiju akcija prvo da ponudi postojećim vlasnicima akcija.

Ovaj metod naziva se često i pretplatnim varantom (*warrant*) s obzirom da se vlasnicima dodeljuju certifikati koji se nazivaju varantima, koji predstavljaju opciju (pravo) po kojoj vlasnik može da kupi određeni broj akcija, po određenoj ceni u određenom roku. Vlasnici prava imaju tri mogućnosti: a) mogu iskoristiti svoje pravo tj. kupiti novoemitovane akcije, b) mogu pravo prodati nekom drugom i c) mogu pustiti da pravo prestane da važi.

² Ekonomska teorija razlikuje interno i eksterno finansiranje, finansiranje domaćim ili inostranim kapitalom, kratkoročno, srednjoročno ili dugoročno finansiranje, kreditni odnosi s domaćim i stranim partnerima, finansiranje instrumentima duga ili kapitala, specifične oblike investiranja i dr.

³ U anglosaksonskoj literaturi koja obrađuje ovu problematiku najčešća podela metoda emisije hartija od vrednosti je na: 1) javnu ponudu (eng. *public offering*), 2) privatni plasman (eng. *private placement*) i 3) prodaja na bazi preče kupovine (eng. *privileged subscription*). U germanskoj literaturi ističu se sledeće metode emisije hartija od vrednosti: 1) javni plasman (*Öffentlichen Platzierung*) i 2) privatni plasman (*Private Platzierung*).

Privilegovana javna ponuda slična je opštoj javnoj ponudi, s tim što se razlikuje u domenu prodaje. Kod ove ponude postojeći vlasnici akcija se obaveštavaju da im se dodeljuje određeni broj prava za kupovinu novih akcija. Prodajna cena prava naziva se pretplatnom cenom, a to je u stvari cena po kojoj se dozvoljava postojećim vlasnicima da kupe novoemitovane akcije i ta cena je obično niža od tržišne cene. Privilegovana prodaja je pogodan metod za male emisije kada se ne koriste usluge investicionih banaka, a s druge strane povećava lojalnost postojećih vlasnika akcija. Osim toga, treba imati u vidu da se IPO definiše kao način prikupljanja kapitala putem izdavanja akcija javnim putem, preko mehanizma primarnog tržišta, odnosno prvo emitovanje akcija jednog društva, koje je do tog tada poslovalo u nekoj od zatvorenih oblika.

3. Mesto i značaj investicionog bankara u procesu IPO

Preduzeća za hartije od vrednosti i investicione banke imaju čak sedam ključnih područja aktivnosti: investiranje, investicijsko bankarstvo, stvaranje tržišta, trgovanje, upravljanje gotovinom, spajanja i preuzimanja i ostale uslužne funkcije⁴. U širem smislu poslovanje investicionih banaka obuhvata sledeće komponente:

- ❑ poslove emisije i plasmana - poslove na primarnom tržištu,
- ❑ poslove trgovine - poslove na sekundarnom tržištu,
- ❑ poslove na derivatnom tržištu,
- ❑ analizu investitora na tržištu i upravljanje aktivom,
- ❑ finansijsku analizu (ukupna privredna analiza, analiza prinosa, analiza krive prinosa, analiza trajanja, fundamentalna i tehnička analiza, portfolio analiza).

U užem smislu poslovanje investicionih banaka obuhvata prve tri komponente poslovanja u širem smislu. Investiciono bankarstvo odnosi se na aktivnosti povezane sa potpisivanjem i distribucijom novih izdanja dužničkih i vlasničkih hartija od vrednosti. Nova izdanja mogu biti prva izdanja dužničkih hartija od vrednosti ili akcija kompanija ili nova izdanja kompanija čijim se dužničkim hartijama od vrednosti ili akcijama već trguje tj. onim koja se već nalaze u rukama javnosti. Najčešće se distribucija hartija od vrednosti obavlja putem grupe više investicionih banaka tzv. bankarskog konzorcijuma, gde vodeća banka u konzorcijumu pregovara sa kompanijom emitentom u ime konzorcijuma.

