



Banjalučka berza hartija od vrijednosti
Banja Luka Stock Exchange
www.blberza.com



Emisija hartija od vrijednosti

Partner:



Podržano od:



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Federal Department of Economic Affairs FDEA
State Secretariat for Economic Affairs SECO

Maj 2010.



Banjalučka berza hartija od vrijednosti
Banja Luka Stock Exchange
www.blberza.com

Emisija hartija od vrijednosti



Oslobađanje od odgovornosti

IFC

IFC, direktno ili indirektno, ne predstavlja niti garantuje tačnost, potpunost ili dostatnost bilo koje informacije sadržane ovdje, uključujući, ali neograničavajući se na bilo koju informaciju o emitentima listiranim na Banjalučkoj berzi te ne garantuje pouzdanost ovih informacija bilo kojem investitoru.

Banjalučka berza

Podaci sadržani u ovoj publikaciji su isključivo informativnog karaktera i ne predstavljaju pravno mišljenje ili savjet za bilo koje pitanje obrađeno u publikaciji. Banjalučka berza ne tvrdi niti garantuje za potpunost i/ili tačnost informacija sadržanih u ovoj publikaciji. Banjalučka berza ne preuzima odgovornost za gubitke ili štetu bilo koje vrste, koje bi proizilazili direktno ili indirektno iz korišćenja informacija sadržanih u publikaciji.

©Sva prava zadržana. Niti jedan dio ove publikacije ne smije biti umnožen ili prenesen, u bilo kojem obliku ili putem bilo kojeg sredstva, u komercijalne svrhe bez prethodne pisane saglasnosti Banjalučke berze.

Partner:



Podržano od:



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Federal Department of Economic Affairs FDEA
State Secretariat for Economic Affairs SECO

Sadržaj

I EMISIJA AKCIJA

11 INICIJALNA JAVNA PONUDA AKCIJA (IPO)

- 11 Objašnjenje pojma
- 11 Inicijalna javna ponuda kao metod „otvaranja“ privatnih preduzeća
- 13 Prednosti inicijalne javne ponude
- 19 Nedostaci inicijalne javne ponude
- 20 Kada je privatna kompanija spremna za IPO
- 21 Osnovne razlike između javnog i privatnog preduzeća
- 22 Proces inicijalne javne ponude akcija
- 26 Značaj „venture“ fondova za javnu ponudu akcija
- 27 Uloga agenta emisije u traženju investitora
- 28 Pravna regulativa
- 29 Primjeri inicijalnih javnih ponuda akcija

37 SEKUNDARNA JAVNA PONUDA

40 ZATVORENE PONUDE AKCIJA

II EMISIJA OBVEZNICA

45 OBVEZNICE

- 45 Pojam obveznice
- 45 Osnovni elementi obveznice
- 46 Emitenti obveznica
- 47 Obveznice nasuprot bankarskom kreditu
- 49 Obveznice nasuprot akcijama
- 50 Emitovanje obveznica
- 53 Primjeri javnih emisija obveznica u Republici Srpskoj
- 56 Javne emisije obveznica na Banjalučkoj berzi

58 AGENTI EMISIJE U REPUBLICI SRPSKOJ



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Swiss Cooperation Office Bosnia and Herzegovina

Uvodna riječ

Poštovani čitaoče,

Kako svijet biznisa globalno postaje sve složeniji i težak za razumijevanje, jednostavno zato što je u skorije vrijeme i sam biznis podvrgnut zahtjevnim finansijskim izazovima, stalnom procesu reforme, novoj legislativi i inovacijama, postoji zajednički priznata potreba za poznavanjem istog od strane svih onih koji se žele uključiti kao predvodnici biznisa i zajednice, aktivni akcionari, investitori i klijenti.

Naročito za one koji pokušavaju da postignu značajan rast u tranzicionom ekonomskom okruženju, gdje modernizacija i pokušaji da se zatvore praznine standardima koji se praktikuju u EU dominirajućim planovima, važno je da se razumiju ti "novi mehanizmi biznisa". Doći do tog shvatanja, po mom mišljenju, nije moguće bez posebnog obraćanja pažnje i ozbiljne predanosti u smislu upoznavanja i dobrog poznavanja gore pomenutih izazova.

Brošura "Emisija hartija od vrijednosti" koja je pred Vama, pomoći će Vam u shvatanju ovog svijeta "novih mehanizama biznisa". Brošura je zamišljena kao prijedlog i treba da Vas motiviše da učestvujete u kreiranju buduće najbolje prakse, kao i da izučavate mogućnosti da unaprijedite politiku investiranja, sa posebnom pažnjom na detalje i specifičnosti Vašeg ekonomskog i socijalnog okruženja. Učite, stoga, iz brošure, neka Vas inspiriše i stupite u kontakt sa autorima te tražite njihovu pomoć kad god osjetite potrebu da to učinite da biste dobili odgovor na svako važno pitanje.

Veoma sam zahvalan na objavlјivanju ove brošure, zato što predstavlja vrijedan alat koji će se s vremenom naći i u Vašoj ruci. Poštovani čitaoče, ohrabrujem Vas da je slobodno koristite. Želim Vam uspjeh te sam siguran da će Vaše lično shvatanje ovih "novih mehanizama biznisa" biti unaprijeđeno, za bolju budućnost.

Thomas Rüegg
Šef ureda
Švicarski ured za saradnju
u Bosni i Hercegovini



Banjalučka berza hartija od vrijednosti
Banja Luka Stock Exchange
www.blberza.com

Uvod

Privredna društva, države i organi lokalne samouprave su neprestano u potrazi za finansijskim sredstvima neophodnim za finansiranje tekućeg poslovanja, potrošnje, razvoja ili pokrivanja deficit-a. Finansijska sredstva se najčešće pribavljaju iz sljedećih izvora:

- dobit prethodnih godina,
- zaduživanje kod banaka ili međunarodnih finansijskih institucija,
- fiskalni prihodi,
- emisije hartija od vrijednosti (akcije i obveznice).

Iako su u našoj ekonomiji prva tri izvora finansiranja još uvijek najzastupljenija u praksi, primjetno je da se u posljednje tri godine sve veći broj emitentata odlučuje da prikupi finansijska sredstva emitovanjem akcija ili obveznica. Kao rezultat ovog trenda više emisija entitetskih, opštinskih, bankarskih i korporativnih obveznica je registrovano na tržištu kapitala Republike Srpske. Nekoliko akcionarskih društava je kroz sekundarnu javnu emisiju akcija prikupilo dodatni kapital za razvoj, a zabilježena je i prva incijalna javna ponuda akcija (IPO) u Bosni i Hercegovini.

Ovaj priručnik ima za cilj da emitentima pojasni motive za emitovanje akcija i obveznica, objasni koje su prednosti prikupljanja sredstava emitovanjem akcija i obveznica i opiše procedure emitovanja akcija i obveznica. Primjeri iz prakse bi trebali da olakšaju čitaocima razumijevanje procesa emitovanja hartija od vrijednosti.

Priručnik je podijeljen na dva dijela. Prvi dio je posvećen emitovanju akcija. U njemu su objašnjeni: incijalna javna ponuda akcija (IPO), sekundarna javna ponuda akcija i privatna

emisija akcija. Posebna pažnja je posvećena motivima, prednostima i nedostacima inicijalne javne ponude akcija. U drugom dijelu priručnika je predstavljena emisija obveznica. Pored definisanja obveznica kao dužničkih hartija od vrijednosti, u ovom dijelu prezentovane su neke od najčešće navođenih prednosti emitovanja obveznica u odnosu na druge načine zaduživanja, te su objašnjene razlike između javnih i privatnih emisija obveznica.

Ovaj priručnik nema za cilj da odgovori na sva pitanja vezana za emitovanje hartija od vrijednosti. Stoga je na kraju priručnika navedena lista ovlašćenih agenata emisija u Republici Srpskoj i autori priručnika savjetuju svim emitentima korišćenje njihovih usluga prilikom emitovanja hartija od vrijednosti. Važno je da emitenti potraže odgovarajuće korporativne, pravne i finansijske savjete prije donošenja odluke o emitovanju hartija od vrijednosti.

Zahvaljujemo se Medunarodnoj finansijskoj korporaciji (IFC) i Švicarskom državnom sekretarijatu za ekonomski poslovi (SECO) koji su pomogli štampanje priručnika.

Banjalučka berza
Banja Luka, maj 2010.

I Emisija akcija



Inicijalna javna ponuda akcija (IPO)

Objašnjenje pojma

Inicijalna javna ponuda (IPO – initial public offering) je proces pri kojem preduzeće koje je u vlasništvu jednog ili više lica, prvi put prodaje akcije preduzeća širokom krugu investitora (građanima i institucionalnim investitorima). Ukoliko preduzeće koje je već izvršilo inicijalnu javnu ponudu i čije su akcije već uvrštene na berzu ponovo emituje akcije putem javne ponude, riječ je o sekundarnoj javnoj ponudi (SPO – secondary public offering).

