

## SPECIFIČNOSTI PROCESA INICIJALNE JAVNE PONUDE U SJEDINJENIM AMERIČKIM DRŽAVAMA

Vladimirović Ivana<sup>1</sup>

**Sažetak:** Inicijalna javna ponuda (IPO) predstavlja poseban vid emisije kada kompanija prvi put javno emituje akcije koje su dostupne širokom krugu investitora, kako institucionalnim, tako i individualnim. IPO je veoma krupan korak na koji se kompanije odlučuju tek nakon detaljne analize situacije u kojoj se nalaze, kao i prednosti, nedostataka i eventualnih rizika koje ovaj postupak nosi sa sobom. Veći deo inicijalnih javnih ponuda se izvodi posredstvom investicione banke kao specijalizovane i visokostručne finansijske institucije koja pomaže emitentima prilikom procene mogućnosti plasmana hartija od vrednosti na primarnom tržištu kapitala i pruža mnoge druge usluge. Cilj ovog rada je da predstavi specifičnosti procesa IPO-a u skladu sa pravnom regulativom Sjedinjenih Američkih Država. S obzirom da je utvrđivanje adekvatne cene akcija iz IPO-a najosetljiviji trenutak od koga najčešće zavisi uspeh celokupnog procesa, na kraju rada je predložena sažeta analiza ključnih metoda i faktora koji utiču na formiranje cene.

**Ključne reči:** akcije / inicijalna javna ponuda / investiciona banka / cena / tržište kapitala / Sjedinjene Američke Države.

---

<sup>1</sup> Akademija strukovnih studija Šabac, Odsek za poljoprivredno-poslovne studije i turizam, Vojvode Putnika 56, 15000 Šabac, e-mail: anavl85@mts.rs

## UVOD

Male kompanije koje se nalaze u vlasništvu užeg kruga lica često se u svom razvojnom ciklusu susreću sa potrebom prikupljanja dodatnih sredstava u svrhu istraživanja i razvoja, osvajanja novih proizvoda i tržišta, širenja proizvodnje i kupovine nove opreme, izmirenja postojeće zaduženosti, diverzifikovanja poslovanja ili čak akvizicije. U fazi kada su neophodna dodatna finansijska sredstva, kompanija mora uzeti u obzir sve alternative finansiranja i sprovesti duboku analizu prednosti i nedostataka koji se kriju iza postojećih načina pribavljanja dodatnog kapitala (Sharpe, Gordon & Jeffery, 1995).

Prednosti emisije akcija, tj. finansiranja iz sopstvenih izvora u odnosu na pozajmljene su u tome što tako prikupljen kapital nema unapred utvrđen rok dospeća, izaziva isplate u vidu dividende akcionarima čija visina pre svega zavisi od poslovne politike kompanije i ostvarene dobiti. Osnovni nedostatak ovakvog načina finansiranja je što tako prikupljen kapital daje pravo upravljanja, s obzirom da su akcionari suvlasnici kompanije.

Kada firma prvi put javno emituje akcije koje su dostupne širokom krugu investitora, kako institucionalnim, tako i individualnim, reč je o posebnom vidu emisije koji se naziva Inicijalna javna ponuda – početna emisija (eng. *Initial Public Offering-IPO*). Inicijalnom javnom ponudom se pribavlja dodatni kapital preko mehanizma primarnog tržišta. Do ovakvog vida emisije dolazi ako se menja pravna forma preduzeća (prelazak društva sa ograničenom odgovornošću u akcionarsko društvo) ili kada zatvoreno akcionarsko društvo (eng. *Private company*) prelazi u otvoreno (javno) akcionarsko društvo (eng. *Public company*). Inicijalna javna ponuda mora biti pažljivo pripremljena, posebno sa stanovišta određivanja cene, jer preduzeće nema sigurne tačke oslonca sa tržišta. Postupkom inicijalne javne ponude se vrši korporatizacija kapitala preduzeća, čime se on izražava kroz broj i vrednost akcija (Matanović, 2007).

Inicijalnom javnom ponudom kompanija prvi put izlazi na berzu i nudi akcije nepoznatim kupcima. Postupak izlaska preduzeća na primarno tržište akcija naziva se i procedura otvaranja ili izlazak u javnost – „*go public*“. Za inicijalnu javnu ponudu se u većini slučajeva opredeljuju mlade kompanije u razvoju kojima je potreban dodatni kapital za ekspanziju poslovanja, ali na ovaj korak mogu se odlučiti i velike, dobro poznate privatne kompanije koje žele da postanu javne (Šoškić i Živković, 2006).

Inicijalna javna ponuda se naziva primarna ponuda (eng. *Primary offering*) ako kompanija prvi put na berzi prodaje akcije u cilju sakupljanja dodatnih sredstava. Javna ponuda kompanije koja je već listirana na berzi se naziva sekundarna ponuda (eng. *Secondary offering*). To je zapravo situacija kada već postojeći akcionari i *venture* kapitalisti<sup>2</sup> prodaju svoje akcije novim investitorima. Za razliku od primarne ponude gde prikupljeni novac ide direktno kompaniji, kod sekundarne ponude novčana sredstva ne idu kompaniji. U velike sekundarne ponude spadaju i privatizacije preduzeća u državnom vlasništvu (Brealey, Myers & Allen, 2011).

