

Жељко Николов,
адвокат, секретар Yu Garant банке, а.д., Београд

Иницијална јавна понуда акција као механизам заштите јавног интереса

Иницијална јавна понуда акција - ИЈП

Процес иницијалне понуде акција (ИЈП)¹ на финансијском тржишту (енгл. *Initial public offering IPO*) представља прву јавну продају акција једне компаније на берзи капитала. То је сложен процес уласка и котирања предузећа на примарном финансијском тржишту. Може се поделити на следеће фазе: разматрање одлуке о оправданости иницијалне примарне понуде акција, избор инвестиционог банкара, припрема захтева и документације за одобрење емисије код регулаторног тела, промоција предузећа и избор финансијских посредника, одређивање цене по којој ће се акције понудити на тржишту. Сам поступак *»изласка у јавност«* је начин на који се редовне акције по први пут нуде на продају на јавним берзанским тржиштима. То се чини кроз организоване берзе капитално-формалне берзе и посредством инакозваних паралелних односно неформалних берзи (е. *over-the-counter market-OTC*), који неки од наших аутора одређују и као ванберзанско тржиште, мада избор термина у недостатку праве речи ипак није најбољи.² Иницијална јавна понуда акција (ИЈП) је веома значајна, комплексна, професионална и високо осетљива и ризична берзанска активност. ИЈП поседује бројне предности, али и недостатке. Због тога их пажљиво треба вагати и на основу процењених крајњих

1. Иницијална јавна понуда (енгл. Initial Public Offering-IPO), "Економски речник" (2001), Београд: Економски факултет у Београду, 233.
2. Ibid, 743.

ефеката доносити одлуку која ће имати више него сериозне правне, пословне и финансијске консеквенце по добробит фирме, менаџера, акционара, запослених и друштва. Излазак у јавност омогућава компанији и главним акционарима знатно шири и бољи приступ фондовима финансирања, као и додатни пословни престиж и креирање богатства.³⁾ Такав поступак означава да су акције добиле своју праву потврду изражену у тржишној вредности акција на берзи, као тржишту свих тржишта. Сама тржишна вредност акција на берзи је најбољи израз будуће способности фирме да стиче токове профита. Ипак, сваки пословни приступ или одлука повлачи за собом и одређене консеквенце, које се у конкретном случају огледају у обавези емитента кроз процес ИЈП да отвори своје пословне књиге и омогући заинтересованој јавности (постојећи и потенцијални акционари, као и сви други) да стекну увид у финансијску кондицију и профите фирме. Уз то је обавеза емитента у оквиру процедуре ИЈП да обави веома строге, сложене, бројне специфичне радње подношења захтева националном регулаторном телу (код нас је то Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште).⁴⁾ Истовремено бројни аналитичари хартија од вредности повећавају притисак за обелодањивањем периодичних резултата (квартално и чешће), уз растући притисак средстава масовних комуникација и на крају али свакако не на последњем месту великих институционалних инвеститора.⁵⁾

ИЈП представља начин прибављања капитала на берзи акција кроз механизме, радње и поступке везане за излазак емитента акција на финансијско тржиште, односно понуду акција на продају учињену заинтересованој инвестиционој јавности (потенцијални апстрактни инвеститори, који ће постати конкретни акционари). Понуда подразумева да је учињена неком, одређеном или неодређеном кругу лица, значи понуда учињена јавности, најчешће општој јавности, коју можемо одредити као контра позицију која се разликује од пар људи-појединаца-инвеститора.⁶⁾

Процес иницијалне јавне понуде акција представља »образац« стварања акционарских друштава сукцесивним оснивањем и као такав има своје место у укупном функционисању механизма акционарског капитала као стожерне тачке тржишне привреде и демократских слобода. Акције, као власничке хартије од вредности, издају се - емитују, односно како се у законској терминологији дефинише - емитују се по посебно утврђеном поступку. При том треба имати у виду да се ради о емитовању акција у поступку оснивања акционарског друштва, као и о емитовању акција које се потом по први пут реализују у време трајања таквог правног суб-

3. Љутић, Б.Ж. (1999) "Инвестиције: Основе берзанског и банкарског пословања". Друго измењено и допуњено издање. Београд: Магистар бизнис администрације – МВА Press. Шире о максимизација вредности фирме, 125.
4. Уредба о Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште "Службени лист СРЈ", бр.36/95, 9/99, 67/00.
5. Претходна образложења на основу Siegel J.G., Shim J.K., (1990) "Accounting Handbook". New York: Barron's, 433.
6. Шире у Black H.C., Nolan J.R., Conolly M.J. (1983) "Black's Law Dictionary with Pronunciations". Abridged Fifth Edition. St. Paul., Minn. West Publishing Co., 640-41.

