

**Жељко Николов,**  
**YU ГАРАНТ БАНКА а.д., Београд**

## **Иницијална понуда акција на финансијском тржишту**

### **Резиме**

Процес иницијалне понуде акција (ИПА) на финансијском тржишту подразумева излазак емитента на финансијско тржиште, односно понуду учињену општој инвестиционој јавности. Ради се о јавној понуди акција, за разлику од нејавне понуде акција. У формалноправном смислу, процес иницијалне јавне понуде акција представља процес стварања акционарских друштава сукцесивним оснивањем (иницијална јавна понуда акција), за разлику од поступка симултаног оснивања акционарских друштава (иницијална нејавна понуда акција). У садржинском смислу процес иницијалне јавне понуде акција представља процес прикупљања инвестиционог капитала за финансирање предузећа. *Ratio legis* процеса иницијалне јавне понуде акција представља конституисање предузећа као отворених друштава, изражавање вредности капитала предузећа као акцијског капитала, приступање предузећа тржишту капитала и оцењивање његове вредности на том тржишту. У процесу иницијалне јавне понуде акција предузећа, као субјекти права, постају јавна, али не у смислу јавних предузећа, (предузеће које обавља делатност од општег интереса), већ у смислу изласка у инвестициону јавност (финансијско тржиште), ради прикупљања додатног капитала.

Циљ стварања акционарског друштва је у начину финансирања и пословања (правно – финансијски стандарди управљања, менаџмент). Прибављање сопственог капитала емисијом акција зависи од кредитних услова, односно висина каматне стопе која се плаћа на кредитна задужења, али и од процене пре-

дузећа да ли је за њега корисније финансирање емисијом акција, будући да се на тај начин смањује финансијско напрезање. У том смислу, емисија акција подразумева скуп радњи и поступака које су неопходне како би емитент извршио прикупљање средстава и формирао акционарски капитал.

Емитовање акција прве емисије у СРЈ спроводи се у складу са одредбама Закона о предузећима, с обзиром да се њима уређују сва питања од значаја за издавање, упис, уплату и извршавање других обавеза у поступку конституисања предузећа, док се емисија акција и целокупан поступак издавања акција у наредним емисијама, обезбеђује у складу са Законом о хартијама од вредности. Ово значи да се односу на акционарско друштво које се оснива морају поштовати одредбе савезног закона који је уредио организационе облике оснивања правних лица, где значајно место имају друштва капитала у која спадају, поред осталог, акционарска друштва.

Када се ради о оснивању акционарског друштва законодавац је прописао два начина и то: оснивачи-акционари могу основати акционарско друштво откупом свих акција приликом оснивања (симултано оснивање - иницијална нејавна понуда акција) или упућивањем јавног позива за откуп акција (сукцесивно оснивање - иницијална јавна понуда акција). Симултано оснивање подразумева да се оно оснива без упућивања јавног позива за упис и уплату акција и овај вид оснивања познат је под називом истовремено оснивање акционарског друштва. Сукцесивно или постепено оснивање акционарског друштва подразумева да се, упућивањем јавног позива трећим лицима за упис и куповину акција, обезбеђује неопходан капитал за оснивање овог облика организовања предузећа. Наведена два облика оснивања акционарског друштва подразумевају да субјекти - оснивачи требају да респектују законску процедуру у погледу захтева минималног капитала за оснивање, броја оснивача и обезбеђења других услова, који као минимум требају да буду испуњени.

Америчке компаније се, углавном, највише ослањају на финансирање своје емисијом акција, која се јавља у два облика:

1) Јавна понуда (енгл. public issue) подразумева да компанија мора да испуни захтеве прописане законом, тј. да региструје акције код SEC-а, (енгл. Securities and Exchange Commission, Комисија за ефекте и берзе), а јавља се у два вида:

а) Општа понуда (енгл. general offer) која је усмерена према свим потенцијалним инвеститорима, а може бити:

- Иницијална јавна понуда (енгл. initial public offering - IPO) се односи на прву емисију акција компанија који по први пут емитују акције и

- Нова – наредна емисија (енгл. seasoned public offering) односи се на нову емисију акција компанија чије се акције налазе у рукама јавности;

б) Привилегована јавна понуда (енгл. privileged subscription, или енгл. right issue) која је ограничена на постојеће акционаре компаније које располажу

правом прече куповине и јавља се као опција код друге и свих следећих емисија акција док се IPO односи само на прву емисију;

2) Приватна понуда (енгл. private placement), подразумева директан пласман институционалним инвеститорима. Примењује се кад се жели избећи процедура регистрације акција код SEC-а и емитент се договара са неколико већих инвеститора о директном пласману својих ефеката.