### **PREDNOSTI IPO–A (PREDNOSTI I NEDOSTACI OTVORENE KOMPA NIJE)**

Ključna prednost otvaranja je uklanjanje ograničenja rasta kompanije. Na taj način se preduzeću pružaju mogućnosti bržeg rasta uz održavanje optimalne finansijske strukture. Kompanija će se naći na listingu berze, što stvara dodatne mogućnosti finansiranja emisijom akcija ili obveznica.

Položaj kompanije u odnosu na bankarski sektor se menja. Tržište ima sposobnost da otkrije vrednost preduzeća. Rastuća vrednost omogućava preduzeću da kredite od banaka dobije po povoljnijim uslovima nego zatvorena kompanija slične veličine. Velika preduzeća koja se kotiraju na berzi mogu da koriste i međunarodne izvore kapitala. Samim izlaskom na berzu kompanija stiče poseban imidž i dobija publicitet u medijima putem izveštaja sa berze. Biti prisutan na berzi nosi sa sobom prestiž i reputaciju. Akcije otvorene kompanije su likvidna forma kapitala. Ova činjenica donosi vlasnicima takvog preduzeća nedvosmisleni prednost. Oni, u uslovima otvorenosti, mogu na razvijenom tržištu kapitala prodati deo ili celokupan iznos vlasništva čime vrše diversifikovanje svoje imovine.

„Ukoliko dođe do znatnijeg pada cene akcija, očekuje se da odgovarajuće kompanije ubrzaju proces restrukturiranja u cilju ponovnog jačanja tržišne cene njihovih akcija. To znači da tržište kapitala vrši pritisak na menadžment kompanija da ubrza proces sanacije tih kompanija“ (Ćirović, 2007, str. 103).

U otvorenoj kompaniji postoji veći stepen kontrole menadžmenta, gde pored interne kontrole, eksterna revizija, akcionari i finansijski analitičari svakodnevno prate i analiziraju njeno poslovanje.

---

<sup>2</sup> Investitori u novoj kompaniji koja tek počinje da posluje; rizične investicije.

Kompanija koja je procesom inicijalne javne ponude postala otvorena se nalazi pod stalnim nadzorom Komisije za hartije od vrednosti, što njenim akcionarima (posebno malim) pruža potpunu transparentnost njenog poslovanja. Sve dok postoji tražnja na tržištu, javna kompanija može emitovati dodatne akcije. Time su merdžeri i akvizicije znatno olakšani.

Inicijalna javna ponuda je proces koji iziskuje velike troškove, dugotrajan je, što su njeni osnovni nedostaci. Ovi troškovi su naročito visoki kod emisije manjih količina hartija od vrednosti (Schall, Haley, 1988).

Otvorene kompanije su pod nadzorom Komisije za hartije od vrednosti, od kojih se zahteva poboljšanje transparentnosti poslovanja, što implicira kako određene troškove tako i otkrivanje informacija koje kompanija inače ne bi stavljala na raspolaganje javnosti. Na ovaj način se štite interesi individualnih investitora koji na osnovu pruženih informacija treba da procene rizik i kvalitet ulaganja u akcije dotične kompanije.

Kod otvorene kompanije nužno dolazi do razdvajanja funkcije vlasništva od funkcije upravljanja, što izaziva bojazan od gubitka kontrole od strane postojećih vlasnika. Dolazi i do tzv. agencijskog problema koji upućuje na mogućnost da menadžment struktura ne deluje u interesu vlasnika kapitala. Često dolazi do povećanog pritiska na operativni menadžment od strane vlasnika u želji da se u kratkom roku ostvari visoka profitabilnost, što je često u suprotnosti sa dugoročnim ciljem zdravog rasta i razvoja. Usled povećane disperzije vlasništva, javlja se rizik od neprijateljskog preuzimanja. Taj rizik je obrnuto srazmeran nivou koncentracije vlasništva (Draho, 2004).

## HRONOLOGIJA PROCESA IPO–A

Proces inicijalne javne ponude koji je predložen u radu u skladu je sa pravnom regulativom Sjedinjenih Američkih Država. U SAD–u je veoma strogo regulisano finansijsko tržište. Kod takvog pristupa regulisanja se detaljno definiše funkcionisanje tržišta preko većeg broja zakona i posebno je formiran nadležni državni organ koji se naziva Komisija za hartije od vrednosti i berze (eng. *Securities and Exchange Commission - SEC*). Komisija je federalna agencija koja nadgleda finansijsko tržište SAD-a i sprovodi federalne zakone o hartijama od vrednosti. Osnovni zakoni su Zakon o hartijama od vrednosti iz 1933. (*The Securities Act of 1933*).<sup>3</sup> i

---

<sup>3</sup> Negde se naziva Act of Full Disclosure.

Zakon o berzama iz 1934. (*The Securities Exchange Act of 1934.*). Zakonom o berzama je formiran SEC. Obaveze emitenta prilikom ulaska u IPO kao i sve potrebne uslove za odobrenje emisije od SEC-a reguliše Zakon iz 1933., dok nakon procesa IPO-a kompanije reguliše Zakon iz 1934. godine.