Inicijalna javna ponuda kao metod „otvaranja“ privatnih preduzeća

Da bi privatno preduzeće prikupilo kapital inicijalnom javnom ponudom akcija, prvi korak je da se “transformiše” u akcionarsko društvo.

Proces inicijalne javne ponude akcija počinje jednom od ključnih odluka u razvoju preduzeća, a to je odluka vlasnika preduzeća da dio vlasništva u preduzeću ponudi investitorima. Vlasnik ili vlasnici preduzeća takođe donose odluku o tome koliko učešća u vlasništvu će biti ponuđeno investitorima, odnosno koja je vrijednost emisije akcija.

Prodajom akcija kroz inicijalnu javnu ponudu preduzeće povećava kapital (dokapitalizacija). U praksi se često dešava da pored emitovanja novih akcija u postupku IPO-a i postojeći akcionari prodaju dio svojih akcija.

Kupci akcija u inicijalnoj javnoj ponudi mogu biti domaći i inostrani investitori (fizička i pravna lica), investicioni i penzioni fondovi, banke, osiguravajuće kuće, zaposleni u preduzeću, strateški partneri, itd.

Bilans stanja		Vrijednost	Struktura vlasništva kapitala	
Aktiva			Milan Milanović	100% vlasnik
Osnovna sredstva		1.000.000		
Obrtne sredstva bez gotovine		950.000		
Gotovina		50.000		
Ukupno aktiva		2.000.000		
Pasiva				
Kapital		1.000.000		
Obaveze		1.000.000		
Ukupno pasiva		2.000.000		

Slika 1.
Primjer bilansa
stanja i vlasničke
strukture
prije IPO

Vrijednost inicijalne javne ponude akcija: 600.000 KM

Bilans stanja		Vrijednost	Struktura vlasništva kapitala	
Aktiva			Milan Milanović	62,50%
Osnovna sredstva		1.000.000	Petra Petrović	14,00%
Obrtne sredstva bez gotovine		950.000	Miloš Milošević	8,00%
Gotovina		650.000	Dejana Dejanović	2,00%
Ukupno aktiva		2.600.000	Ostali akcionari	13,50%
Pasiva			Ukupno	100,00%
Kapital		1.600.000		
Obaveze		1.000.000		
Ukupno pasiva		2.600.000		

Slika 2.
Primjer bilansa
stanja i vlasničke
strukture
poslije IPO

Prednosti inicijalne javne ponude

Finansijski razlozi

Privatna preduzeća se tokom razvoja susreću sa potrebom prikupljanja dodatnih finansijskih sredstava zbog uvođenja novih proizvoda, širenja tržišta, kupovine nove opreme, izgradnje novih kapaciteta i slično.

Vlasnici i menadžeri preduzeća treba da odgovore na osnovno pitanje – kojim sredstvima se može finansirati razvoj:

1. zadržana dobit iz prethodnih godina,
2. krediti banaka ili emisija obveznica,
3. strateški partner, ili
4. inicijalna javna ponuda akcija – IPO.

Osnovni razlog za finansiranje razvoja preduzeća kroz IPO je prikupljanje sredstava koja nemaju rok dospijeća i kamatu. Povećanje kapitala kroz emisiju akcija čini preduzeće konkurentnijim, jer je na taj način njegovo poslovanje manje opterećeno otplatama duga. Prilikom povećanja kapitala kroz emisiju akcija, preduzeće može da planira da tek poslije određenog vremena (dvije ili više godina) počne sa isplatama dividende od ostvarenog profita. Druga mogućnost je da preduzeće uopšte ne planira da isplaćuje dividendu, nego da profit zadrži i da ga investira u razvoj. Ako preduzeća svoj razvoj finansiraju isključivo kroz zaduživanje, moraju da planiraju vraćanje glavnice i kamate kroz anuitete. Da finansiranje razvoja preduzeća kroz emisiju akcija čini preduzeće konkurentnijim, govore i podaci da su sve uspješne globalne kompanije organizovane kao akcionarska društva, koja po pravilu nemaju većinskog vlasnika¹.

¹ Među 500 najuspješnijih preduzeća u SAD, prema magazinu Fortune, gotovo da je svih 500 organizovano kao akcionarsko društvo, www.fortunemagazine.com

Najveći akcionari poznatih multinacionalnih kompanija

Najveći akcionari (31.12.2009.)	Udio u vlasništvu
Bekshire hathaway Inc.	8,68%
Williams (James B)	4,33%
Capital World Investors	4,08%
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	3,77%
State Street Global Advisors (US)	3,67%



Najveći akcionari (31.12.2009.)	Udio u vlasništvu
Gates (William H. III)	7,54%
Ballmer (Steven A)	4,65%
Capital Research Global Investors	4,25%
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	3,36%
State Street Global Advisors (US)	3,25%



Najveći akcionari (31.12.2009.)	Udio u vlasništvu
State Street Global Advisors (US)	5,22%
Vanguard Group, Inc.	3,57%
BlackRock Institutional Trust	3,55%
Wellington Management Company	1,40%
Capital World Investors	1,31%



Najveći akcionari (31.12.2009.)	Udio u vlasništvu
Dodge&Cox	1,76%
Norges Bank	1,19%
Capital Research Global Investors	0,98%
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	0,82%
Union Investment Group	0,56%



Najveći akcionari (31.12.2009.)	Udio u vlasništvu
Capital World Investors	6,28%
State Street Global Advisors	4,17%
BlackRock Institutional Trust Company, N.A	4,05%
Vanguard Group, Inc.	3,64%
Fidelity Management&Research	3,36%



Najveći akcionari (31.12.2009.)	Udio u vlasništvu
BlackRock Advisors (UK) Limited	3,70%
Norges Bank	1,48%
Credit Suisse Asset Management	1,35%
Fidelity Management & Research	0,99%
UBS Global Asset Management	0,91%

S druge strane, investitori koji kupuju akcije u inicijalnoj javnoj ponudi (ili na berzi) očekuju prinos po osnovu dividende ili po osnovu rasta cijene akcija na berzi. Investitori ne kupuju akcije samo da bi preduzeće učinili konkurentnijim, nego da bi ostvarili profit. Ukoliko se preduzeće odluči da ne isplaćuje dividende nego da profit investira u razvoj, onda je za očekivati da će akcionari ostvariti zaradu kroz rast cijena akcija na berzi.

Prednosti finansiranja razvoja preduzeća kroz emisije akcija posebno dolaze do izražaja u uslovima krize. Ukoliko preduzeće ostvaruje rezultate lošije od planiranih, zbog ekonomске krize ili nekih događaja koji se nisu mogli predvidjeti, u mnogo boljoj poziciji je akcionarsko društvo koje je prikupilo kapital kroz IPO, nego preduzeće koje mora da vrati kredit.

Organizacioni razlozi

Iskustva prelaska preduzeća iz društva sa ograničenom odgovornošću (d.o.o.) u akcionarsko društvo (a.d.) govore da se, nakon prelaska u akcionarsko društvo, preduzeće "organizaciono disciplinuje". Dolazi do razdvajanja vlasničke i upravljačke funkcije. Pored interne kontrole uvodi se eksterna revizija, akcionari i finansijski analitičari sva-kodnevno prate i analiziraju poslovanje preduzeća.

Aкционarska društva imaju mogućnost da kvalitetnije upravljaju kadrovima, odnosno imaju mogućnost da podstiču dolazak i zadržavanje kvalitetnih kadrova (menadžera i radnika). Menadžeri se putem menadžerskih ugovora motivišu da upravljaju preduzećem u najboljem interesu svih akcionara. Akcionarska društva imaju jasno postavljene ciljeve i rokove koji obavezuju menadžment i pomoću kojih se prati njegova uspješnost.

Preduzeća prije inicijalne javne ponude najčešće usvajaju kodeks korporativnog upravljanja. Kodeks je dokument kojim se jasno definišu odnosi između svih zainteresovanih strana u akcionarskom društvu: akcionara, upravnih i nadzornih odbora, menadžmenta, zaposlenih, države, kreditora, dobavljača, klijenata, lokalne zajednice, itd. Poseban akcenat se stavlja na ravноправan tretman svih akcionara i izyještavanje preduzeća s ciljem da se zaštite interesi "malih" akcionara u preduzeću. Investitori se lakše odlučuju

Slika 3.
Značaj korporativnog upravljanja pri donošenju odluka o investiranju

da ulažu u preduzeća koja poštuju najbolje prakse korporativnog upravljanja. Takođe, preduzeća koja posluju u skladu sa praksama dobrog korporativnog upravljanja najčešće su efikasnija, bolje upravljaju rizicima i lakše se prilagođavaju promjenama u vrijeme nepovoljnih tržišnih kretanja ili ekonomskih kriza.