### Регулаторни оквир

Законска процедура емитовања акција је у нераскидивој вези са сегментом тржишта капитала на коме емитент жели да пласира своје ефекте. Да би емитент могао да реализује одлуку о емисији и пласману ефеката, односно да би се задовољили услови за трговину ефектима, неопходно је да се испоштује законска процедура. Различите врсте ефеката, у законском погледу, изискују и различите поступке емитента и његових посредника у склопу послова емисије и пласмана. Међутим и поред тога што сваки ефекат, зависно од својих специфичности, захтева и различите поступке у периоду емисије, ипак се из тих специфичних технологија могу издвојити поступци који су заједнички за све ефекте намењени за прикупљање дугорочних финансијских средстава - капитала. Тако да се укупне радње могу груписати у следеће фазе:

- припреме за доношење одлуке о емисији;
- доношење одлуке;
- реализација одлуке о емисији ефеката.

Често се појам ефекат изједначава са појмом хартија од вредности. У развијеним берзанским законодавствима та два појма су јасно разграничена. Појам, хартије од вредности је шири појам од појма ефеката, јер, поред новчаних, обухвата и реалне хартије од вредности (нпр. коносман, складишница и др.).

### Одређивање иницијалне понуде акција

Процес иницијалне понуде акција (IPA)<sup>1)</sup> на финансијском тржишту подразумева излазак емитента на финансијско тржиште, односно понуду учињену општој инвестиционој јавности. Ради се о јавној понуди акција, за разлику од нејавне понуде акција. У формалном смислу, процес иницијалне јавне понуде акција представља процес стварања акционарских друштава сукцесивним оснивањем (*иницијална јавна понуда акција*), за разлику од поступка симултаног оснивања акционарских друштава (*иницијална нејавна понуда акција*). У садржинском смислу процес иницијалне јавне понуде акција представља процес прикупљања инвестиционог капитала за финансирање предузећа. *Ra-*

1. Појам иницијалне понуде акција у овом раду се користи у смислу јавне понуде акција, за разлику од нејавне понуде акција.

*tiō legis* процеса иницијалне јавне понуде акција представља констатацију уписање предузећа као оиворених друштва, изражавање вредности капитала предузећа као акцијског капитала, присуство предузећа тржишту капитала и оцењивање његове вредности на том тржишту. У процесу иницијалне јавне понуде акција предузећа, као субјекти права, постају јавна, али не у смислу јавних предузећа, (предузеће које обавља делатност од општег интереса), већ у смислу изласка у инвестициону јавност (финансијско тржиште), ради прикупљања додатног капитала.

Циљ стварања акционарског друштва је у начину финансирања и пословања (правно – финансијски стандарди управљања, менаџмент). Прибављање сопственог капитала емисијом акција зависи од кредитних услова, односно висина каматне стопе која се плаћа на кредитна задужења, али и од процене предузећа да ли је за њега корисније финансирање емисијом акција, будући да се на тај начин смањује финансијско напрезање.<sup>2)</sup>

У том смислу, емисија акција подразумева скуп радњи и поступака које су неопходне како би емитент извршио прикупљање средстава и формирао акционарски капитал.

### **Институционални услови финансирања емисијом акција**

Да би се искористиле предности финансирањем емисијом акција потребно је да постоји одређени институционални услови у оквиру којих ће функционисати тржиште новца и тржиште капитала, затим девизно тржиште, као и специјализоване организације за посредовање у емисији ефеката (тржишна инфраструктура), те постојање органа за државну контролу пословања ефектима. Коришћење таквог начина финансирања смањује зависност привреде од банкарског кредита.

Разлози због којих компаније иду у јавност (енгл. go public) су многобројни, а обично су то:<sup>3)</sup>

- ограничене могућности прибављања додатног капитала;
- тешкоће које изазива повлачење власника;
- висок ризик коме је изложен власник;
- успостављање тржишне вредности компаније;
- обезбеђење веће секундарне ликвидности постојећим власницима успостављањем тржишта за акције;
- смањене зависности од дужничког финансирања;
- престиж.

2. Љутић Б. (1998) Инвестиције: Основе берзанског и банкарског пословања, Уџбеник на Правном факултету у Београду.

3. (1992). *Strategies for going public*, New York: Deloitte&Touche.