јекта током његовог животног века. Оснивачку емисију акција чине акције прве емисије, док се све наредне емисије акција обележавају редним бројевима зависно од тога колико пута је акционарско друштво емитовало акције *наредних-консекутивних емисија*. Акције представљају такве хартије од вредности које означају да је њихов ималац унео одређени део улога у основну главницу (основни капитал) акционарског друштва.⁷⁾

Иницијална јавна понуда акција може се суштински означити као модел прикупљања капитала за финансирање предузећа, у смислу одлуке о начину финансирања пословања предузећа. Финансирање предузећа емитовањем акција је веома моћан финансијски алат ослоњен и који проистиче из више него прецизног и стриктног механизма правне заштите којим се поспешује и убрзава циркулација добара и вредности у националној привреди. Иницијалном јавном понудом акција постиже се конституисање предузећа као отворених друштава, изражавање вредности капитала предузећа као акцијског капитала, приступање предузећа тржишту капитала и оцењивање његове вредности на том тржишту.

Наравно, да би се искористиле предности финансирања емисијом акција потребно је да постоје одређени институционални услови у друштву, у оквиру којих ће функционисати тржиште новца и тржиште капитала, затим девизно тржиште. Услов је постојање и специјализованих организација за посредовање у емисији хартија од вредности (тржишна инфраструктура), као тела за друштвену контролу пословања хартијама од вредности. Коришћење таквог начина финансирања смањује зависност привреде од банкарског кредита и других чисто комерцијалних извора дужничког финансирања.

Иницијална јавна понуда представља прву јавну понуду акција компанија широкој публици, инвеститорима, од стране емитента. Разлози због којих компаније иду у јавност (енгл. *go public*) су многобројни. Најчешћи мотиви су:⁸⁾

- Ограничене могућности прибављања додатног капитала из сопствених или екстерних извора на комерцијалној основи;
- Тешкоће које изазива повлачење власника;
- Висок ризик коме је изложен власник;
- Успостављање тржишне вредности компаније;
- Обезбеђење веће ликвидности постојећим власницима успостављањем тржишта за акције;
- Престиж;
- Смањење зависности од дужничког финансирања.

Укупне радње у процесу иницијалне јавне понуде акција могу се груписати у следеће фазе:

- припреме за доношење одлуке о емисији;

7. Васиљевић М. (1997) "Пословно право", пето измењено и допуњено издање, Београд: Савремена администрација, 97.

8. Љутић Б. Ж. (1999) "Инвестиције: Основе берзанског и банкарског пословања", Београд: друго измењено и допуњено издање, 247.

- доношење одлуке;
- реализација одлуке о емисији ефеката.

Иницијална јавна понуда акција предузећа је сложен и скуп процес који ангажује бројне учеснике, а последице овог процеса не могу се предвидети са извесношћу. Успешно окончање овог процеса подразумева да предузеће испуни низ веома прецизних захтева и критеријума.

Основне предности јавне продаје акција су: могућност прикупљања великих износа капитала, лакши приступ изворима финансирања у будућности, бољи корпоративни имиџ, лакше привлачење и задржавање кључних стручњака, могућност коришћења акција приликом припајања других предузећа и сл.

Главни недостаци јавне продаје акција су: разводњавање оснивачког капитала, губитак чисто приватног карактера пословања, значајни трошкови поступка иницијалне јавне понуде акција, трошкови везани за извештавање регулаторном телу, одговорност према акционарима, губитак контроле за предузетника, итд.