Kada je emisija dogovorena i uslovi utvrđeni, svaki član konzorcijuma dobija određeni broj akcija u emisiji za čiju je prodaju odgovoran. Emitent (izdavalac hartija od vrednosti) mora voditi računa o izboru investicionog bankara sa dobrom reputacijom. Investicioni bankar nema za zadatak samo da sprovede postupak IPO, registruje je kod komisije za hartije od vrednosti i da za to dobije određenu naknadu, u zavisnosti da li se radi o metodu čvrstog preuzimanja (eng. *firm commitment*) ili najboljem

nastojanju (eng. *best efforts*), nego mora da vodi računa o uspehu i posle IPO i ostane u stalnom kontaktu sa menadžmentom kompanije.

Kod čvrstog preuzimanja investiciona banka (ili konzorcijum banaka kada je reč o većoj emisiji) kupuje sve novoemitovane akcije od izdavaoca po zajamčenoj ceni (tzv. *neto pazar*) i ponovo ih prodaje investitorima po višoj ceni (tzv. *bruto pazar*). Razlika između bruto i neto pazara (tzv. *raspon preuzimaoca marže*) je naknada za troškove i rizike koje je investiciona banka imala oko emisije. Investiciona banka preuzima sav rizik prodaje i ukoliko nije u stanju da sve akcije realizuje snosiće gubitak. Da bi uspeali u prodaji svih emitovanih akcija investicione banke često smanjuju cene, a time i svoju dobit. Prednosti ovakvog načina prodaje za kompaniju emitenta (izdavaoca) ogledaju se u: dobijanju kapitala odjednom i bez rizika, izbegavanju svih problema oko propagande emisije i distribucije akcija. Nedostatak ovog načina emisije ogleda se u visokim troškovima emisije koji se manifestuju tako da raspon preuzimateljeve marže može biti izuzetno visok. Kod ovog metoda može doći do konflikta između emitenta (izdavaoca) i upisnika (investicionog bankara) koji teži da hartija od vrednosti bude malo podcenjena da bi je tržište apsorbovalo i emitenta koji teži da cena bude što veća. Ovaj konflikt se može rešiti jedino prelaskom na model prodaje u dobroj veri i nameri.

Najviši iznos dobiti od potpisivanja je obično ograničen, dok rizik najnižeg iznosa dobiti nije ograničen i može biti veoma velik. Rizik manje dobiti javlja se ukoliko potpisnik (investicioni bankar) preceni javnu ponudu postavljanjem cene javne ponude veše nego što investitori u akcije tu ponudu vrednuju. Rezultat toga je da investicioni bankar neće moći da proda akcije tokom perioda javne ponude i moraće da snizi cenu da bi se rešio neprodanih akcija. Prema tome, investicioni bankar može dobro zaraditi, ali i prilično izgubiti iz nekoliko razloga. Prvo, preceñivanjem investitorske potražnje za akcijama – posebno cene koju su spremni platiti. Drugi razlog je što u kratkom razdoblju između određivanja cene javne ponude i nastojanja da se akcije prodaju potencijalnim investitorima one mogu prilično pasti zbog tržišnih uslova. Međutim, naknade i rasponi zajedno sa određenim nivoom podcenjenosti emisije na efikasnim tržištima biće određeni tako da investicionom bankaru mogu na odgovarajući način nadoknaditi snošenje rizika.

Kod prodaje u dobroj veri i nameri (najboljem nastojanju) u odnosu na metod čvrstog preuzimanja investiciona banka ne preuzima sav rizik prodaje. Ona ne otkupljuje od kompanije celokupnu emisiju akcija, već se samo pojavljuje u ulozi agenta za što dobija proviziju. Trude se da prodaju akcije po što višoj ceni, ali ne garantuju prodaju. Ovaj metod prodaje najčešće koriste velike kompanije (koje polaze od toga da su dovoljno poznate i da će uspeti u emisiji akcija) i male špekulativne kompanije (za koje investicione banke smatraju da su suviše rizične za metod čvrstog preuzimanja emisije).