Istraživanje koje je sproveo McKinsey&Company pokazuje da su investitori spremni da plate više (premiju) prilikom kupovine akcija kompanija koje poštuju visoke standarde korporativnog upravljanja. Premija se kreće u prosjeku 12-14% u Sjevernoj Americi i Zapadnoj Evropi, 20-25% u Aziji i Latinskoj Americi i preko 30% u Istočnoj Evropi i Africi.¹

Procenat investitora (2002)

	Manje bitno	Podjednako bitno	Više bitno
Istočna Evropa i Afrika	15%	45%	40%
Latinska Amerika	16%	66%	18%
Azija	18%	61%	21%
Sjeverna Amerika	43%	50%	7%
Zapadna Evropa	44%	41%	15%

Izvor: McKinsey&Company, Global Investor Opinion Survey: Key Findings, July, 2002.

Marketinški razlozi

Sam čin inicijalne javne ponude dobija veliku pažnju javnosti i na taj način preduzeće poboljšava svoj ugled, promoviše svoje poslovanje i svoje proizvode, privlači nove kupce i poslovne partnere. Preduzeća čijim se akcijama trguje na berzi, kroz izvještavanje o svom poslovanju istovremeno se promovišu. Mediji su takođe u većoj mjeri posvećeni akcionarskim društvima jer je interes javnosti za poslovanje akcionarskih društava veći u odnosu na privatna preduzeća.

¹ McKinsey&Company, Global Investor Opinion Survey: Key Findings, July, 2002.
<http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf> (pristupljeno: 9.4.2010.)

Investitori koji kupuju akcije preduzeća najčešće su i najlojalniji kupci proizvoda i usluga tog preduzeća.

Rješavanje „problema nasljednika“

Inicijalna javna ponuda dovodi do promjene vlasničke strukture preduzeća, jer kupci akcija u javnoj ponudi postaju suvlasnici preduzeća. Prednost postojanja više vlasnika i razdvojenosti vlasničke i upravljačke funkcije u preduzeću omogućava nastavak poslovanja i razvoja ukoliko se osnivač preduzeća povuče iz biznisa ili “penzioniše”.

Tržišno vrednovanje kompanije i jednostavan način izlaska iz biznisa

Kada se akcijama preduzeća počne trgovati na berzi, tada se preduzeće svakodnevno vrednuje. U zavisnosti od tržišne cijene akcija na berzi, svi akcionari svakog dana mogu tačno znati koliko vrijedi njihova imovina koju imaju u akcijama. Dakle, na taj način se dobija tržišna vrijednost preduzeća.

Akcionari koji se odluče da prodaju svoje učešće u određenom akcionarskom društvu, to mogu jednostavno da urade kroz prodaju akcija na berzi. S druge strane, prodaja udjela u društvu sa ograničenom odgovornošću je dugotrajan proces, a jedan od osnovnih problema je procjena vrijednosti preduzeća, odnosno koja cijena zadovoljava i vlasnika i potencijalnog kupca preduzeća.

Pojednostavljenje prikupljanja kapitala u budućnosti (SPO)

Kada su akcije nekog preduzeća već uvrštene na berzu, puno je lakše doći do dodatnog kapitala procesom emitovanja novih akcija, tj. sekundarnom javnom ponudom (SPO). Tada više informacija o preduzeću imaju i institucionalni investitori, poput osiguravajućih kompanija, investicionih i penzionih fondova i ostalih koji nisu kupovali akcije u inicijalnoj javnoj ponudi. Za preduzeće to znači da ukoliko se u budućnosti odluči da kroz naredne javne emisije akcija prikuplja kapital, može računati na veći broj investitora.

Akcije kao sredstvo plaćanja u preuzimanju drugih preduzeća

Aкционarska društva imaju mogućnost da vlastite akcije koriste kao sredstvo plaćanja prilikom preuzimanja drugih preduzeća u slučaju kada nemaju dovoljno novca.

Dobar primjer za to je slovenački trgovачki lanac Mercator, koji je kupio kompaniju Rodić. Mercator je 2006. godine postao vlasnik 76% kapitala kompanije Rodić za oko 116 miliona evra. Od tog iznosa 30 miliona evra je plaćeno kroz novu emisiju akcija Mercatora, čime su vlasnici kompanije Rodić postali jedni od najvećih akcionara Mercatora (oko 5% vlasništva). Ostatak je plaćen djelimično kroz preuzimanje obaveza kompanije Rodić, a djelimično u novcu. Vlasnici kompanije Rodić su prodajom 76% vlasništva kompanije dobili 174.517 akcija Mercatora čija je prosječna cijena iznosila 171,9 evra (cca. 30 miliona evra).

Mercator je naknadno, na osnovu ugovora o strateškom povezivanju iz oktobra 2006. godine, kupio još 12% kapitala kompanije Rodić i konačno u 2009. je kupio i preostalih 12%. Cijena po kojoj su se plaćala ova dva paketa akcija zavisila je od poslovnih rezultata kompanije Rodić u 2007. i 2008. godini.

U ovom slučaju Mercator je, umjesto 30 miliona evra u novcu, plaćanje prema vlasnicima kompanije koja se preuzima izvršio tako što je emitovao akcije. Na ovaj način, kompanija se nije zaduživala da bi kupila drugu kompaniju i nije povećavala svoje obaveze.

Dakle, akcije mogu služiti kao sredstvo plaćanja prilikom preuzimanja drugih preduzeća. S druge strane, nekadašnji vlasnici preuzetog preduzeća mogu akcije koje su dobili prodati na berzi ukoliko žele da dobiju novac ili ostati akcionari tog preduzeća.

Nedostaci inicijalne javne ponude

Iako postoje mnogobrojne prednosti "otvaranja" preduzeća, postoje i određeni nedostaci, koji su najčešće vezani za mala preduzeća, odnosno za preduzeća koja još uvijek nisu dostigla fazu kada su spremna za "otvaranje".

Nedostaci finansiranja preduzeća putem inicijalne javne ponude akcija su sljedeći:

Vrijeme i troškovi sprovodenja IPO

Inicijalna javna ponuda je obično dugotrajan, a veoma često i skup proces. Uspješna javna ponuda akcija, od pripreme pa do realizacije, može da potraje i do godinu dana (uobičajeno je od šest do devet mjeseci), te iziskuje i mnogo finansijskih sredstava za svaku fazu sprovodenja. Zbog tih troškova "mala preduzeća" ne mogu sebi priuštiti "izlazak na berzu" putem inicijalne javne ponude. Preduzećima koja posluju tek dvije do tri godine i koja nemaju značajne prihode i razvijen posao, ne preporučuje se da provode inicijalnu javnu ponudu.

Gubitak dijela vlasništva

Treba imati u vidu da prodajom akcija u javnoj ponudi preduzeće dobija nove akcionare, i da tako osnivač i jedini vlasnik gubi potpunu kontrolu nad poslovanjem preduzeća. U radu skupštine akcionara mogu da učestvuju svi akcionari, koji biraju organe preduzeća i donose druge odluke važne za preduzeće, pa više ne odlučuje o svemu jedan ili nekoliko vlasnika, kao što je slučaj u društvu sa ograničenom odgovornošću. Ovo je jedan od najčešćih razloga zbog čega se vlasnici privatnih preduzeća ne odlučuju da "otvore" preduzeća.

Troškovi revizije i izvještavanja

Nakon što preduzeće završi IPO, njegove akcije se uvrštavaju na berzu. To podrazumijeva obavezu objavljivanja finansijskih izvještaja, angažovanje revizorske kuće i objavljinje revizorskih izvještaja, pripremu i objavljinje izvještaja o poslovanju, polugodišnje

ili kvartalno izvještavanje o poslovanju, objavljivanje važnih događaja koji utiču na poslovanje preduzeća, itd. Pored toga, preduzeće je obavezno da sprovodi aktivnosti koje imaju za cilj poboljšanje korporativnog upravljanja, uvođenja i primjene međunarodnih standarda upravljanja preduzećem, što uzrokuje određene troškove.

Sve gore navedene nedostatke procesa javne ponude akcija i obaveza koje preduzeće preuzima nakon toga, treba staviti u odnos sa koristima koje preduzeće i vlasnici preduzeća imaju od javne ponude akcija. Kao i ostale odluke koje vlasnik preduzeća donosi, tako i odluka o javnoj ponudi akcija je zasnovana prije svega na interesu vlasnika preduzeća.