Pre nego što kompanija krene u inicijalnu javnu ponudu, takav korak mora biti odobren od strane upravnog odbora (borda direktora). Odluka se odnosi na iznos sredstava koji se želi sakupiti. Kompanija potom mora odabrati investicionu banku ili garanta emisije. Od tog trenutka investiciona banka celokupan proces preuzima na sebe, od ispunjenja zakonske regulative potrebne za emisiju efekata pa sve do njihove prodaje investicionoj javnosti. Investiciona banka će pomoći kompaniji-emitentu da utvrdi vrstu hartija koju će emitovati i najpovoljniji trenutak za njihovo pojavljivanje na tržištu (Tinić, 1988).

Kompanija, odnosno njen potpisnik emisije je dužan da pripremi i ispuni zahtev za registraciju (eng. *Registration statement*) kod SEC-a. Komisija će nakon provere kompletnosti podnete dokumentacije i informacija koje se nalaze u zahtevu za registraciju, odobriti emisiju ili tražiti eventualne izmene ili dopune ovog zahteva. Nakon što su promene učinjene, period čekanja ponovo počinje. Tokom perioda čekanja (eng. *Waiting period*)<sup>4</sup> kompanija može distribuirati preliminarni prospekt. To je vremenski period od ispunjenja zahteva za registraciju pa sve do dana proglašenja emisije efektivnom. U ovom periodu, koji obično traje 20 dana, kompanija ne može vršiti prodaju hartija od vrednosti niti se mogu distribuirati bilo kakvi izveštaji i informacije investitora osim preliminarne prospekta.

Nakon što Komisija proglasi emisiju efektivnom, potrebno je krenuti sa postupkom utvrđivanja njene cene. Tada počinje promotivna kampanja (eng. *Road show*) i prikupljanje ponuda. Tek kada se kampanja završi utvrđuje se prodajna cena ponude. Posle utvrđivanja cene ponude i količine akcija koje će se emitovati, potpisuje se sporazum sa garantom emisije (eng. *Underwriting agreement*) i objavljuje se finalni prospekt. Prospekt je nužan uslov plasmana emisije putem javnog poziva. Javni poziv za kupovinu hartija od vrednosti je obično praćen obaveštenjem u finansijskoj štampi. Ovakvo obaveštenje ima samo informativni karakter i ne znači poziv za kupovinu emitovanih hartija (eng. *Tombstone*

---

<sup>4</sup> Poznat i kao cooling-off period ili quiet period.

*advertisement* – nadgrobna ploča). Samo je prospekt legalna osnova ponude za kupovinu (Vasiljević, 2006). *SEC Rule 134* dopušta da se *Tombstone ad* publikuje i tokom *cooling-off* perioda.

Kada je utvrđena prodajna cena ponude i zvanično počelo trgovanje akcijama, proces inicijalne javne ponude još uvek nije završen. Pokrovitelj u periodu distribucije efekata obavlja funkciju stabilizacije tržišta odnosno cene efekata. To je funkcija *market maker-a* odnosno interventa koja se vrši na sekundarnom tržištu. Da bi sprečio dalji pad cene akcija, pokrovitelj emisije povremeno kupuje emitovane akcije na sekundarnom tržištu. „Ako je cena na primarnom tržištu postavljena suviše visoko, pokrovitelj može da dođe u poziciju da, želeći da održi cenu akcija na sekundarnom tržištu, kupi nazad sve akcije prodate na primarnom tržištu i pretrpi ozbiljne gubitke“ (Šoškić, 2007, str. 34). Period stabilizacije tržišta obično traje 30 dana nakon početka javne prodaje akcija.

### **1. Registracioni zahtev (eng. *Registration statement*)**

Pre nego što akcije budu ponuđene na prodaju, emisija se mora registrovati kod SEC-a. Prema Zakonu o hartijama od vrednosti iz 1933. godine, garant emisije je obavezan da ispuni registracioni zahtev i dostavi ga Komisiji. Ovim zahtevom se potencijalnim investitorima pružaju bitne informacije o kompaniji emitentu i akcijama koje emituje. Zahtev za registraciju se sastoji iz dva dela. Prvi deo se naziva prospekt, dok drugi deo predstavlja dopunu prospekta i sadrži dodatne informacije koje su dostupne samo SEC-u. Zahtev sadrži sledeće informacije: opis kompanije i njene oblasti poslovanja, proizvoda, usluga, tehnologije, distributivnog procesa i slično, kratka biografija njenih rukovodilaca, rizici povezani sa investiranjem u kompaniju, visina učešća u kapitalu svih insajdera, osoba koje drže kontrolni paket akcija kao i spisak svih onih koji poseduju više od 10% akcija kompanije, dividendna politika, revidirane finansijske izveštaje (bilans stanja i bilans uspeha), opis hartija od vrednosti koje se nude na prodaju, veličina ponude i svrha prikupljanja sredstava, bilo kakvi pravni postupci koji mogu uticati na kompaniju.