Navedena dva osnovna metoda u okviru inicijalne javne ponude (IPO) u postupku ugovaranja između emitenta i investicionog bankara dovela su do formiranja

⁴ Sanders Anthony, Cornett Marcia Millon: Finansijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, 2006. str. 457.

više tipova bankarskih konzorcijuma. S obzirom da će se uloga investicionog bankara u IPO prikazati kroz analizu faza IPO na ovom mestu će se ilustrovati mogući tipovi formiranja bankarskog konzorcijuma:

- ❑ *Best-efforts konzorcijum* je uobičajen za male emisije, gde članovi konzorcijuma ne vrše preuzimanje emisije nego vrše samo prodaju u ime i za račun emitenta ili nastupaju kao komisionari (rizik uspeha emisije snosi emitent). Za taj svoj angažman članovi konzorcijuma naplaćuju proviziju od emitenta.
- ❑ *Stand-by konzorcijum* u kojem njegovi članovi preuzimaju svoje kvote uz plaćanje kursa preuzimanja (kupovne cene) pri čemu nemaju obavezu istovremene prodaje. Oni preuzimaju rizik neprodatog dela emisije (kvote) za što im pripada odgovarajuća provizija za preuzimanje.
- ❑ *Chicago konzorcijum* je tip kod koga se svakom članu konzorcijuma dodeljuje određena kvota koju dotična banka upisuje i plasira. Razlika između emisionog kursa (zvanične prodajne cene) i kursa preuzimanja predstavlja proviziju banaka članova konzorcijuma. Član konzorcijuma preuzima rizik uspeha emisije u visini vrednosti kvote koju je preuzeo.
- ❑ *Tip konzorcijuma "à La parisienne"* je vrlo malo korišćen. Svaki član konzorcijuma može određeni deo svoje kvote odmah nepokolebljivo opozvati, od čega zavisi dodela drugih kvota pri svakom narednom plasmanu. Ovde je svaka banka u funkciji preuzimanja i plasmana, gde kvota koju on sam plasira ima uticaj na kasnije dodele kvota. Odgovarajuće povučene kvote banka glavni menadžer raspoređuje na uspešnije članove konzorcijuma u pogledu plasmana.
- ❑ *Unlimited Liability Syndication* je konzorcijum kod koga je svaki član pojedinačno nadležan za sve neprodate delove emisije tj. samo kada svi članovi konzorcijuma u roku plasiraju svoju kvotu on može biti uspešan. Visina njegove odgovornosti je upravo njegova preuzeta kvota (*underwriting-quote*). Kada je svoju kvotu plasirao, članu konzorcijuma se stavlja u nadležnost neprodati deo emisije ekvivalentan riziku emisije koji je preuzeo. Kod ovog tipa posebno dolazi do izražaja uspešnost "selling" grupe banaka.

Postupak emisije sa najznačajnijim datumima može se pojednostavljeno prikazati sledećom globalnom šemom:

- ❑ X minus 4 nedelje: banka glavni menadžer prima sve neophodne podatke (osnovu) za izradu prospekta.
- ❑ X minus 5 dana: pregovori između banke glavnog menadžera i emitenta o privremenom datumu i uslovima emisije.
- ❑ X minus 1 dan: emitent i banka glavni menadžer utvrđuju podesne članove konzorcijuma.
- ❑ X = datum objavljivanja (*announcement date*): dan objavljivanja nove emisije i poziv bankama menadžerima

(underwriter) i bankama članicama "selling" grupe.

- ❑ X plus 5 dana: odgovor banaka menadžera o prihvatanju ili odbijanju učešća u konzorcijumu.
- ❑ X plus 15 dana, datum ponude (*offering date*): dan potpisa svih ugovora vezanih za emisiju.

Kada se okonča prodaja novoemitovanih hartija od vrednosti konzorcijum se raspušta i dalje transakcije sa novoemitovanim hartijama od vrednosti odvijaju se na sekundarnom tržištu, berzama ili vanberzanskom tržištu (eng. over the counter market - OTC).

4. Motivi sprovođenja, struktura i faze IPO

Najvažniji motivi za sprovođenje IPO u jednoj kompaniji su prikupljanje dodatnog kapitala radi sprovođenja ideje rasta kompanije i snižavanje nivoa zaduženosti kompanije⁵. Često su i postojeći vlasnici, institucionalni ili individualni investitori, "venture" kapitalisti ili država u postupku prodaje svog kapitala kroz različite modele privatizacije, zainteresovani da firma bude listirana na berzi, jer se na taj način ujedno povećava i vrednost njihovih akcija i uvode mehanizmi korporativnog upravljanja. Postupku IPO prethode opsežne pripreme u samoj kompaniji. Pre svega, neophodno je da sami vlasnici i menadžment procene da li su poslovni rezultati kompanije i grana u kojoj posluje dovoljno atraktivni za investiranje, odnosno da li je sama kompanija dovoljno profitabilna i perspektivna za ulaganje, kao i da li su finansijske i druge performanse na visokom nivou.