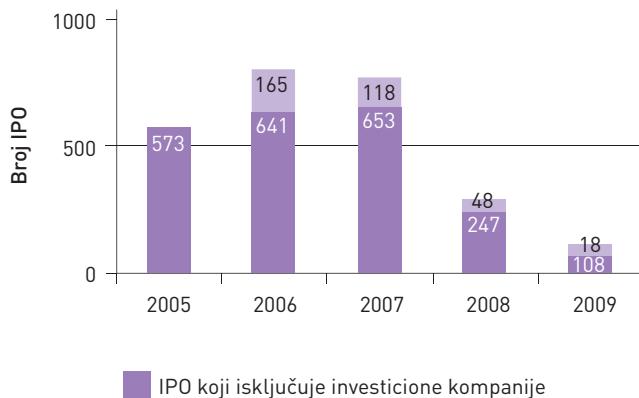
Kada je privatna kompanija spremna za IPO

Teško je očekivati da preduzeće koje posluje svega godinu dana ima kapacitet da privuče investitore da kupe njegove akcije. Logično je da preduzeća sa dužom istorijom imaju veću šansu za uspješnu javnu ponudu akcija. Prosječna "starost" preduzeća nakon koje se vlasnici odlučuju za IPO različita je u zavisnosti od države i kreće se od sedam godina u Americi do 23 godine u Japanu¹ (Geddes, 2003). Odluka o IPO-u se donosi u periodu kada preduzeće ima razvojne projekte koji se mogu finansirati novcem dobijenim putem IPO-a.

Regulatorni organi i berze traže da preduzeće posluje minimalno dvije do tri godine, odnosno da ima minimum dva do tri finansijska izvještaja koja su revidirana od nezavisne revizorske kuće.

Pored toga, veoma je bitan "tajming" sprovodenja inicijalne javne ponude. Iz slike br. 4 je vidljivo da najveći broj preduzeća odlučuje da izvrši inicijalnu javnu ponudu u periodu kada na tržištu akcija "preovladava optimizam" (kao što je bila 2006. godina). U periodu optimizma, na tržištu ima više investitora koji su spremni da ulažu u akcije. Zbog toga je veoma važno ispravno odrediti trenutak za izlazak na berzu.

1 Izvor: Ross Geddes, IPO and equity offering, Butterworth-Heinemann, Burlington, 2003.



Slika 4.
Broj inicijalnih javnih ponuda u Evropi od 2005. do 2009. godine

izvor: IPO Watch Europe 2009 (Price Water House Coopers):
http://www.pwc.co.uk/pdf/ipo_watch_review_2009.pdf

Osnovne razlike između javnog i privatnog preduzeća

Imajući u vidu da nakon inicijalne javne ponude dolazi do promjene vlasničke strukture preduzeća i ono postaje javno, tj. akcije preduzeća se uvrštavaju na berzu, dolazi do promjene u načinu organizovanja i poslovanja preduzeća prije i poslije IPO-a. Osnovne razlike između društva sa ograničenom odgovornošću i akcionarskog društva su:

- razdvojenost upravljačke i vlasničke funkcije kod akcionarskog društva;
- vrijednost akcionarskog društva može se utvrditi svakog dana na berzi;
- promjena vlasništva kod društva sa ograničenom odgovornošću je putem ugovora, dok se kod akcionarskog društva promjena vlasništva vrši svakodnevno preko berze;
- broj vlasnika kod društva sa ograničenom odgovornošću je ograničen, dok kod akcionarskog društva nema ograničenja u pogledu broja akcionara;
- akcionarska društva posluju prema regulativi za otvorena društva i obavezna su da objavljaju finansijske izvještaje i ostale informacije u vezi sa poslovanjem, itd.

Menadžeri i menadžerski ugovori

Preduzeća koja se iz društva sa ograničenom odgovornošću transformišu u akcionarska društva imaju dodatne mogućnosti da menadžerskim ugovorima motivišu menadžere da vode preduzeće "kao da je njihovo". Naime, pored odredbi menadžerskog ugovora kojima se menadžerima omogućavaju dodatni bonusi ako ostvare određen profit, oni se kroz opcije na akcije dodatno motivišu da ostvaruju bolje poslovne rezultate.

Opcijama na akcije menadžeru se daje pravo da po unaprijed utvrđenoj cijeni može u budućnosti kupiti određeni broj akcija preduzeća. Ako se menadžeru preduzeća omogući da u nekom vremenu u budućnosti (npr. za dvije-tri godine) kupi akcije preduzeća po unaprijed utvrđenoj fiksnoj cijeni (npr. tekuća cijena na berzi u trenutku potpisivanja ugovora), njegov motiv je da kroz ostvarivanje boljih poslovnih rezultata utiče na rast cijene akcija. Radeći tako u svom interesu, menadžer radi u interesu svih akcionara.

Proces inicijalne javne ponude akcija

Proces inicijalne javne ponude se može podijeliti na nekoliko ključnih faza:

Priprema

Uobičajeno je da se vlasnici preduzeća prije donošenja konačne odluke o javnoj prodaji akcija prethodno konsultuju sa agentom emisije (banka ili brokerska kuća) kako bi se utvrdilo koliko kapitala se želi prikupiti javnom emisijom akcija, kakva vlasnička struktura se želi imati nakon javne emisije akcija, itd. Pored toga, utvrđuje se način određivanja cijene u javnoj ponudi (početna, fiksna ili raspon cijene). Vlasnici preduzeća zajedno sa agentom emisije analiziraju koliko sredstava se želi prikupiti, koje investicije će se finansirati tim sredstvima i da li, pored emisije novih akcija, postojeći vlasnici žele da putem IPO-a prodaju i dio svojih akcija.

Agent emisije priprema nezavisan pregled stanja kompanije (due diligence), te priprema menadžment preduzeća za unapređenje i primjenu najbolje prakse u korporativnom upravljanju.

Prilikom preliminarnih sastanaka sa potencijalnim investitorima u toku promocije IPO-a, menadžeri preduzeća će se po prvi put susresti sa pitanjima investitora u vezi sa strategijom preduzeća, konkurencijom, kvalitetom menadžmenta, finansijskim pokazateljima, itd.

Izrada prospekta

Prospekt je dokument koji sadrži sve relevantne informacije o preduzeću i investiciji koja će se finansirati novcem dobijenim putem IPO-a. Prospekt sadrži osnovne informacije u vezi sa preduzećem (industrija, proizvodi, tržište, konkurenčija, kupci, dobavljači, pravna pitanja, marketing, stope rasta, pregled poslovnih jedinica...), informacije o menadžmentu (dosadašnji rezultati, biografija), finansijske pokazatelje, revidirane finansijske izvještaje, podatke o rizicima sa kojima se preduzeće može susresti, itd. Prospekt potpisuje menadžment preduzeća sa izjavom da prospekt sadrži tačne informacije i da nijedan bitan podatak nije izostavljen.

Odobravanje prospekta od strane regulatora

Nakon pripreme, prospekt se dostavlja nadležnoj instituciji na odobrenje (Komisija za hartije od vrijednosti), koja u zakonski propisanom roku odobrava prospekt ili ga vraća na dopunu.

Promocija

Faza promocije podrazumijeva predstavljanje preduzeća investitorima putem grupnih prezentacija (road show) ili na pojedinačnim sastancima (one-on-one) sa investitorima. Preduzeća koja žele da promovišu IPO kod stranih investitora, održavaju prezentacije i u inostranstvu. U medijima se objavljuje javni poziv i izvod iz prospekta sa najvažnijim informacijama vezanim za IPO. Na internet stranici preduzeća objavljaju se prospekt i najave svih prezentacija menadžmenta.