### **2. Preliminarni prospekt (eng. *Red herring*)**

Tokom perioda čekanja (period koji protekne od dostave registracionog zahteva Komisiji pa sve dok se emisija ne proglasi efektivnom) vrši se

distribuiranje preliminarog prospekta finansijskim posrednicima (brokerima) i potencijalnim investitorima. Ovaj prospekt predstavlja orijentacionu ponudu kako bi se što jasnije procenio interes investitora. Naziv *red herring* je dobio po tome što su slova na početnoj stranici istaknuta crvenom bojom što takođe ukazuje na činjenicu da kompanija emitent nema nameru da vrši bilo kakvu prodaju akcija dok se ne dobije potrebno odobrenje od strane nadležnog državnog organa. Preliminarni prospekt pruža investitorima neophodne informacije kao što su: pregled poslovanja kompanije kroz istoriju, faktori rizika, pregled finansijskih informacija, podaci o emisiji, struktura kapitala kompanije, ciljevi emisije, osnove pri utvrđivanju cene emisije, izveštaj o poreskim uštedama, pregled privredne grane u kojoj kompanija posluje, pravna regulativa dotične zemlje, finansijski izveštaji i drugi podaci. Preliminarni prospekt ne sadrži cenu emisije i po tome se razlikuje od finalnog prospekta.

### **3. Promotivna kampanja (eng. *Road show*)<sup>5</sup>**

Nakon završetka procesa registracije i distribuiranja preliminarog prospekta počinje promotivna kampanja. Reč je o prezentacijama koje se odvijaju u salama većih gradova gde većim delom prisustvuju institucionalni investitori. Kompaniju emitenta predstavljaju generalni direktor i finansijski direktor (eng. *CEO i CFO*). *Road show* traje između dve i četiri nedelje. Predstavlja značajnu marketinšku aktivnost, ali njegova osnovna svrha je procena tražnje i zainteresovanosti institucionalnih investitora kao i cene po kojoj su spremni da kupe emitovane hartije. Ovo je veoma teška aktivnost za kompaniju. Smatra se kao test mentalne i fizičke izdržljivosti menadžmenta kao i njihove kompetencije.

### **4. Finalni prospekt (eng. *Final prospectus*)**

Posle određivanja cene ponude, objavljuje se finalni prospekt. Deo je registracionog zahteva koji sadrži najvažnije podatke o emitentu i emisiji. Mora biti na raspolaganju investitorima pre same emisije efekata. Svrha prospekta je zaštita investitora od zloupotreba emitenta. Prospekt je dokument koji je standardizovan kroz praksu regulatornih organa i danas

---

<sup>5</sup> Drugi naziv je Dog and Pony Show

je manjeg obima nego ranije (zahtev američke firme Republic Steel je 1934. godine sadržao 19.875 strana). Obično sadrži sledeće podatke: obim emisije, svrha emisije, delatnost emitenta, dividendna politika, upravljanje, osnovni akcionari, garant emisije, pravna pitanja emisije, finansijski izveštaji emitenta, druga pitanja od značaja za emisiju (Vasiljević, 2006).

### 5. Okvirna registracija (eng. *Shelf registration*)<sup>6</sup>

Ukoliko emitent želi da izbegne dugotrajan i skup proces registracije svake nove emisije efekata, SEC dozvoljava okvirnu registraciju. Ova mogućnost je usvojena 1982. godine kao **SEC Rule 415**. To je pojednostavljen postupak koji omogućava emitentu da registruje emisiju jednom u dve godine sa podatkom o ukupno predviđenoj emisiji. Umesto obimnog zahteva za registraciju dostavlja se skraćena forma (eng. *Master registration statement*). Emitent će u periodu od dve godine, kada hoće, u željenim iznosima emitovati efekte bez obaveze registracije ponovljenih emisija uz uslov da broj ukupno emitovanih efekata ne pređe onaj koji je naznačen u registraciji emisije. Na ovaj način se postupak od nekoliko meseci skraćuje na nekoliko dana, a emisije ne moraju da budu velike. Kompanija će emitovati efekte uz minimum troškova i napora kada joj budu neophodna sredstva i kada tržišni uslovi budu povoljni.

U literaturi se navode dva argumenta protiv okvirne registracije (Ross, Westerfield & Jordan, 2003, str. 586):

1. otkrivanje informacija investitorima je u nekom stepenu redukovano kod okvirne registracije jer se master registracioni zahtev priprema dve godine pre nego što se ponudi emisija;
2. neki investicioni bankari tvrde da okvirna registracija informišući tržište o budućoj emisiji, izaziva pad cena na tržištu.