Dakle, neophodno da kompanija ima stabilnu tržišnu i finansijsku poziciju, prepoznatljiv brend, realne mogućnosti razvoja, određen nivo profitabilnosti, odgovarajuću kadrovsku strukturu, kao i profesionalne, partnerske i kooperativne odnose sa okruženjem, međunarodno sertifikovane procese i proizvode i da ima uspostavljen delotvoran mehanizam poslovnog i finansijskog izveštavanja i interne kontrole, odnosno da je spremna da isti brzo primenjuje. S obzirom da je proces IPO izuzetno složen i dugotrajan i uključuje veliki broj internih i eksternih članova tima, isti možemo podeliti u tri faze, i to: pripremnu fazu, fazu realizacije i fazu stabilizacije. Međutim, pre elaboriranja navedenih faza IPO, navest ćemo da se i prema područjima može odrediti vrsta aktivnosti koje su od važnosti za uspešno sprovođenje IPO⁶.

- ❑ Restrukturiranje firme - obavlja se po sektorima, kroz uređenje vlasničkih odnosa, imenovanje adekvatnog menadžmenta.
- ❑ Finansiranje kompanije kroz partnerstva s profesionalnim investitorima (institucionalnim ili individualnim) je oročen na 3-5 godina, te je investitor zainteresovan da se firma u koju je investirao, kotira na berzi, kako zbog sprovođenja izlazne strategije (eng.

⁵ Ross Geddes, *IPOs & Equity Offerings*, Butterworth-Heinmann, 2003., str. 6-10

⁶ VII Međunarodna konferencija Beogradske berze ad Beograd, 2008, prezentacija Richard Stout, City Bank

exit), tako i zbog povećanja vrednosti akcija, do čega je uobičajeno dolazilo na berzi nakon sprovedenog IPO-a.

- ❑ Finansije - omogućavanje savetnicima pristup svim potrebnim finansijskim podacima, izrada analiza, implementacija međunarodnih finansijskih standarda u potpunosti;
- ❑ Investiciona priča i komunikacija - sačinjavanje "investicione priče" i pronalaženje najbolje argumentacije za investiranje na temelju biznis plana, kao i utvrđivanje ciljeva u komunikaciji s investitorima.
- ❑ Interno planiranje - osiguravanje ljudstva, sačinjavanje jasnog plana s dodeljenim zadacima članovima tima.
- ❑ Korporativno upravljanje - implementacija principa korporativnog upravljanja, formiranje potrebnih organa, sačinjavanje procedura izvještavanja.
- ❑ Odabir eksternih konsultanata.

4.1 Pripremna faza IPO

Karakteristično je da je kompanija pre ulaska u IPO proces poslovala u nekoj od zatvorenih formi privrednih društava, te da u procesu emitovanja akcija mora preći u javno otvoreno akcionarsko društvo, kojom prilikom se vrši i obavezna korporatizacija kapitala, odnosno pretvaranje udela u akcije. Deo ovog postupka može biti i smanjenje nominalne vrednosti akcija (eng. *split*) ukoliko se radi o zatvorenom akcionarskom društvu u kome je nominalni iznos akcije bio mnogostruko veći od uobičajenog nominalnog iznosa akcija uključenih na tržište. Izlasku u javnost prethodi rešavanje svih eventualnih nejasnoća koje se mogu pojaviti na relaciji vlasnik - kapital, usklađivanje sa svim aspektima korporativnih i drugih zakona, odnosno okončanje započetog restrukturiranja. Iskustva iz uporedne prakse nedvosmisleno pokazuju da je vrlo važno da se pre početka procesa IPO odrede kadrovi (menadžment i stručne službe) koji će se posvetiti sprovođenju brojnih zahteva i procedura odnosno, pružati bitne informacije i dokumentaciju savetnicima.

Društvo mora da odabere tim konsultanata koji će pomagati u sačinjavanju strategije, izvršiti procenu vrednosti subjekta, utvrditi cenu ili raspon cene akcija i pripremiti na najbolji način pravnu dokumentaciju za izlazak u javnost. U najvećem broju slučajeva tim čine finansijski konsultanti čija je uloga i najveća i to nezavisni konsultanti, investicione banke, brokersko-dilerska društva i to samostalno ili kroz zajednički nastup - tzv. sindikat, kao i revizori, pravni savetnici, stručnjaci za područje tržište kapitala i korporativno upravljanje i savetnici za marketing koji razvijaju strategiju pristupa ulagačima i nastup firme na tržištu. Proces odabira savetnika je dvostran, pa se često događa da investiciona banka podjednako pristupno bira svoje klijente ili čak odbija poslove na kojima bi vrednost transakcije bila ispod određenog limita, a zbog očuvanja reputacije investicione banke.