Sadržaj prospeksa Fratello Trade a.d. Banja Luka



SADRŽAJ

IZJAVA ODGOVORNIH LICA EMITENTA	5.13. OSNOVNE INFORMACIJE O POKRENUTIM ILI OČEKIVANIM PRAVIM SPOROVIMA KOJI MOGU ZNAĆAĆU UTICATI NA POSLOVNE PRAVNE IZMENE EMITENTA.....	23
PRIPREMA ZA INICIJALNU JAVNU PONUDU	5.14. UPOREDNI PRIKAZ OSNOVNIH AGREGATNIH POZICIJA BILANSA STANJA PO GODIŠNjem OBRAĆUNU ZA POSLEDnJE TRI POSLOVNE GODINE.....	24
KODERS KORPORATIVnog UPRAVljANJA	5.15. UPOREDNI PRIKAZ OSNOVNIH AGREGATNIH POZICIJA BILANSA ISPUšTAJA PO GODIŠNjem OBRAĆUNU ZA POSLEDnJE TRI POSLOVNE GODINE.....	25
1. OSNOVNE INFORMACIJE O BOSNI I HERCEGOVINI	5.16. UPOREDNI PRIKAZ OSNOVNIH AGREGATNIH POZICIJA BILANSA TOKOVA GOTOVINE PO GODIŠNjem OBRAĆUNU ZA POSLEDnJE DVA POSLOVNE GODINE.....	26
1.1. MAKROEKONOMSKI POKAZATELJI BIH	5.17. OSNOVNE AGREGATNE POZICIJE BILANSA STANJA, BILANSA ISPUšTAJA I BILANSA TOKOVA GOTOVINE (IZ POSLEDnjEG PERIODnOG OBRAĆUNA (30.06.2008).)	27
1.2. EKONOMSKI INDIKATORI U REPUBLICI SRPSKOJ	5.18. ISPLAĆENIE DIVIDENDE PO VRSTAMA AKCIIA U NAJHRVO UČESĆU U UKUPNIM OBVEZAMA NA DAN DOPOŠTENIA OBRAĆUNE	29
2. POTROŠAčKA RIBE U BOSNI I HERCEGOVINI	5.19. IZNOS DOSPIJELIH OBVEZAE I NAJHRVO UČESĆE U UKUPNIM OBVEZAMA NA DAN DOPOŠTENIA OBRAĆUNE O EMISIJI.....	29
3. PODACI O EMITENTU	5.20. BROJ DANA BLOKADA POSLOVNIH RACUNA U PRETHODNU GODINU I U TERUĆU GODINU DO DANA DOPOŠTENIA ODLUKE O EMISIJI.....	29
3.1. NAZIV I SEDiSTE EMITENTA	5.21. HIPOTEKE, ZALOGE I DRUGA OGRANIČENICE NA IMOVINu EMITENTA.....	30
3.2. OZNAKA I REGISTARSKI BROJ EMITENTA U REGISTRU EMITENATA KOD KOMISIJE	5.22. REZIJUCA FINANSIJSKIH IZVJEŠTAJA.....	30
3.3. BROJ I DATUM UPISA U SLUĐOK REGISTAR	5.23. BIZNIS PLAN.....	31
3.4. PRAVNI STATUS.....	6. PODACI O MAESTI, NÄCHNU, ROKU I VREMENU UPISA I UPLETAK AKCIJA.....	31
3.5. PROTEZNA DELATNOST	6.1. VRIJEME POČETKA I ZAVRŠETKA UPISA I POPISA MESTA ZA UPIS UPLATU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI NAJNIZI UPISA UPISATE ANGLIČKI.....	35
3.6. DODATNA RIJEŠENJA	6.2. ROK TRAJANJA UPISA I UPLETAK.....	35
3.7. PODACI O POVEZANIM LICIMA SA EMITENTOM	6.3. KTERIJERALNI USPISANOSENITI EMITENTA NA KODUSTAJANJE OJAYNE PONDE.....	35
3.8. IZNOS UPISANOG UPLAĆENOG OSNOVNOG KAPITALA NA DAN POSLEDnjEG GODIŠnjEG PERIODnOG OBRAĆUNA	6.4. NAJNIZI I ROKOKI POKRATA UPLAĆENIH SPREDSTAVA KOD KODUSTAJANJA OD UPISA I UPLETAK IJ NEUSPJELE EMISIJE.....	36
3.9. STRUKTURA UKUPNOG KAPITALA NA DAN POSLEDnjEG GODIŠnjEG PERIODnOG OBRAĆUNA	7. IZJAVA O INVESTIRANJU.....	36
3.10. VLAŠNIČKA STRUKTURA OSNOVNOG KAPITALA NA DAN POSLEDnjEG GODIŠnjEG PERIODnOG	7.1. CILJEVI INVESTIRANJA, NAJNIZI KORIGŠENJA SPREDSTAVA KOJA CE SE PRIBAVITI EMISIJOM I OČEKIVANI EFETI INVESTIRANJA.....	36
3.11. UKUPAN BROJ GLASOVA NA SKUPSTINI EMITENTA, UKUPAN BROJ AKNOMARA SA PRAVOM GLASA, BROJ I NOMINALNA VRIJEDNOST SOSPSTVENIH ANGLIČKI.....	7.2. OPIS OSNOVNIH INVESTIRANJA KOJI SU U VEZI SA POSLOVANJEM EMITENTA, PRIRODOM HARTIJE OD VRIJEDNOSTI ILI DRUGIM FAKTORIMA.....	36
3.12. UKUPNA VRIJEDNOST SOSPSTVENIH ANGLIČKI.....	7.2.1. RIZIK POSLOVNOG OKRUŽENJA.....	36
4. PODACI O HARTIJI OD VRIJEDNOSTI KOJA JE PREDMET I EMISIJE	7.2.2. POSLOVNI RIZICI.....	37
4.1. NAZIV ORGANa KOJI JE DODAO ODLIKU EMISIJI DATUM DOPOŠTENIA OBRAĆUNE.....	7.2.2.1. Finansijički rizici	37
4.2. REDNI BROJ EMISIJE, VRSTA I KLASA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI	7.2.2.2. Porezni rizik	37
4.3. BROJ I NOMINALNA VRIJEDNOST EMISIJE	7.2.2.3. Viša slika – „Force majeure“	38
4.4. PRAVA SADRŽANA U HARTIJI OD VRIJEDNOSTI I OBANCIČNA I TH PRAVA	7.2.3. RIZICI VEZANI IZ AKCIJE	38
4.5. POSEBNA OGRENČENICA ZA POSTOJEC ACE KACIONARE	7.2.3.1. Promjenljivost cijene akcije	38
4.6. NOSIOCI, ROK I NAČIN KONSTANTNE PRAVE PREC KUPOVINE	7.2.3.2. Kapitalni dividende	38
4.7. UKUPNA CIJENA IJ NAJNIZI NJENOS UTVRDJIVA.....	7.2.3.3. Likvidnost Banjalucičke borse (BLSE)	38
4.8. UKUPAN BROJ EMITOVANIH HARTIJA OD VRIJEDNOSTI ISTE VRTSKE I KLASE.....	8. PODACI O ODGOVORNIM LICIMA EMITENTA.....	39
4.9. IZJAVA OTOME LI SU HARTIJE OD VRIJEDNOSTI PRETHODnOG EMISIJA, ISTE VRTSKE I KLASE, UVRESTE NA BERZU IL DRUGO UREDENOJ AVNO TRZIŠTE.....	8.1. IME I PREZIME, ADRESA, STRUKCIA SPREMA I RADNA BIOGRAFIJA DIREKTORA UKLJUČUJCI I EVENTUALNE OSUĐEZA ZA KRIVICNA DJELA PROTIV PROVREDNE SLUŽBENE DŽVZOSTI.....	39
5. PODACI O POSLOVANJU EMITENTA	9. PODACI O AGENTU EMISIE	40
5.1. KRATAK OPIS DJELOVATNOSTI I STORIJE POSLOVANJA EMITENTA.....	20. NAZIV I SEDiSTE AGENTA EMISIE.....	40
5.2. PREGLED PROIZVODnOG PROCESA.....	21. NAZIV I SEDiSTE AGENTA EMISIE.....	40
5.3. OPREMA ZA PRIPREMU I PAKOVANJE.....	22. IME I PREZIME DIREKTORA, ČLANOVA UPRAVnOG / NADZORnOG ODBORA	40
5.4. SERVISCI		
5.5. EKOLOšKA DOZVOLA		
5.6. OBREZJEDENJE ZDRAVSTVENE ISPRAVNOSTI PROZVODA		
5.7. KAPACITETI		
5.8. ZAPOSELJENI		
5.9. PREGLED VAZNIJIH INVESTICII U TOKU (TEHNIČKA STRUKTURA, VRIJEDNOST, DIMENSIJA, SA POSEBnim OSVRTOM NA ULAGANJA I ISTRZIŽANJA RAZVOJU)		
5.10. ZAPOSLOVANOST OD LICENCI DRUGIH PRAVA NA INTELekTUALnu SVIJETLJU ZNAČAJNIM ZA POSLOVANJE EMITENTA.....		
5.11. POSLOVANJE VLASTITIH PATENATA ILI DRUGIH PRAVA NA INTELekTUALnu SVIJETLJU.....		
5.12. STRUKTURA VLASTITOG PORTFELJA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI.....		

Određivanje cijene

Postoji nekoliko načina određivanja cijene po kojoj će se akcije prodati investitorima kroz inicijalnu javnu ponudu.