Након доношења одлуке о отпочињању процеса иницијалне примарне емисије акција на тржишту капитала у следећој фази предузетник бира инвестиционог банкара. Улога инвестиционог банкара је да самостално или у сарадњи са другим инвестиционим банкарима обезбеди пласман акција предузећа на тржишту капитала. Поред тога, инвестициони банкар помаже предузећу у припреми захтева и документације за добијање дозволе за емисију акција, промоцији емисије, одређивању цене по којој ће се акције понудити на тржишту и пружа подршку предузећу по изласку на тржиште капитала.

У трећој фази предузетници – менаџери уз помоћ инвестиционог банкара и других стручњака (адвокати, рачуновође, ревизори, инвестициони саветодавци и сл.) припремају захтев и потребна документа која се подносе комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште за одобрење емисије акција. Задатак наведеног регулаторног тела није да утврђује ваљаност хартије од вредности које емитује, нити поузданост емитента, већ да, на основу мишљења овлашћеног ревизора, потврди да је емитент истинито јавно обелоданио материјално битне податке о свом пословању.

Обично пре добијања званичне дозволе за емисију акција почиње наредна, четврта, фаза процеса иницијалне јавне понуде акција. У овој фази предузетник – менаџер и инвестициони банкар почињу са промоцијом предузетничких идеја и представљањем предузећа и његове управе у намери да придобију финансијске посреднике за продају акција. Након свих ових активности, непосредно пре изласка на тржиште капитала доноси се коначна одлука о висини цене по којој ће се акције понудити на тржишту.

Приступ са “дужном пажњом” (due diligence) у поступку ИЈП

У поступку иницијалне јавне понуде акција укупне радње представљају и одређени механизам заштите инвеститора приликом доношења одлуке о куповини

хартија од вредности. Зашто? Приликом куповине предузећа, пакета акција или пак уопште приликом стицања других врста учешћа у једном привредном друштву врло је распрострањена пракса, да се пре закључења уговора заинтересованом купцу омогући увид у документацију продавчевог предузећа и пружи друге релевантне информације о предузећу.⁹⁾ Потенцијални купац на тај начин настоји да утврди праву вредност предузећа, спозна факторе за формирање цене као и да идентификује могуће ризике који су везани за куповину предузећа или стицање удела. За овакву врсту испитивања и анализе предузећа у пословној пракси се искристалисао термин “due diligence” који потиче из америчке праксе фузија и стицања предузећа. У слободном преводу “неопходна брижљивост, дужна пажња”, обухвата по правилу провере свих правних, економских, финансијских и организационих аспеката једног предузећа. Наведени извештај “са дужном пажњом” и резултари једним, по правилу, доста обимним документом, “due diligence” провере спроводе скоро увек инвестиционе банке, ревизори, порески саветници и адвокати који располажу наведеним знањима.

Будући да купац пре закључивања уговора жели да стекне прецизне и поуздане информације о факторима који утичу на утврђивање вредности предузећа, а продавац настоји да пре закључења уговора не саопшти своје пословне тајне, “due diligence” провера се често спроводи по фазама. У првој фази заинтересовани купац прибавља прве информације о предузећу за које је заинтересован и о ситуацији у њему. Ако је продавац иницијатор трансакције, он по правилу ангажује инвестициону банку која израђује проспекат или пак ставља одређену документацију на располагање. Уколико је потенцијални купац након прибављања првих информација и даље заинтересован за куповину, по правилу се потписује тзв. (енгл. “letter of intent”) то јест стандардни документ назван “писмо о намерама”. Друга фаза обухвата период од потписивања “letter of intent” до закључења купопродајног уговора, где потенцијални купац обавља детаљну анализу и проверу друштва продавца-циљна фирма. У овој фази такође постоји опасност да преговори не успеју, због чега ће продавац, поготово ако се ради о купцу који је конкурент, настојати да не саопшти поверљиве податке. Након закључења уговора почиње трећа фаза која траје до такозваног затварања уговора (енгл. “closing”). У овој фази купац по правилу може проверавати што и чини циљно друштво које је предмет потенцијалне куповине, без икаквих ограничења и тражити накнадне преговоре, па чак и раскинути уговор. Потпуно је јасно да се приликом спровођења “due diligence” провере и анализе, потенцијалном купцу саопштавају врло осетљиве информације.