Investiciona banka može postupati samostalno ili zajedno s više konsultanata, banaka ili brokera, kada govorimo o "sindikatu" učesnika koji zajedno učestvuju u promociji i prodaji prve emisije akcija: članovi između sebe

odlučuju o predvodniku i on se naziva lider sindikata (eng. *lead manager*). Savetnici pored navednog provode i detaljnu analizu firme (eng. *due diligence*) i to finansijsku, pravnu i komercijalnu, pružaju pomoć u ispunjavanju svih ostalih preduslova koji se zahtevaju od listiranih firmi, kao što su uvođenje načela korporativnog upravljanja, izrada biznis plana i pripremanje investicijske priče (eng. *investment story*) kao i relevantne dokumentacije (odluke, prospekt i dr.). Savetnici takođe pomažu u pripremi timova za prezentaciju i animiranje investitora tokom faze prezentacije i prodaje akcija (eng. *road-show faza*) i dr.⁷

Prilikom angažovanja investicione banke određuje se da li će se izdavanje emisije vršiti kroz ugovor o čvrstom (tvrdom) aranžmanu ili nekoj drugoj formi, kada govorimo o potpisniku, odnosno pokrovitelju emisije (eng. *underwriter*) ili o agentu emisije. Pokrovitelj emisije ima obavezu da nakon izdavanja akcija otkupi od izdavaoca čitavu količinu akcija ili se obaveže da neotkupljenu količinu naknadno otkupi, dok se agent emisije obavezuje da što bolje promovise IPO kod investitora, pri čemu ne postoji obaveza otkupa akcija kompanije.

4.2 Faza realizacije IPO

Savetnici firme zajedno s kompanijom utvrđuju vrednosti akcija buduće emisije, odnosno raspon akcija, kao i ciljne investitore. U ovoj fazi se emituje odluka o izdavanju akcija kojom se utvrđuju svi relevantni elementi. Pokrovitelj emisije odlučuje da li će se određeni broj akcija rezervisati za veće institucionalne investitore, manji broj nsitucionalnih odnosno veći broj individualnih investitora, garantovane količine akcija određenim investitorima. Takođe se definiše i pitanje prepisa emisije (eng. *overallocation*) i mogućnost da investiciona banka ima prava prihvatiti i do 15% akcija preko inicijalno izdanog broja akcija. U ovoj fazi se određuje i koliko će akcija nove emisije pripasti zaposlenima ili čak i osobama izvan firme.

Nakon definisanja navedenih bitnih pitanja, priprema se dokumentacija potrebna za podnošenje regulatornom telu radi odobrenja ili registracije nove emisije akcija, kada započinje faza realizacije IPO. Ova faza najčešće započinje podnošenjem zahteva za registraciju emisije s prospektom i traje oko 20-tak dana. Uz zahtev za registraciju i prospekt, dostavljaju se i prateći dokumenti i to ugovor s potpisnikom emisije, osnivački akt, opšti akti, značajni ugovori, pravna mišljenja i drugi dokumenti koji se ne dostavljaju investitorima i koje regulatorno telo tretira kao poverljive informacije. Uobičajeno je da regulatorno telo svojim aktima reguliše sadržaj i formu neophodne dokumentacije i prospekta. Kada regulatorno telo odobri prospekt, započinje animiranje investitora koje se vrši kroz organizovanje niza kontakata između investitora i tima firme koji vrši prezentaciju. Animiranje traje oko dve nedelje i podrazumeva brojna putovanja i sastanke kako s više investitora istovremeno, tako i sastanke "u četiri

⁷ Katarina Ellis, Roni Michaely, Maureen O'Hara, A Guide to the Initial Public Offering Process, dostupno na adresi <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Guide.pdf>, 27.01.2010., str. 3-5

oka", s institucionalnim tako i sa pojedinačnim, individualnim investitorima.