- Jedan od načina je da se odredi **početna cijena** po kojoj se akcije nude investitorima i da se odredi period kada će se na berzi vršiti aukcija akcija iz javne ponude, čime se postiže maksimalna cijena u zavisnosti od tražnje za akcijama.
- Jedan od najčešće korišćenih načina za izbor cijene jeste tzv. **bookbuilding (izbor cijene kroz knjigu naloga)**. Prilikom bookbuildinga odredi se raspon cijena po kojima se žele prodati akcije (informacija dostupna u prospektu i javnom pozivu) i nakon dostavljanja namjera o kupovini akcija od strane investitora analizira se koja cijena je najpovoljnija za preduzeće u okviru predviđenog raspona. Agent emisije i menadžment preduzeća koje emituje akcije biraju cijenu po kojoj će se realizovati najveća količina. Iako je cilj preduzeća maksimizacija cijene i realizacija cjelokupne emisije, uobičajeno je da se prilikom određivanja cijene ostavlja jedan dio neiskorišćene tražnje kako bi akcija imala likvidnost i rast na berzi nakon IPO-a.
- Izbor **fiksne cijene** podrazumijeva cijenu po kojoj će se vršiti IPO, i prednost u upisu akcija imaju investitori koji prvi pošalju ponude (upišu akcije).

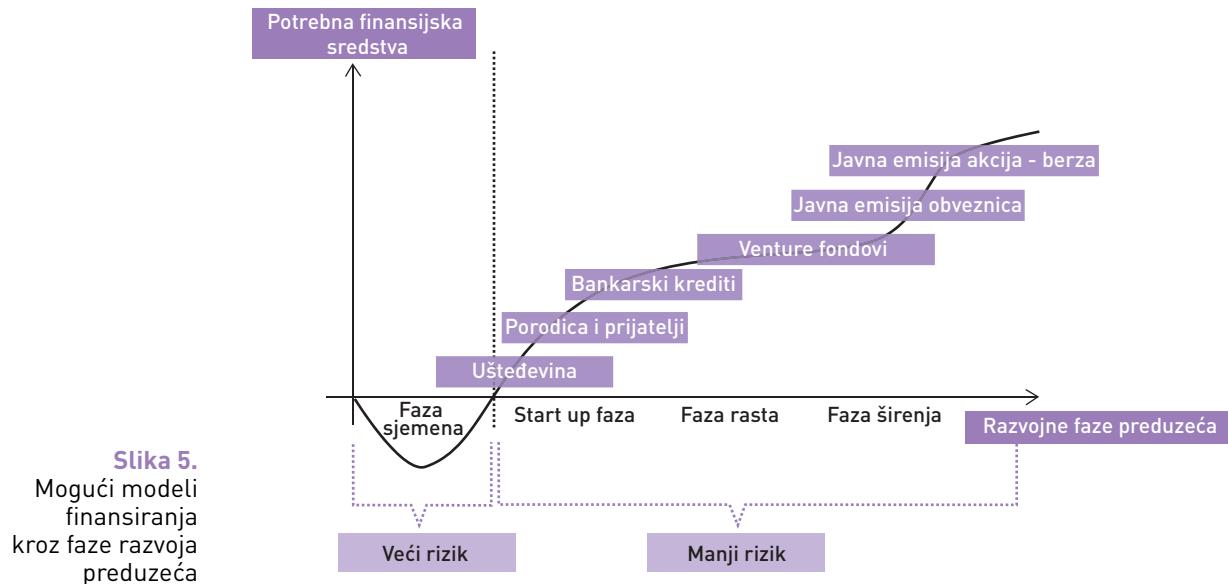
Upis, uplata, registracija i uvrštavanje akcija na berzu

Nakon određivanja cijene i upisa akcija, novac se uplaćuje na račun preduzeća (u aktivi se povećava iznos gotovine, a u pasivi se povećava osnovni kapital). Ukoliko su pored nove emisije u javnoj ponudi prodavane i akcije vlasnika preduzeća, onda taj iznos ide na račun tih vlasnika. Nakon toga, akcije preduzeća se uvrštavaju na berzu i počinje nova faza u razvoju preduzeća.

Značaj „venture“ fondova za javnu ponudu akcija

Venture fondovi ulažu u preduzeća koja imaju potencijal rasta i razvoja, a koja su uglavnom porodična preduzeća ili preduzeća u vlasništvu nekoliko lica (d.o.o. ili zatvorena a.d.). Venture fondovi najčešće ulažu kroz dokapitalizaciju, odnosno povećavaju kapital preduzeća i postaju suvlasnici.

Ono što karakteriše venture fondove jeste da su "aktivni akcionari", odnosno akcionari koji pomažu menadžmentu preduzeća da ostvari razvojne ciljeve. Venture fondovi uglavnom ulažu u poslove koji su u vezi sa informacionim tehnologijama, biotehnologijama, tehnologijama vezanim za alternativne izvore energije, uslužnim djelatnostima, itd. Pored toga, jedna od osnovnih karakteristika venture fondova jeste da ulažu u "mlada" preduzeća sa visokim potencijalom za rast i razvoj.



Osnovni cilj venture fondova jeste da nakon nekoliko godina prodaju svoje učešće u vlasništvu tih preduzeća i da ostvare zaradu. To se najčešće radi kroz proces inicijalne javne ponude akcija, ili kroz prodaju akcija na berzi kada se završi proces inicijalne javne ponude akcija. Pored te mogućnosti, venture fondovi se odlučuju da svoje učešće u vlasništvu preduzeća prodaju strateškim partnerima ili se učešće u vlasništvu prodaje drugim investicionim fondovima.

Uloga agenta emisije u traženju investitora

Inicijalna javna ponuda je proces koji preduzeće provodi uz podršku agenata emisije, tj. brokerskih kuća ili banaka. Preduzeće koje vrši emisiju izabere tzv. "agenta emisije" čija je uloga da investitorima promoviše ulaganja u akcije preduzeća, sa ciljem što većeg interesovanja investitora. Osnovne uloge agenta emisije su:

- savjetovanje preduzeća u vezi sa količinom i cijenom po kojoj će se akcije emitovati,
- priprema odluke o emisiji za skupštinu akcionara,
- priprema prospekta i podnošenje zahtjeva za njegovo odobrenje Komisiji za harte od vrijednosti,
- promocija javne ponude,
- komunikacija sa nadležnim organima i drugim učesnicima, itd.

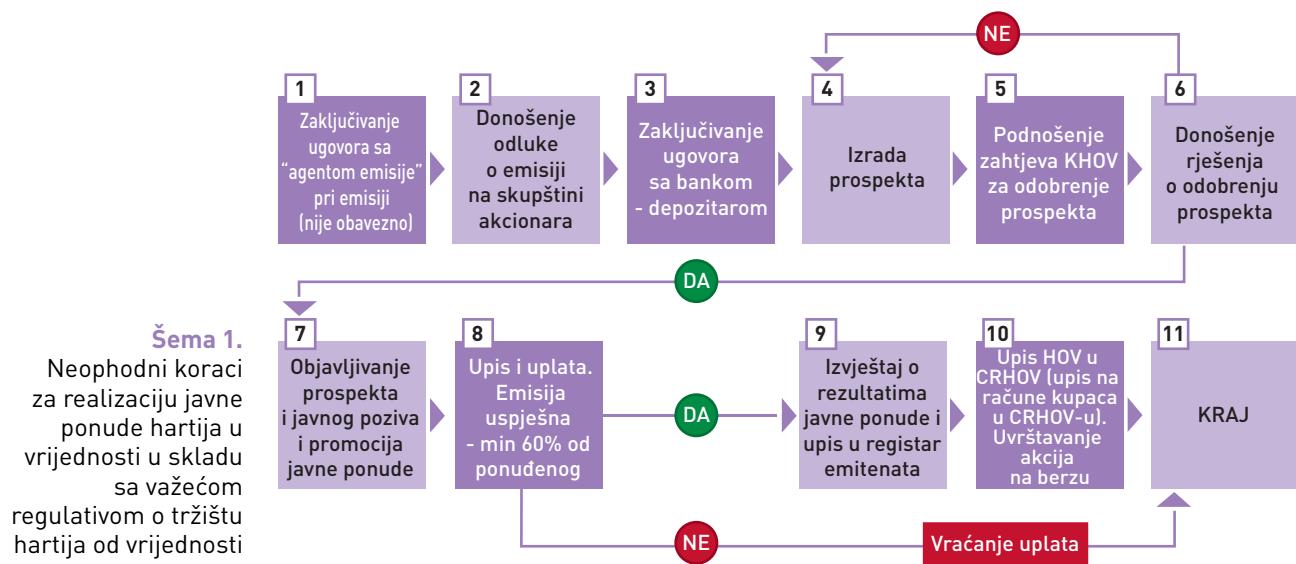
Preduzeće koje emituje akcije može potpisati ugovor sa investicionom bankom koja obavlja poslove potpisnika emisije (underwriter). Potpisnik emisije se obavezuje da će otkupiti sve akcije koje se ne uspiju prodati u postupku javne ponude akcija. Drugi način je da potpisnik emisije kupi sve akcije iz javne ponude od preduzeća po dogovorenoj cijeni i nakon toga ih prodaje investitorima, ostvarujući zaradu na razlici u cijeni.