## ULOGA INVESTICIONE BANKE U INICIJALNOJ JAVNOJ PONUDI

Postoje dva osnovna metoda inicijalne javne ponude:

### • *Firm commitment – metod čvrste obaveze*

Kod ove metode investiciona banka ili grupa investicionih banaka (sindikata) vrši otkup novoemitovanih hartija od vrednosti od kompanije

---

<sup>6</sup> Registracija sa police ili ubrzani upis



emitenta i prodaje ih investicionoj javnosti. Otkup se vrši uz diskont tj. po ceni nižoj od cene ponude i pri tome investiciona banka ostvaruje zaradu. Kod ove metode investiciona banka nastupa kao *pokrovitelj* emisije ili garant uspešnosti plasmana (eng. **Underwriter**). Pokroviteljstvo je važnije od drugih metoda primarne emisije. Ovim metodom je emitovano oko 84% primarnih emisija efekata korporacija u SAD-u tokom 1986. godine. Banka deluje kao principal (u svoje ime, a za račun emitenta) pri čemu preuzima potpunu finansijsku odgovornost za prodaju emisije investitorima.

- **Best efforts – metod najboljeg napora**

Kod ove metode investiciona banka nastupa kao agent (u ime i za račun emitenta). Obaveza koju banka preuzima je prodaja onog dela emisije koliko to realno može učiniti poštujući prilikom prodaje načelo savesnosti. Ona ne preuzima nikakvu finansijsku odgovornost za neprodate hartije od vrednosti. Provizija je u ovom slučaju daleko niža srazmerno preuzetom riziku. Emisije koje se ne mogu prodati po ceni ponude, obično budu povučene. Investiciona banka stavlja emitentu na raspolaganje svoju uslužnu infrastrukturu – stručne timove, distributivne kanale, personal i sl. Ovaj metod je više izuzetak nego pravilo.

## **Sindiciranje emisije**

Veći deo inicijalnih javnih ponuda se izvodi posredstvom investicione banke kao specijalizovane finansijske institucije. Kompanije-emitenti se odlučuju za angažovanje investicione banke uvek kada im je to jeftinije i lakše nego da sami vrše prodaju svojih efekata. Investicione banke su visoko stručne institucije koje su upoznate sa prilikama na tržištu kapitala, pri čemu pomažu emitentima prilikom procene mogućnosti plasmana hartija od vrednosti na primarnom tržištu kapitala. One vrše ekspertizu, konsalting, mogu biti i garant uspešnosti, pružati usluge marketinga, i što je veoma bitno, poseduju prodajnu organizaciju neophodnu za efikasnu prodaju hartija od vrednosti. Time što redovno kupuju hartije od vrednosti od preduzeća i prodaju ih investitorima, investicione banke to mogu obaviti sa znatno nižim troškovima nego što preduzeća pojedinačno mogu učiniti. „Vodeće investicione banke u SAD-u su: Goldman Sachs, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Morgan Stanley, Citygroup Global Markets, J.P. Morgan Chase, Lehman Brothers. Najpoznatije

evropske banke su: UBS, Barclays Capital, ING. Najvažnija japanska investiciona banka je Nomura” (Ćirović, 2007, str. 114).

Prilikom sprovođenja velikih IPO-a, najčešće dolazi do formiranja sindikata (eng. *Syndicate*) banaka. Sindikat ili konzorcijum banaka obavlja tri osnovne funkcije u procesu IPO-a:

- *savetodavna funkcija* – obuhvata procenu količine i cene hartija od vrednosti;
- *funkcija preuzimanja rizika* (eng. *underwriting*) – obuhvata pokrivanje rizika u pogledu prodaje vrednosnih papira na primarnom tržištu pri čemu svaka banka u konzorcijumu učestvuje sa unapred utvrđenom kvotom u poslovnom riziku;
- *prodajna funkcija* – obuhvata organizovanje prodaje emitovanih efekata putem udružene prodajne mreže i baze komitenata investicionih banaka.

Za svaku od navedenih funkcija, emitentska kompanija plaća određenu cenu. Ukupan iznos provizije se odbija od ukupne prodajne cene emitovane količine efekata. „Primeru radi, ako prodajna cena jedne akcije iznosi 20 dolara, pri pretpostavci da marža koja pripada investicionim bankama iznosi 5%, kompanija emitent dobija 19 dolara po akciji, dok se preostali dolar raspoređuje za pokrivanje savetodavnih, garantnih i prodajnih troškova banaka u konzorcijumu” (Ćirović, 2007, str. 114–115).

### Izbor investicione banke

Veoma važan korak pri otpočinjanju procesa IPO-a jeste izbor investicione banke. Pored reputacije investicione banke i njenog iskustva u procesima inicijalnih javnih ponuda kompanija određene privredne grane, na izbor često utiče i spektar klijenata tj. potencijalnih kupaca akcija, jer u zavisnosti da li se cilja na veliku disperziju vlasništva među kupcima ili se želi mali broj institucionalnih investitora, kompanija će odabrati i investicionu banku (Matanović, 2007).

Postoje dva osnovna načina izbora investicionog bankara kao pokrovitelja. Kod velikih emisija se uglavnom koristi metod ***pregovora sa pokroviteljem*** (eng. ***Negotiated Underwriting***). Prema ovom metodu, emitent pregovara sa izabranim investicionim bankarom o uslovima i ceni emisije efekata. Zbog toga što emitent ne pregovara sa većim brojem investicionih banaka, za ovaj metod se može reći da mu upravo nedostaje konkurencija između

banaka koja je često poželjna. Kao sredstvo određivanja cene efekata i izbora investicionog bankara u funkciji pokrovitelja, može se koristiti i drugi metod, ***konkurentno nadmetanje pokrovitelja (eng. Competitive Bidding)***. Kod ovog metoda, emitent objavljuje da namerava IPO i poziva investicione banke da dostave svoje ponude sa cenama koje su spremni da plate. Investiciona banka ili konzorcijum koji ponudi najvišu cenu dobija posao pokrovitelja (Liaw, 2012).