Za vreme trajanja faze realizacije IPO, podnose se nalozi od strane potencijalnih investitora, pri čemu razlikujemo limitirane ili tržišne račune. Princip ponude i tražnje dalje utiče na eventualni upis emisije, odnosno na formiranje cene akcija (book-building). Poslednjeg dana zatvaranja ponude, investiciona banka i kompanija konačno odlučuju o ceni akcija, na temelju strukture i opsega podnesenih naloga, odnosno definišu cenu i odlučuju da li će dozvoliti upis emisije (naknadno emitovanje dodatne količine akcija). Pored navedenog načina prodaje poznati su i sistemi fiksne cene i aukcije "Holandska aukcija" (*dutch auction*), koja se ogleda u licitiranju cene od najviše ka najnižoj prihvatljivoj za početak aukcije, direktna prodaja (eng. *Direct sale*) kada kompanija organizuje IPO bez pokrovitelja ili agenta emisije i direktno prodaje akcije investitorima⁸.

4.3 Faza stabilizacije (Post-IPO faza)

Postoje razvijeni mehanizmi stabilizacije cene akcija iz procesa IPO, koju obavljaju ili investiciona banka ili ovlašteni brokeri kroz mehanizme tzv. "manipulacije" cenom na tržištu koja je samo u ovom slučaju dozvoljena. Manipulacija, odnosno održavanje cene u određenim okvirima je dozvoljena u jednom kraćem razdoblju koji traje do 45 dana. U ovoj fazi je još uvek na snazi sporazum o zabrani prodaje akcija (eng. *lock-up agreement*), uspostavljen prema određenim kategorijama akcionara (većinski vlasnici, menadžeri i dr.) u trajanju od 6 meseci do 2 godine, zavisno od vrste zabrane i kategorije vlasništva. IPO dovodi do velikih promena u samom akcionarskom društvu i zahteva veliko prilagođavanje zaposlenih, menadžmenta i vlasnika novonastaloj situaciji, odnosno velikom broju novih akcionara i drugim obavezama javnog društva. Stoga možemo uočiti kako pozitivne, tako i negativne strane uspešno okončane IPO. Kao pozitivne strane autori najčešće ističu sledeće⁹:

- ❑ dolazak do finansijskih sredstava na trajnoj osnovi i povoljno finansiranje poslovanja ili pribavljanje kapitala za daljnje akvizicije;
- ❑ likvidnost koja se manifestuje kroz mogućnost lakog unovčavanja akcija i njihovog pretvaranja u gotovinu i povećana cena akcija;
- ❑ motivacija menadžmenta i zaposlenih kroz davanje mogućnosti da se steknu akcije;
- ❑ pristup alternativnim izvorima finansiranja;
- ❑ prepoznatljivost, vidljivost i prestiž koji firma stiče i
- ❑ dodatne prednosti - postojanje jasne strategije implementirane kroz biznis plan kao i uređeno korporativno upravljanje i izveštavanje.

Negativne strane su najčešće povezane s povećanim troškovima društva, obavezom objavljivanja i usklađivanja sa propisima iz oblasti hartija od vrednosti, te se najčešće ističe:

- ❑ dugotrajan i skup proces organizovanja i sprovođenja IPO zbog angažovanja konsultanata i revizora, brokera, advokata IR (eng. *investor relation*) konsultanata i drugih osoba uključenih u IPO proces, troškovi objavljivanja i implementacije korporativnog upravljanja;
- ❑ transparentnost i dostupnost poslovnih rezultata široj javnosti, redovno izveštavanje javnosti i akcionara;
- ❑ nadzor od strane regulatornih tela i obaveza usklađivanja sa zakonima iz oblasti hartija od vrednosti i drugim relevantnim zakonima i
- ❑ mogućnost neprijateljskog preuzimanja od strane većih kompanija.

4.4 Odgovornost banaka i drugih finansijskih organizacija za sadržinu prospekta

Banke i druge finansijske organizacije u postupku emisije nekog drugog emitenta, međutim, nemaju status ponudioca – adresata obaveze objavljivanja prospekta, pa ne mogu po tom osnovu odgovarati za sadržinu prospekta. Ukoliko su predmet javne ponude nove hartije od vrednosti, onda svojstvo ponudioca u svakom slučaju ima izdavalac (emitent), bez obzira na pitanje da li izdavalac sam vrši izdavanje ili ga vrši uz pomoć pokrovitelja emisije. Ovo iz razloga što nove hartije od vrednosti ne mogu biti predmet javne ponude protivno volji samog izdavaoca. Da li u tom slučaju izdavalac samostalno istupa ili uz pomoć finansijskog posrednika koji može ali i ne mora čvrsto preuzeti ponudene hartije od vrednosti, za svojstvo izdavaoca kao ponudioca ostaje ne bitno. U prilog tome govori i ekonomska uloga finansijskog posrednika.