Pravna regulativa

IPO kroz regulativu u Republici Srpskoj

Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 92/06 i 34/09) i Pravilnikom o uslovima i postupku emisije hartija od vrijednosti (usvojen od strane Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske 15.04.2010. godine) je detaljnije definisan način i postupak upisa i uplate akcija, sadržaj prospekta i ostale dokumentacije neophodne za proces sprovođenja inicijalne javne ponude, te ostale obaveze koje imaju učesnici u inicijalnoj javnoj ponudi akcija.

U narednoj šemi ukratko su prikazani osnovni koraci koje preduzeće mora da napravi kako bi uspješno završilo inicijalnu javnu ponudu.



Primjeri inicijalnih javnih ponuda akcija

Fratello Trade a.d. Banja Luka

Akcionarsko društvo Fratello Trade iz Banje Luke, koje se bavi pakovanjem i distribucijom smrznute i svježe morske ribe, morskih plodova, voća i povrća, u 2008. godini je uspješno izvršilo prvu inicijalnu javnu ponudu akcija u Bosni i Hercegovini. Preduzeće Fratello Trade je prije javne ponude akcija bilo u vlasništvu osnivača i direktora preduzeća Maria Derajića, koji je bio vlasnik 66,02% preduzeća, i holandskog investicionog fonda Horizonte Capital, koji je bio vlasnik 33,98% preduzeća. Kroz javnu ponudu postojeća dva akcionara nisu prodavala svoje akcije, nego je emitovana nova emisija akcija kako bi se prikupio kapital za razvoj preduzeća.



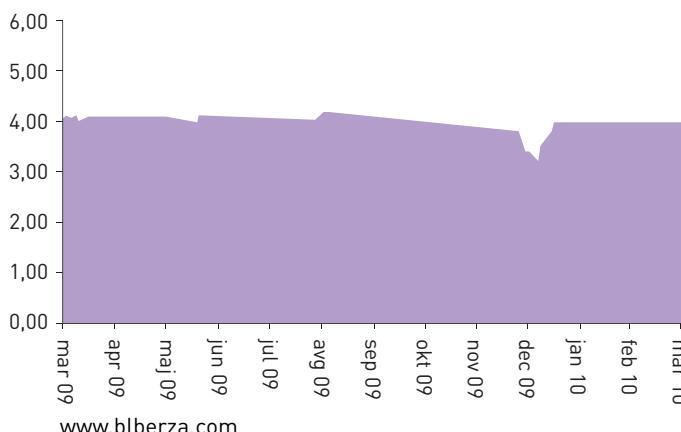
Slika 6.
Vlasnička struktura Fratello Trade a.d. Banja Luka prije i poslije IPO

Fratello Trade je kroz inicijalnu javnu ponudu investitorima ponudio 295.000 akcija, a ponuđena cijena je bila između 4,00 KM i 5,20 KM. Javna ponuda je trajala od 18.12.2008. do 29.12.2008. godine, i za vrijeme trajanja javne ponude ukupno je upisano i uplaćeno 216.027 akcija (što je 73,23% od ukupnog broja ponuđenih akcija) po cijeni od 4 KM po akciji. Time je preduzeće Fratello Trade povećalo kapital za 864.108 KM, što je upotrijebljeno za proširenje proizvodnih kapaciteta. Nakon sprovedene javne ponude, akcije preduzeća Fratello Trade su početkom 2009. godine uvrštene na Banjalučku berzu. Zanimljivo je razmišljanje osnivača i najvećeg vlasnika Fratello Trade u vezi sa razlozima zbog kojih se preduzeće odlučilo da izvrši javnu ponudu akcija. Tom prilikom Mario Derajić je izjavio:



"Fratello Trade se odlučio na prvi IPO u BiH prvenstveno zbog toga što smatramo da je to najpovoljniji način prikupljanja kapitala i da se sva preduzeća koja mogu, trebaju odlučiti na taj korak. Dakle, iako se postojeći akcionari kroz javnu ponudu akcija odriču dijela vlasništva, prikupljanje kapitala na ovaj način je sigurno povoljnije u odnosu na bankarske kredite i izlaskom na berzu preduzeće će sigurno biti jače. Pored toga, izlaskom na berzu i poštovanjem standarda korporativnog upravljanja preduzeće se organizaciono disciplinuje.

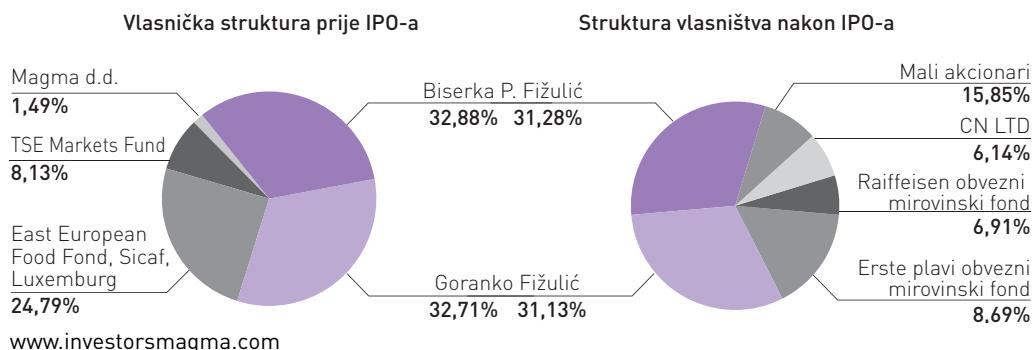
Naše preduzeće se nalazi u fazi snažnog rasta i kraj 2008. godine je bio pravi momenat za izlazak na berzu, i od strane postojećih akcionara je to shvaćeno kao jedna od najvažnijih odluka u razvoju preduzeća. Fratello Trade je prije IPO-a imao dva akcionara, ali nakon završetka procesa javne ponude broj akcionara je preko 100. Nadamo se da ćemo i u narednom periodu vršiti nove emisije akcija i na taj način prikupljati kapital, te da će broj akcionara biti još veći. Cilj Fratello Trade je da postane vodeća kompanija u distribuciji smrznute morske ribe i morskih plodova na prostoru Bosne i Hercegovine i Crne Gore, a među tri vodeće firme na području Srbije. To ćemo postići kroz povećanje kapaciteta za skladištenje, pakovanje, preradu i prodaju ribe i otvaranjem novih distributivnih centara. Planiramo da i u narednom periodu svoj razvoj finansiramo kroz javne emisije akcija."



Slika 7.
Kretanje cijena akcija
Fratello Trade a.d.
Banja Luka nakon IPO

Magma d.d. Zagreb

Preduzeće Magma d.d. Zagreb je osnovano 1989. godine kao porodično preduzeće u vlasništvu porodice Fižulić. Osnovna djelatnost Magme je maloprodaja (vlasnik maloprodajnih trgovina kao što su Turbo limač, Magma home, Urban Republic...), distribucija (hrane, igračaka, odjeće, sportske opreme), izvoz i proizvodnja (vlastiti brendovi odjeće). Magma je 28. 03. 2007. godine donijela odluku o povećanju osnovnog kapitala putem inicijalne javne ponude akcija. Prije sprovodenja postupka IPO-a, Magma je bila u vlasništvu tri akcionara, od čega je bračni par Fižulić ukupno imao 65,6% (32,9% + 32,7%), East European Food Fund iz Luksemburga je imao 24,8% vlasništva, Templeton Strategic Emerging Markets Fund 8,1%, dok je Magma posjedovala 1,5% sopstvenih akcija.



Odlukom je definisano da će se osnovni kapital povećati izdavanjem 360.000 redovnih akcija, pri čemu je nominalna vrijednost jedne akcije 10 HRK. Raspon cijena u okviru kojeg su akcije ponuđene na prodaju bio je od 227 do 238 HRK.

S obzirom na to da je bio veliki interes investitora (oko 12.000 građana je upisalo akcije Magme), cijena po akciji u inicijalnoj javnoj ponudi iznosila 238 HRK. Magma je iz navedene dokapitalizacije prikupila iznos od 85.680.000 HRK (6.327.917,28 EUR).