Које се информације обелодањују?

Потенцијалним инвеститорима се обелодањују информације као што су:

- организација и структура предузећа (са посебно назначеним власницима удела), изводи из судског регистра за сва предузећа из наведене групације;

9. Петрикић, Р. (2001) *Давање одобрења управе за спровођење тзв. »due diligence«*. "Право и привреда", број 5-8, 209.

- копије финансијских извештаја и годишњих биланса (консолидовани извештаји који се односе на групацију, као и појединачни извештаји који се односе на свако појединачно предузеће групације);

- комплетан списак свих некретнина које су сада, али и раније биле у власништву предузећа (односно право коришћења земљишта) из групације (спецификајући између осталог и земљиште, као и грађевине), наводећи претходног/садашњег власника, као и све договоре којим се доказује куповина и продаја некретнина;

- списак свих запослених уз навођење старосне структуре, врсте и трајања радног стажа, годишњих примања заједно са премијама, као и услови уговора о раду, правилници о платама и прописи о социјалним давањима;

- списак битних уговора, заједно са подговорачима-субконтракторима;

- копије свих уговора о кредитима и другим зајмовима или уговора које је закључило предузеће као дужник или поверилац и то заједно са копијама свих исправа или докумената којим се пружа средство обезбеђења за било који од наведених уговора (јемство, хипотека, ручна залога, задржавање титулара, уступање потраживања, итд.) трошкова камата;

- копије свих аранжмана о куповини и продаји кредитних хартија од вредности (комерцијални и благајнички записи, обвезнице и сл.);

- битни уговори о испорукама, снабдевању и о одржавању;

- уговори о агентури и дистрибуцији за домаће тржиште и иностранство;

- копије свих стандардних или типских уговора који се редовно закључују са купцима/клијентима;

- било који споразуми који се односе на предузећа из групације, односно на њихове акционаре, као и споразуми којима се даје право контроле трећим лицима над предузећем и то без власништва над икаквим акцијама предузећа;

- списак свих узетих осигурања, а посебно на име штете над имовином, због прекида пословања, као и на име одговорности, у којима треба да буде наведено о ком се осигуравачу ради, која је врста ризика осигурања, на који је износ исплаћено осигурање, као и које су годишње премије.

- списак свих трговинских марки које су у власништву или које је користило предузеће и то заједно са изводима из регистра трговинских марки уз документа о њиховом трансферу;

- списак свих патената у власништву или које је користило предузеће и то заједно са изводима из регистра патената уз документа о њиховом трансферу;

- списак свих судских спорова који су у току уз навођење странака у процесу, надлежног суда, природе тужбеног захтева, износа у спору, статуса процеса и ризике повезане са процесом;

- списак пресуда и арбитражних одлука или поравнања које још увек нису спроведена.

Дефинисање јавног интереса

Јавни интерес представља интерес целе друштвене заједнице или појединих њених и то знатних делова о коме право уопште мора да води рачуна.¹⁰⁾ Право увек мора да штити јавни интерес. Ово, разуме се, не значи да оно не треба да штити и одређене приватне интересе. Али то значи две ствари: приватни интереси се штите само кад су изричито одређени правом, док се јавни интерес штити увек. Друго, приватни интереси се штите у ствари само ако су у складу са јавним интересом, тачније: ако су саставни део јавног интереса. То не значи да се при заштити приватних интереса који су правом изричито заштићени може ценити да ли та заштита улази у јавни интерес, јер је то већ оценио доносилац односних норми. Јавни интерес је, у ствари, највиши ранг правног регулисања уздигнут на општи интерес, тј. онај општи интерес који је правно утврђен и изражен. Јавни интерес је правни појам. Он је саставни део позитивно правног поретка једне земље. Проузрокује само правне последице и може се, у случају отпора или противљења захтевима у њему садржаним, остварити и уз употребу државне принуде. Будући да је изражен општом нормом, која је апстрактна и недовољно прецизна, садржина јавног интереса често није унапред одређена за све случајеве подједнако.