Za razliku od preprodaje od strane ulagača koja nije niti željena, niti pod kontrolom izdavaoca (prvobitnog ponudioca), finansijski posrednik izdavaocu služi prvenstveno tome da njegove hartije od vrednosti dovede do javnosti. Stoga je ovde izdavalac adresat obaveze u vezi sa prospektom. To nije finansijski posrednik bez obzira na činjenicu što on učestvuje u distribuciji i plasmanu hartija od vrednosti. Izdavalac kao prvobitni ponudilac i dalje upravlja svojom ponudom i ugovorom sa finansijskim posrednikom može odrediti da li će ponuda biti upućena javnosti ili će biti privatna i u skladu sa tim „prospektno” neobavezujuća.

Pitanje odgovornosti banaka i drugih finansijskih organizacija, u slučaju kada one nemaju status emitenta odnosno ponudioca, kod nas i u uporednom pravu nije na jedinstven način regulisano. Ipak, u pozitivnom pravu su se izdvojila dva slučaja u kojima banke i druge finansijske organizacije mogu odgovarati za sadržinu prospekta. To su učestovanje u izradi (pripremi) prospekta i preuzimanje odgovornosti za njegovu sadržinu.

4.5 Učestvovanje u izradi (pripremi) prospekta

⁸ Jean-Francois Gajewski, Carole Gresse, "A Survey of the European IPO Market", ECMI Paper, No.2/2006, dostupno na:

<http://se1.isn.ch/serviceengine/FileContent?serviceID=47&fileid=548ED943-ED54-17EC-E45B70664526&lng=en> 27.01.2010.

⁹Ross Geddes, *IPOs & Equity Offerings*, Butterworth-Heinemann, 2003, str. 24-26

Učestvovanje u izradi (pripremi) prospekta regulisano je kako u našem tako i u uporednom pravu. U ovu grupu lica spadaju ona koja nisu preuzela odgovornost za tačnost i potpunost podataka sadržanih u prospektu, ali su imala uticaj na njegovu izradu u celini tj. lica koja slikovito rečeno stoje iza njega. Pored „vođenja društva“ ovde je neophodno izvršenje posebnog uticaja. Član 27 st. 6 *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* predviđa da za prouzrokovanu štetu pored izdavaoca solidarno odgovaraju revizor i sva druga lica koja su učestvovala u pripremi prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i skraćenog prospekta, ako su znala, odnosno zbog prirode posla koji obavljaju morala znati da su podaci netačni, odnosno nepotpuni. U „grupu drugih lica“ svakako mogu potpasti i banke i druge finansijske organizacije.

4.6 Preuzimanje odgovornosti za sadržinu prospekta

Kod preuzimanja odgovornosti za sadržinu prospekta odlučujuće da li je banka prema spoljnom izgledu (slici) prospekta sa stanovišta ulagača preuzela odgovornost za njegovu sadržinu. U praksi su to slučajevi u kojima su jedna banka ili više banaka iz okvira konzorcijuma banaka kao takve naznačene u prospektu, ili ako su potpisale prospekt pa se na osnovu toga može dokumentovati njihova odgovornost za njegovu sadržinu, uprkos činjenici što nisu učestvovala u njegovoj izradi. Drugim rečima, preuzimalac emisije, po pravilu odgovara za sadržinu prospekta, ako je u njemu naznačena takva njegova uloga. S druge strane, naznačenje banke u kojoj se nalazi samo tzv. prodajno mesto (mesto upisa), ne može predstavljati osnov odgovornosti te banke za sadržinu prospekta. Nakon sprovedene javne ponude čiji su predmet nove hartije od vrednosti (mada se isto odnosi i na hartije od vrednosti koje su emitovane u direktnoj emisiji) neophodno je izvršiti upis i registraciju istih. Postupak registracije i upisa emitovanih hartija od vrednosti u Centralnom registru sastoji se iz: dodeljivanja CFI koda i ISIN broja hartije od vrednosti, upisa istih na emisioni račun izdavaoca i na račune zakonskih imalaca hartija od vrednosti.