## **METODE UTVRĐIVANJA CENE AKCIJA IZ IPO–A**

Može se sa sigurnošću tvrditi da je određivanje prave prodajne cene akcija iz inicijalne javne ponude jedan od najtežih zadataka u ovom procesu. Misli se na cenu koja nije ni suviše niska ni suviše visoka. Previsoka cena će smanjiti verovatnoću plasmana, dok će niska prodajna cena uticati na to da se emitenti suoče sa rizikom da neće biti u mogućnosti da prikupe dovoljno sredstava.

*Book - building (metod formiranja knjige)* je dominantan metod utvrđivanja prodajne cene ponude u novije vreme. Pojavio se najpre u SAD–u, a kasnije i u Evropi. Kod ovog metoda cena se tentativno formira. U takvom iterativnom postupku učestvuju i institucionalni investitori. Investicione banka sa njima stupaju u kontakt tražeći ponude za kupovinu akcija iz IPO–a. Dobijene informacije investiciona banka klasifikuje prema cenama, količinama i drugim faktorima. Navedeni podaci se koriste prilikom formiranja prodajne cene kao i za alokaciju akcija investitorima. Metod *Book-building* je takav postupak gde se tokom perioda u kome knjiga ostaje otvorena, sakupljaju ponude od investitora po različitim cenama, a u okviru utvrđenog raspona cena od strane emitenta. Proces je usmeren kako prema institucionalnim, tako i prema individualnim investitorima. Do trenutka zatvaranja *book-building* procesa knjiga nije dostupna javnosti i potencijalni kupci će morati da dostave svoje ponude bez posedovanja informacija o ponudama koje su dostavili ostali učesnici. Prodajna cena se utvrđuje nakon zatvaranja knjige ponuda i zasniva se na tražnji generisanoj u toku procesa. Koraci u procesu *book-building-a* su sledeći (Corwin & Schultz, 2005):

- emitent koji planira IPO nominuje vodeću banku kao *book runner-a*;

- emitent utvrđuje broj hartija od vrednosti koje će emitovati i raspon cena (*najniža- the floor i najviša- the cap*) – najviša cena može biti maksimalno 1.2 puta veća od najniže cene;
- emitent takođe bira članove sindikata kojima će se dostavljati ponude od strane investitora;
- članovi sindikata unose ponude u «elektronsku knjigu». Ovaj proces se naziva «*bidding*» i sličan je otvorenoj aukciji;
- knjiga u proseku ostaje otvorena 5 dana;
- ponude koje su ispod minimalne cene (*floor price*) ne mogu biti unete;
- ponude za kupovinu treba da budu unete u knjigu poštujući utvrđen raspon cena;
- ponude za kupovinu mogu biti preispitane od strane kupace pre zatvaranja knjige;
- na zatvaranju *book-building* perioda, *book-runner*-i vrednuju ponude na osnovu tražnje po različitim nivoima cena;
- *book-runner* i emitent definišu finalnu cenu po kojoj će hartije od vrednosti biti emitovane;
- vrši se alokacija uspešnim učesnicima.

Bez obzira koji metod koriste, *book-building* ili aukciju, emitenti očekuju da će putem IPO-a sakupiti sredstva koja su jednaka očekivanoj vrednosti prodatih akcija umanjenoj za očekivane troškove pribavljanja informacija. Međutim, očekivani broj prodatih akcija, a stoga i očekivana sredstva su veća ako se koristi *book-building*, jer aukcija nosi veći rizik da će ponuda akcija biti veća od tražnje. *Book-building* metod nasuprot aukciji, dozvoljava emitentima da kontrolišu troškove pribavljanja informacija, a samim tim i kontrolu očekivanih sredstava. Ovaj metod smanjuje rizik kako za emitenta, tako i za investitore i pruža kontrolu stepena potcenjenosti akcija. Pored navedenih prednosti, postoje i nedostaci. Korišćenje *book-building* metoda dozvoljava da akcije iz IPO-a budu alocirane onim investitorima kojima je dat prioritet. Na ovaj način pokrovitelji u potpunosti kontrolišu alokaciju akcija.

Kod aukcije, alokacija akcija se zasniva isključivo na tekućim ponudama, ne uzimajući u obzir odnose iz prošlosti između određenih učesnika na aukciji i aukcionara, čime je ograničena diskriminacija. Korišćenje ovog metoda pruža relativno malu ili nikakvu kontrolu pribavljanja informacija od strane investitora.