Јавни интерес и ИЈП

Целокупна процедура припреме, регистрација и сам поступак емисије акција за које је потребно одобрење у нашој земљи, по савезном правном режиму спроводи се у складу са Законом о хартијама од вредности,¹¹⁾ Уредбом о Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште,¹²⁾ и Правилником о обезбеђивању услова за функционисање финансијског тржишта.¹³⁾ Претходни акт је донела Комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште и њиме се операционализује процедура емисије хартија од вредности и друга питања битна за функционисање финансијског тржишта.

Наиме, посебна пажња је посвећена надзору над пословањем са хартијама од вредности. Надзор се састоји у обезбеђивању квалитетних хартија од вредности, спровођењу одговарајуће финансијске дисциплине у трговини хартијама од вредности и спровођењу контролне функције, у односу на лица која послују са хартијама од вредности. Надзор над пословањем хартијама од вредности поверен је Комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште, која је конституисана по

10. Перовић С. /главни уредник/ (1989) "Правна енциклопедија", Београд, Савремена администрација, Београд, 582.

11. Закон о хартијама од вредности "Службени лист СРЈ" бр. 26/95, 28/96, 59/98, 20/99, 44/99.

12. Уредба о Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште "Службени лист СРЈ" бр. 36/95, 9/99, 67/00.

13. Правилник о обезбеђењу услова за функционисање финансијског тржишта. "Службени лист СРЈ" бр. 2/96, 8/98, 63/98.

Закону о хартијама од вредности из 1989. године. Свој садашњи правни статус је усагласила са садашњим Законом о хартијама од вредности, на основу посебне уредбе савезне владе.

У оквиру надлежности Комисије за хартије од вредности изузетан значај има њена функција која се састоји у давању одобрења за емисију акција. Емитенти, акционарска друштва, обавезни су да спроведу поступак за добијање одобрења за емисију акција. Овај поступак се састоји у подношењу захтева и прописане документације неопходне за сагледавање правног статуса емитента, његовог финансијског положаја и перспективе у погледу развојне и пословне политике, која је опредељена као циљ пословања акционарског друштва. Због важности и значаја, у свим земљама света које имају тржишну привреду статус комисије или сличне регулаторне агенције установљен је законом. Тиме се даје веома значајна додатна сигурност и стабилност у регулисању тржишта. Тако је, на пример, Комисија за хартије од вредности и берзе у САД основана одговарајућим федералним законом из 1934. године, а њену регулативу је преузео највећи број земаља, па и наша у значајном делу. Задатак америчке комисије је да штити инвеститоре (купце хартија од вредности), тиме што спречава: нелегалну емисију хартија од вредности, фалсификате и манипулације у куповини и продаји хартија од вредности и сваки други вид кршења савезних прописа. Доследна примена закона, што је основна улога комисије, одржава интегритет тржишта хартија од вредности, повећава поверење инвеститора, које је неопходно за инвестирање и концентрацију финансијског капитала посредством берзанских институција, механизма и инструмената.

Комисија за хартије од вредности је савезна институција која самостално и непристрасно доноси одлуке о оцењивању и испуњавању услова за емитовање хартија од вредности, за рад берзи и берзанских посредника, са наглашеном контролном функцијом. Уредбом о Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште образује се Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште (у даљем тексту: Комисија) као самостална савезна организација и утврђују њени организација и делокруг.

Комисија обавља послове који се односе на:

- обезбеђење квалитета хартија од вредности који се емитују у серији;
- обезбеђење финансијске дисциплине у трговини хартијама од вредности;
- издавање дозволе за рад и контролу рада финансијске берзе на којој се тргује капиталом, акцијама, дугорочним хартијама од вредности и финансијским дериватима;
- издавање дозволе за рад и контролу рада берзанских посредника;
- утврђивање програма за полагање стручног испита за стицање звања брокера;
- учествовање у раду међународних организација из области емисије и трговине хартијама од вредности.