5. Zaključak

Za vreme trajanja svetske ekonomske krize potrebno je omogućiti privrednim društvima jednostavniji pristup izvorima kapitala i ne vezivati ih isključivo za banke i bankarske kredite. IPO je upravo jedan od mehanizama za pribavljanje svežeg kapitala na tržištu. Sistem i mehanizam IPO je vrlo kompleksan i traži ključnu ulogu banaka kao konsultanata i vodiča kroz čitav proces.

U svim fazama IPO od pripreme kroz objavljivanje prospekta pa do faze realizacije i nakon toga stabilizacije na tržištu banke predvodeći sindikat savetnika i konsultanata vode korporaciju kroz IPO proces na tržištu kapitala. Dva osnovna metoda emisije hartija od vrednosti su javna emisija i privatna emisija. Praktična iskustva, pre svega u zemljama tržišne privrede, dovela su do fomiranja različitih tipova konzorcijuma banaka a u funkciji što

uspešnije emisije hartija od vrednosti, kao što su: *Best-efforts* konzorcijum, *Steand-by* konzorcijum, Chicago konzorcijum, tip konzorcijuma “à La parisienne” i *Unlimited Liability Syndication*. Proces inicijalne javne ponude akcija u našim uslovima, s jedne strane, u formalno pravnom smislu predstavlja proces stvaranja akcionarskih društava, dok, s druge strane, u sadržinskom smislu predstavlja proces prikupljanja investicionog kapitala za finansiranje preduzeća.

Inicijalna javna ponuda (IPO) predstavlja pravni institut koji je regulisan u našim pozitivnim zakonskim propisima i u uporednom pravu, dok prospekt predstavlja operativno tehnički instrument u funkciji što uspešnije emisije hartija od vrednosti. Investicioni bankar kao finansijski posrednik emitentu služi prvenstveno tome da njegove hartije od vrednosti dovede do najšire javnosti, pa stoga je ovde emitent adresat obaveze u vezi sa prospektom. To nije investicioni bankar kao finansijski posrednik bez obzira na činjenicu što on učestvuje u distribuciji i plasmanu hartija od vrednosti.

U pozitivnom pravu su se izdvojila dva slučaja u kojima banke i druge finansijske organizacije mogu odgovarati za sadržinu prospekta. To su a) učestvovanje u izradi (pripremi) prospekta i b) preuzimanje odgovornosti za njegovu sadržinu ali samo u slučajevima utvrđenim pozitivnim zakonskim propisima. Premda se u radu analizira značaj i prednosti javne ponude u odnosu na privatnu ponudu i obrazlaže prednosti prve, treba istaći da u srpskim uslovima privređivanja ne mogu svi emitenti da odgovore uslovima predviđenim za emitovanje hartija od vrednosti javnom ponudom.

Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima predviđeno je da se izdavanje hartija od vrednosti vrši upućivanjem javne ponude hartija od vrednosti. Izdavanje hartija od vrednosti putem privatne ponude dopušteno je samo izuzetno u zakonom predviđenim slučajevima i unapred utvrđenoj kategoriji investitora što emitentima ne stvara mogućnost da odluče da li će emitovati hartije od vrednosti javnom ili privatnom ponudom.

Literatura

Aggarwal, R. (2000), „Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, br. 3.

Derrien, F., Womack K. (2003), „Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets“, *The Review of Financial Studies*, April.

Ellis, K., Michaely, R., O'Hara, M., *A Guide to the Initial Public Offering Process*, <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Guide.pdf> (preuzeto: 12.04.2010).

Gajewski, J. F., Gresse, C. (2006) “A Survey of the European IPO Market“, *ECMIPaper*, No.2/<http://se1.isn.ch/serviceengine/FileContent?serviceID=47&fileid=548ED943-ED54-17EC-ECB3-E45B70664526> &lng=en.

Geddes, R. (2003), *IPOs & Equity Offerings*, Butterworth-Heinmann.

Komazec, S., Zdravković, D. i dr. (1998), *Financijska tržišta i berze*, Niš.

Sunders, A., Cornett Marcia ,M. (2006): *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb: Masmedia.

VII Međunarodna konferencija Beogradske berze ad Beograd, 2008, prezentacija Richard Stout, City Bank.

<http://www.iosco.org>

<http://www.sec.gov.rs>