Za emitente koji preferiraju tačnost pri određivanju cene, aukcije mogu voditi ka slabijoj evaluaciji, a samim tim i većoj nesigurnosti. Kod *book-building-a* pokrovitelj usklađuje broj investitora koji će učestvovati, garantujući dovoljan broj, ali ne i previše učesnika. Kod aukcije, emitent jednostavno postavi minimalnu cenu koju prihvata i čeka šta će se dogoditi. Nedostatak koordinacije investitora pri aukciji vodi ka povećanom riziku kako za emitente tako i za investitore, jer i jedni i drugi moraju donositi odluke, a da pri tome ne znaju koliki će biti broj učesnika aukcije (Sherman, 2005).

*Lock-up sporazum* se definiše kao zakonski obavezujući ugovor između pokrovitelja i postojećih akcionara (insajdera) kompanije emitenta. Na ovaj način se insajderima zabranjuje prodaja akcija određeni period nakon inicijalne javne ponude. Ako bi se insajderima dozvolilo da prodaju svoje akcije u vreme IPO-a, to bi moglo imati negativnog uticaja na cenu akcija prvog dana trgovanja. *Lock-up* period obično traje od 90–180 dana (90 dana je minimum po pravilima SEC-a), a nekada čak i do 24 meseca. Federalni zakoni o hartijama od vrednosti ne upravljaju aktuelnim uslovima lock-up sporazuma, ali zahtevaju od kompanija da otkriju uslove ovakvog sporazuma u registracionim dokumentima, uključujući prospekt.

Završetak lock – up perioda je bitan događaj u poslovanju javne kompanije. Postoji nekoliko ključnih odrednica na koje investitori treba da obrate pažnju. Najpre treba otkriti koliko dugo insajderi drže akcije. Neki od njih su tu od samog osnivanja i prodaja akcija nakon isteka određenog perioda ne mora biti loš znak, jer to je možda jedini način da oni zarade novac. Veoma je bitno da li Venture capitalist ima nekog svog partnera u bordu direktora. Ako je to slučaj, Venture capitalist firma neće biti zainteresovana da proda svoje akcije nakon isteka lock-up-a jer ima interes za posedovanje poverljivih informacija o aktivnostima kompanije. Ovo pravilo važi i za rukovodioce firme. Često se događa da insajderi ne prodaju svoje akcije jer imaju pristup ključnim podacima koje ne poseduju eksterni akcionari (Dugalić i Štimac, 2007).

Eksterni akcionari će svakako imati veći interes za kupovinu akcija ako je obim trgovanja nakon lock-up-a niži u poređenju sa brojem akcija ponuđenih na prodaju nakon lock-up-a, jer u tom slučaju ponuda je značajno veća od tražnje što naravno izaziva pad cene na tržištu. Nakon završetka lock-up-a cene akcija u proseku padaju za 1–3 %.

## FAKTORI KOJI UTIČU NA CENU AKCIJA IZ IPO–A

Osnovni faktori koji utiču na formiranje fiksne emisije cene sa kojom kompanija emitent izlazi na tržište kapitala su (Ibbotson, Sindelar & Ritter, 1988):

1. ukupna situacija na tržištu kapitala,
2. specifičnosti emitenta,
3. politika investicionih banaka.

1. Empirijska istraživanja pokazuju da na tržištu kapitala postoje ciklična kretanja koja se odnose na cene i količine akcija iz inicijalnih javnih ponuda. U slučaju „vrućeg tržišta“ (eng. *hot market*), akcije su potcenjene i time kupci ostvaruju visoke inicijalne prinose. Period vrućeg tržišta je nepovoljan za emitente jer postoji veća neizvesnost, pa se mora dati veći diskont da bi se privukli investitori. Nakon perioda vrućeg tržišta nastupa faza „jakog tržišta“. Tada postoji veća tražnja za akcijama kompanija i to je povoljan period za IPO.

2. Empirijska istraživanja takođe pokazuju da kod većih emitenata postoji manja potcenjenost akcija, pri čemu je manji inicijalni prinos investitora. Kada IPO vrši manja i slabija kompanija dolazi do veće potcenjenosti akcija, odnosno veći su inicijalni prinosi za investitore.

3. U slučaju korišćenja *firm commitment* metoda (metod čvrste obaveze), investicione banke će biti zainteresovane da odrede nižu cenu akcija iz IPO-a jer one snose celokupan finansijski rizik prilikom prodaje akcija. Kada bi investicione banke postavile cenu suviše visoko, pretrpele bi finansijske gubitke. Ali može se reći da će se nastojati da se odredi takva inicijalna cena koja će zadovoljiti kako emitente, tako i investitore.