Може се рећи да је Комисија за хартије од вредности у нашој земљи самостална и стручна за обављање својих надзорних функција, са снажним јавним овлаш-

ћењима, довољним да примора сва лица, која послују хартијама од вредности, да поштују прописе и њене налоге. Три су разлога у прилог таквог схватања. Прво, закони који уређују пословање хартијама од вредности изричито предвиђају ``надлежни савезни орган, односно организацију,`` за ближе уређивање и контролу пословања хартијама од вредности. То значи да је обавеза њеног успостављања изричито законом утврђена, као и у америчком систему финансијског институционалног надзора. Друго, наша национална комисија је правно лице. Треће, њена овлашћења су утврђена поменутиим законима и уредбом. Исто као и комисије у америчком систему и наша комисија има нормативна овлашћења, јер је овлашћена да доноси прописе о дозволама за емисије и за рад професионалаца у пословању вредносним папирима, за спровођење своје контролне функције. Поред тога, она има и извршна овлашћења, при одлучивању о давању разних дозвола у пословању вредносницима (нпр. за емисију, за оснивање и рад берзи и берзанских посредника), истражна овлашћења, ради утврђивања неправилности у пословању хартијама, као и наредбодавна овлашћења, ради отклањања утврђених неправилности.

Основна слабост нашег надзорног система што је Комисија установљена Уредбом Савезне владе, због чега је зависна од њене дискреционе воље, а то значи од воље државе. Такву могућност влада не би имала да је Комисија успостављена и уређена законом, што би било знатно боље, исправније и стабилније решење.¹⁴⁾

По пријему захтева за ИЈП Комисија за хартије од вредности је дужна да у року од 60 дана размотри предметни захтев и донесе акт у виду решења. При овоме, решење Комисије за хартије од вредности може бити позитивно, односно комисија издаје решење о давању одобрења за емисију акција, или доноси решење о одбијању захтева. То значи да емитент не испуњава услове прописане законом и Комисија за хартије од вредности се не саглашава да то правно лице приступи емитовању акција кроз ИЈП.

Решење комисије за хартије од вредности је коначно и емитент против таквог решења у посебном поступку, пред Савезним судом може водити управни спор. Сагласно законској обавези Комисија за хартије од вредности решење о одобравању захтева за емисију, односно решење о одбијању захтева за емисију објављује у ``Службеном листу СРЈ``. Решење о давању одобрења за емисију акција Комисија за хартије од вредности доставља емитенту, Народној банци Југославије и берзама на којима се тргује акцијама тог емитента. Када се ради о решењу о одбијању захтева за емисију акција Комисија за хартије од вредности доставља га наведеним субјектима као и берзанским посредницима.

Оваквим поступањем Комисије за хартије од вредности обавештава се шира јавност да је емисија акција конкретног акционарског друштва заснована на прописима и да су подаци које емитент оглашава у јавном позиву за упис и куповину акција (проспект), тачни и веродостојни. При овоме, Комисија за хартије од вред-

14. Јовановић Н (2001) *Положај надзорне власти у пословању вредносницима код нас и окружењу*, "Право и привреда", бр.5-8.

ности не гарантује купцима - инвеститорима у хартије од вредности да су акције конкретног емитента и квалитетне, с обзиром да то није у њеној надлежности, што је блага контрадикторност јер се у претходним позивањима наводи да комисија управо то ради, што стварно и није у стању. На самим купцима-инвеститорима, заинтересованим правним и физичким лицима је да процене и донесу одлуку о куповини акција конкретног акционарског друштва, обзиром да из објављеног проспекта имају довољно података и релевантних чињеница који су одређујући за доношење одлуке о куповини акција. У том погледу улога Комисије за хартије од вредности се огледа и у праћењу садржине проспекта који је емитент објавио у средствима јавног информисања. У одређеним конкретним ситуацијама комисија интервенише да се проспект објави у онаквој садржини у каквој је био презентован самој Комисији за хартије од вредности, приликом тражења одобрења за емисију.¹⁵⁾

С обзиром да легалитет емисије акција има за циљ да се у потпуности заштите инвеститори у хартије од вредности, законодавац је у циљу доследног спровођења овог начела санкционисао емитента уколико у проспекту објави неистините и нетачне податке. У оваквим случајевима емитент – правно лице и овлашћено лице емитенте солидарно одговарају имаоцу акција за насталу штету, уколико су знали или су морали знати да су у проспекту објављени нетачни и неистинити подаци. Исто тако прописана је одговорност за правно лице и овлашћено лице емитента уколико су из проспекта изостављени подаци који су били презентовани комисији за хартије од вредности, а чијим се изостављањем могло битно да утиче на одлуку купца о куповини акција. Ово се, пре свега, односи на прикривање одређених чињеница у погледу билансних показатеља, мишљења ревизора и других материјалних чињеница које би, да су били познате купцима, имале за последицу одустајање од доношења одлуке о куповини акција тог емитента.