### Емитовање акција у СР Југославији

Емитовање акција прве емисије у СРЈ спроводи се у складу са одредбама Закона о предузећима, с обзиром да се њима уређују сва питања од значаја за издавање, упис, уплату и извршавање других обавеза у поступку конституисања предузећа, док се емисија акција и целокупан поступак издавања акција у наредним емисијама, обезбеђује у складу са Законом о хартијама од вредности. Ово значи да се у односу на акционарско друштво које се оснива морају поштовати одредбе савезног закона који је уредио организационе облике оснивања правних лица, где значајно место имају друштва капитала у која спадају, поред осталог, акционарска друштва.<sup>4)</sup>

Када се ради о оснивању акционарског друштва законодавац је прописао два начина и то: оснивачи-акционари могу основати акционарско друштво откупом свих акција приликом оснивања (симултано оснивање - *иницијална нејавна понуда акција*) или упућивањем јавног позива за откуп акција (сукцесивно оснивање - *иницијална јавна понуда акција*). Симултано оснивање подразумева да се оно оснива без упућивања јавног позива за упис и уплату акција и овај вид оснивања познат је под називом *истовремено оснивање акционарског друштва*. *Сукцесивно или постепено оснивање акционарског друштва* подразумева да се, упућивањем јавног позива трећим лицима за упис и куповину акција, обезбеђује неопходан капитал за оснивање овог облика организовања предузећа. Наведена два облика оснивања акционарског друштва подразумевају да субјекти - оснивачи требају да респектују законску процедуру у погледу захтева минималног капитала за оснивање, броја оснивача и обезбеђења других услова, који као минимум требају да буду испуњени.<sup>5)</sup>

### Емитовање акција у САД, земљи са развијеним финансијским тржиштем

Америчке компаније се, углавном, највише ослањају на финансирање развоја емисијом акција, која се јавља у два облика:

1) Јавна понуда (енгл. public issue) подразумева да компанија мора да испуни захтеве прописане законом, тј. да региструје акције код SEC-а, (енгл. Securities and Exchange Commission, Комисија за ефекте и берзе), а јавља се у два вида:

а) *Општија понуда* (енгл. general offer) која је усмерена према свим потенцијалним инвеститорима, а може бити:

- *Иницијална јавна понуда* (енгл. initial public offering - IPO) се односи на прву емисију акција компанија који по први пут емитују акције и

4. Милојевић М., Томић М, Келечевећ Л., Дуканац С., Анђић М (1996) *Пословање новчаним хартијама од вредности*. Београд: Институт за економику и финансије.

5. Васиљевић М. (1997) *Пословно право*. Београд: Савремена администрација.

- *Нова – наредна емисија* (енгл. *seasoned public offering*) односи се на нову емисију акција компанија чије се акције налазе у рукама јавности;

б) *Привилеђована јавна понуда* (енгл. *privileged subscription*, или енгл. *right issue*) која је ограничена на постојеће акционаре компаније које располажу правом прече куповине и јавља се као опција код друге и свих следећих емисија акција док се IPO односи само на прву емисију;

2) *Приватна понуда* (енгл. *private placement*), подразумева директан пласман институционалним инвеститорима. Примењује се кад се жели избећи процедура регистрације акција код SEC-а и емитент се договара са неколико већих инвеститора о директном пласману својих ефеката.<sup>6)</sup>

### Закључак

Процес иницијалне понуде акција на финансијском тржишту подразумева излазак емитента на финансијско тржиште, односно понуду учињену јавности. Ради се о јавној понуди акција, за разлику од нејавне понуде акција. *Ratio legis* процеса иницијалне јавне понуде акција представља конституисање предузећа као отворених друштава, изражавање вредности капитала предузећа као акцијског капитала, приступање предузећа тржишту капитала и оцењивање његове вредности на том тржишту. У процесу иницијалне јавне понуде акција предузећа, као субјекти права, постају јавна, али не у смислу јавних предузећа, (предузеће које обавља делатност од општег интереса), већ у смислу изласка у инвестициону јавност (финансијско тржиште), ради прикупљања додатног капитала.

Основне предности јавне продаје акција су: могућности прикупљања великих износа капитала, лакши приступ изворима финансирања у будућности, бољи корпоративни имиџ, лакше привлачење кључних стручњака, могућност коришћења акција приликом припајања других предузећа и слично. Главни недостаци јавне понуде акција су: разводњавање оснивачког капитала, губитак приватног карактера пословања, значајни трошкови везани за извештавање Комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, одговорност према акционарима, губитак контроле за предузетника, итд.

### Одабране референце:

- (1992) *Strategies for Going Public*. New York: Deloitte&Touche
- Васиљевић М. (1997) *Пословно право*. Београд: Савремена администрација

---

6. Moris K., Siegel A., Дабић С. (1995) *У облику новца - Водич кроз хартије од вредности*. Београд: IQ media.

- 
- Љутић Б. (1998) *Инвестиције: Основе берзанског и банкарског пословања*. Београд: Магистар бизнис администрације-МБА Пресс и Правни факултет Београд
  - Милојевић М., Томић М., Келечевић Л., Дуканац С., Анџић М. (1996). *Пословање новчаним харџијама од вредности*. Београд: Институт за економику и финансије
  - Moris K., Siegel A., Дабић С. (1995) *У облику новца - Водич кроз харџије од вредности*. Београд: IQ media