## ZAKLJUČAK

Opređenje za Inicijalnu javna ponuda, kao oblik emisije akcija, veoma je ozbiljan, krupan i značajan korak privatne kompanije. Ključna karakteristika javnog plasmana hartija od vrednosti jeste da sam proces teče po strogo utvrđenoj proceduri koja je propisana zakonom, pri čemu se emisija mora registrovati kod nadležnog državnog organa, a sve u cilju zaštite interesa investitora. Sprovođenje inicijalne javne ponude je nezamislivo bez primene specijalizovanih i usko stručnih znanja gde obično postoji tesna saradnja između kompanije emitenta i

specijalizovanih finansijskih institucija. U ulozi posrednika je najčešće investiciona banka koja kupuje hartije od vrednosti od emitenta, prodaje ih investitorima i pruža mnoge druge usluge. Među brojnim načinima finansiranja, javni plasman akcija nosi sa sobom brojne prednosti kako za emitenta, tako i za potencijalne investitore. I pored toga, kompanija će se opredeliti za onaj metod finansiranja koji u potpunosti izlazi u susret njenim potrebama za kapitalom i koji se uklapa u njen prepoznatljiviji obrazac finansiranja, a u skladu sa prilikama u njoj. Investiranje u akcije iz inicijalne javne ponude se smatra veoma rizičnim sa aspekta individualnih investitora. Takvim akcijama se ranije nije trgovalo na berzi pa se javlja nedostatak informacija iz prošlosti koje su vezane za performanse cena takvih akcija. Pokrovitelji emisije i emitentska kompanija u potpunosti kontrolišu proces IPO-a i poseduju potpunu diskreciju oko alokacije akcija.

Inicijalna javna ponuda u SAD-u ima dugu tradiciju kao i zakonska regulativa iz te oblasti. Takođe, veoma je jak institucionalni okvir za sprovođenje federalnih zakona i podzakonskih akata koji regulišu emitovanje hartija od vrednosti i njihovu trgovinu.

Proces IPO-a je u SAD-u doveden do savršenstva. Tome značajno doprinosi i činjenica da njihovo tržište kapitala važi za najšire i najdublje u svetu. U Sjedinjenim Američkim Državama, akcije koje se plasiraju putem IPO-a uglavnom kupuju institucionalni investitori ili bogati pojedinci, dok individualni investitori znatno teže dolaze do njih jer ne mogu ispuniti postavljene zahteve.

Pored nespornog značaja razvijenosti tržišta kapitala i pravnog i institucionalnog okvira za uspešnost Inicijalne javne ponude, određivanje adekvatne cene akcija se ipak smatra kritičnim faktorom uspeha. Koji će se metod utvrđivanja cene koristiti zavisi, pre svega, od procenjene tražnje i osobina potencijalnih investitora, kao i od postavljenih ciljeva emisije od strane menadžmenta kompanije.

## LITERATURA

1. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (Tenth edition), New York, McGraw-Hill/Irwin.

2. Chi Chen, H., Ritter, J. (2000). The Seven Percent Solution, *The Journal of Finance*, 55 (3), 1105-1131.
3. Ćirović, M. (2007). *Finansijska tržišta: instrumenti, institucije, tehnologije*, Beograd, Naučno društvo Srbije.
4. Corwin, A. S., Schultz, P. (2005). The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition, *The Journal of Finance*, 60 (1), 443-486.
5. Draho, J. (2004). *The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*, Northampton, Massachusetts, Edward Elgar Publishing.
6. Dugalić, V., Štimac, M. (2007). *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, Stubovi kulture.
7. Ibbotson, R. G., Sindelar, J. L., & Ritter, J. R. (1988). Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (2), 37-45.
8. Liaw, K. T. (2012). *The business of investment banking: a comprehensive overview* (Third edition), Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
9. Matanović, J. (2007). *Primarno tržište kapitala*. Diplomski rad, Beograd, Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju.
10. Ross, A. S., Westerfield, W. R., & Jordan, D. B. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance* (Sixth edition), New York, McGraw-Hill/Irwin.
11. Schall, D. L., Haley, W. C. (1988). *Introduction to Financial Management* (Fifth edition), New York, McGraw-Hill, Inc.
12. Sharpe, F. W., Gordon, J. A., & Jeffery, V. B. (1995). *Investments*, New Jersey, Upper Saddle River, Prentice Hall.
13. Sherman, E. A. (2005). Global trends in IPO methods: Book building versus auctions with endogenous entry. *Journal of Financial Economics*, 78 (3), 615-649.
14. Šoškić, D., Živković, B. (2006). *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta.
15. Šoškić, B. D. (2007). *Hartije od vrednosti: upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Beograd, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta.
16. Tinić, M. S. (1988). Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock, *The Journal of Finance*, 43 (4), 789-822.
17. Vasiljević, B. (2006). *Osnovi finansijskog tržišta*, Beograd, Izdavačko preduzeće Zavet.



## THE PARTICULARITIES OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING PROCESS IN THE UNITED STATES OF AMERICA

Ivana Vladimirović

**Abstract:** *Initial public offering (IPO) presents a special mode of emission when a company for the first time publicly emits shares that are available to a wide scope of investors, institutions and individuals. IPO is a huge step that companies are willing to take only after a detailed analysis of their current situation, as well as advantages, disadvantages and potential risks that this action entails. The greater part of initial public offering is done through investment banks as specialized and highly professional financial institutions, which help the issuers when estimating opportunities for placing securities on the primary capital market and also offering various other services. The aim of this paper is to present the particularities of the IPO process in accordance with the legal regulations of the United States of America. Since determining the adequate price of the shares of IPO is the most sensitive part, that most often the success of the whole process depends on, a concise analysis of the key methods and factors influencing price formation is presented at the end of the paper.*

**Keywords:** *shares, initial public offering, investment bank, price, capital market, United States of America.*