Из наведеног произлази да емитенти који су спровели прописану законску обавезу и поступак приликом емисије акција кроз механизам ИЈП, да их је Комисија за хартије од вредности анализирала. Одобравањем емисије акција легализован је поступак емисије, у складу са законским и подзаконским прописима.

Међутим, законодавац је предвидео и случајеве који у пракси могу настати, а који се односе на то да емитент, противно одбијеном захтеву за емисију акција, евентуално отпочне емисиону продају акција. У овим случајевима јавност ће бити упозната да таква емисија није заснована на законским прописима, тиме што ће Комисија за хартије од вредности у дневној штампи објављивати решење о одбијању захтева, заједно са позивом за упис и куповину акција (проспект), сваког дана док траје емисиона продаја таквих акција. Све трошкове, који настану поводом оваквог оглашавања Комисије за хартије од вредности, сноси емитент и дужан је да их рефундира комисији.

15. Васиљевић М. (1999) "Привредна друштва". Београд: Удружење правника у привреди СРЈ, 229.

Комисија за хартије од вредности по закону је обавезна да води одговарајуће евиденције, односно јавне регистре. Тако, у комисији је устројена евиденција о свим поднетим захтевима за емисију акција од дана њеног конституисања. Такође, комисија има потребне евиденције о издатим решењима о одобравању захтева за емисију акција, као и о одбијеним захтевима, обзиром да је устројила одговарајући регистар о свим до сада издатим решењима. У одређеним ситуацијама Комисија за хартије од вредности је била у ситуацији да заузима ставове, даје мишљења или доноси закључке, што је и јавно публиковано.

Уместо закључка

Обелодањивање информација и законитост поступка су главне полуге механизма иницијалне јавне понуде акција-ИЈП као механизма заштите јавног интереса, а самим тим и заштите потенцијалних и стварних инвеститора.

Емитенти који су спровели прописану законску обавезу и поступак приликом емисије акција које је прописало и контролише регулаторно тело, су анализирани и давањем одобрења за емисију акција легализован је поступак емисије, у складу са законским и подзаконским прописима. Комисија за хартије од вредности не гарантује купцима - инвеститорима у хартије од вредности да су акције конкретног емитента и квалитетне, с обзиром да то није у њеној надлежности. На самим купцима, заинтересованим правним и физичким лицима је да процене и донесу одлуку о куповини акција конкретног акционарског друштва, обзиром да из објављеног проспекта имају довољно података и релевантних чињеница који су опредељујући за доношење одлуке о куповини акција. У том погледу улога Комисије за хартије од вредности се огледа и у праћењу садржине проспекта који је емитент објавио у средствима јавног информисања, па у одређеним конкретним ситуацијама она интервенише да се проспект објави у идентичној садржини у каквој је био презентован Комисији за хартије од вредности, приликом тражења одобрења за емисију. Решење Савезне комисије за хартије од вредности као регулаторног тела, значи само да је испоштована процедура емитовања.

Што се тиче поступка обелодањивања информација јасно је да се приликом спровођења "due diligence" провере и анализе, потенцијалном купцу саопштавају врло осетљиве информације. Куповином предузећа, пакета акција или пак уопште приликом стицања других врста учешћа у једном привредном друштву врло је распрострањена пракса, да се пре закључења уговора заинтересованом купцу омогући увид у документацију продавчевог предузећа и пружи друге релевантне информације о предузећу. Потенцијални купац на тај начин настоји да утврди праву вредност предузећа, спозна факторе на формирање цене као и да идентификује могуће ризике који су везани за куповину предузећа или стицање удела. На основу ових механизма штите се потенцијални апстрактни инвеститори, који ће постати конкретни акционари.