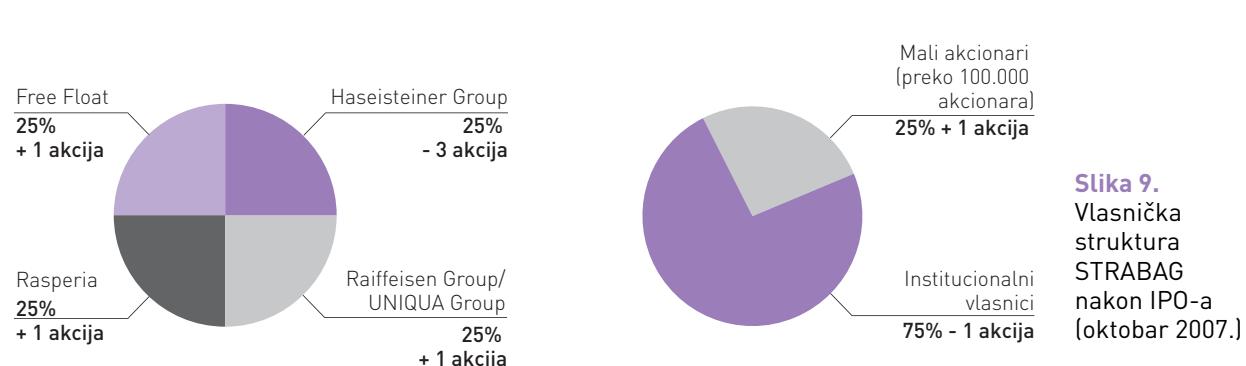
Nakon emitovanja akcija u okviru inicijalne javne ponude, Magma ima ukupno 4.874.160 redovnih akcija, svaka nominalne vrijednosti 10 HRK. Takođe, tokom inicijalne javne ponude, postojeći akcionar East European Food Fund prodao je 77% svojih akcija koje je imao prije IPO-a.

Strabag Beč

Austrijska građevinska kompanija Strabag je u oktobru 2007. godine izvršila IPO. U javnoj ponudi ponuđeno je 28.200.001 akcija, što čini oko 25% od ukupno emitovanih akcija Strabaga. Od toga su dotadašnji akcionari prodavali 9.200.001 akciju, a kroz novu emisiju emitovano je 19.000.000 akcija.

Ponuđena je cijena u rasponu od 42 do 48 EUR, i u procesu **bookbuildinga** (od 8. do 16. oktobra 2007. godine) prikupljane su ponude od investitora, da bi 18. oktobra bilo saopšteno da cijena po kojoj će investitori upisati akcije iznosi 47 EUR.

Time su dotadašnji akcionari za svoje akcije dobili 432.000.000 EUR, a kroz novu emisiju Strabag je ukupno prikupio 893.000.000 EUR.

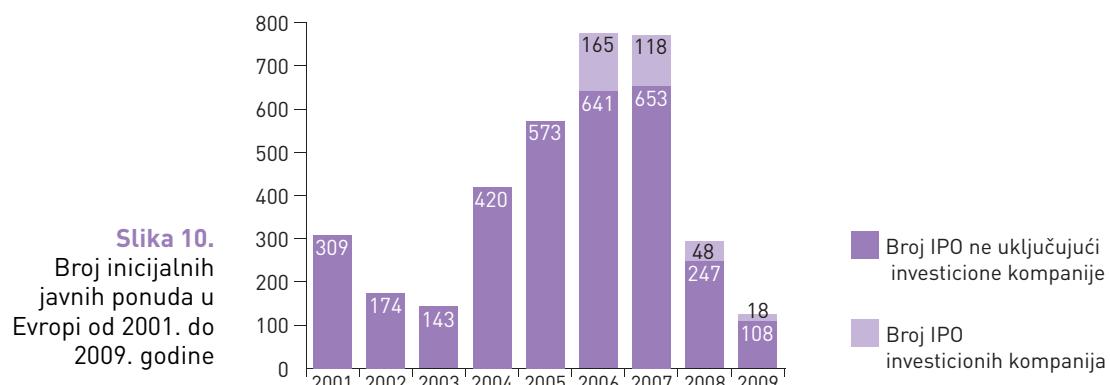


Izvor: www.strabag.com

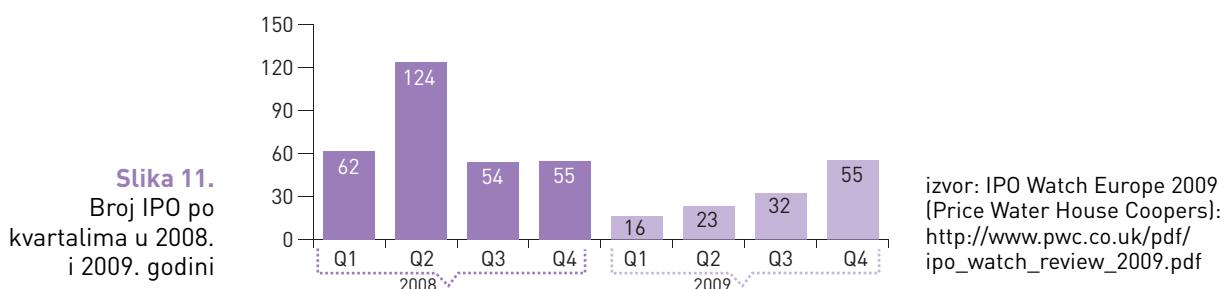
Slika 9.
Vlasnička struktura STRABAG nakon IPO-a (oktobar 2007.)

Evropska iskustva inicijalnih javnih ponuda

U periodu optimizma na tržištima kapitala, zbog većeg interesa investitora za kupovinu akcija, veći broj privatnih kompanija se odlučuje na inicijalnu javnu ponudu akcija. Iz slike br. 10 se može zaključiti da je tokom 2006. i 2007. u Evropi uspješno završeno najviše inicijalnih javnih ponuda.



Iako je 2009. godine u Evropi uspješno završeno svega 126 inicijalnih javnih ponuda, što je najmanji broj IPO-a u posljednjih 10-ak godina, podaci o broju javnih emisija po kvartalima u posljednje dvije godine govore da se optimizam na tržištima kapitala postepeno vraća:



Od evropskih berzi, po broju IPO-a prednjači Londonska berza, na kojoj se u posljednjih devet godina u prosjeku uspješno završilo oko 206 IPO-a godišnje. Od država iz Istočne Evrope, u Poljskoj se najveći broj privatnih preduzeća odlučuje da "izade" na berzu. Na Varšavskoj berzi se od 2004. godine sve veći broj preduzeća odlučuje na IPO, i u 2007. su u prosjeku svake sedmice skoro dva preduzeća "izlazila" na berzu nakon uspješno završenog IPO-a. U 2009. godini, od svih evropskih berzi, na Varšavskoj berzi je uspješno završen najveći broj inicijalnih javnih ponuda.

Tabela 1.
Broj inicijalnih
javnih ponuda
u Evropi
po berzama

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
NYSE Euronext	52	32	29	48	65	134	127	23	9
London	137	91	94	305	354	426	324	99	25
WSE	-	-	-	36	35	38	104	91	38
Luxemburg	3	-	-	8	31	25	13	19	22
Borsa Italiana	20	8	5	8	15	21	29	6	6
Oslo Bors & Axess	13	5	3	2	30	15	37	14	2
Nasdaq OMX	-	-	-	-	-	59	85	26	11
Deutsche Börse	25	6	1	10	43	89	62	12	5
BME	3	2	2	3	1	10	12	1	3
Athens SE	11	13	-	2	2	2	3	-	1
SIX Swiss Exchange	8	5	2	4	10	9	10	6	4
ISE	2	-	-	3	3	8	10	1	-
Wiener Börse	6	3	6	1	7	7	6	-	-

Izvor: IPO Watch Europe 2009 (Price Water House Coopers):
http://www.pwc.co.uk/pdf/ipo_watch_review_2009.pdf

Inicijalna javna ponuda preduzeća Fratello Trade a.d. Banja Luka, koja je uspješno završena u 2008. godini, još uvijek je jedini IPO u Bosni i Hercegovini. Međutim, nakon što su prethodnih godina i decenija bankarski krediti bili dominantan izvor finansiranja za rast i razvoj preduzeća u BiH i regiji, može se očekivati da se u narednim godinama veći broj privatnih preduzeća opredijeli da putem javne emisije akcija prikuplja kapital, u cilju rasta i razvoja preduzeća.

of

SL6t

Sekundarna javna ponuda

Objašnjenje pojma

Sekundarna javna ponuda predstavlja novu ponudu akcija preduzeća koje već ima emitovane akcije. U sekundarnoj javnoj ponudi, kao i u inicijalnoj javnoj ponudi, prodaja akcija se obavlja na osnovu javnog poziva svim zainteresovanim investitorima. Odluku o emisiji akcija sekundarnom javnom ponudom donosi skupština akcionara preduzeća.

Odlukom o emisiji novih akcija može se utvrditi da vlasnici postojećih akcija preduzeća imaju pravo preče kupovine akcija nove emisije. U slučaju prava preče kupovine, akcije se prvo nude postojećim akcionarima, a nakon toga i svim ostalim zainteresovanim investitorima. Pravo preče kupovine daje postojećim akcionarima mogućnost da zadrže isto učešće u ukupnom broju akcija preduzeća koje su imali na datum presjeka. Datum presjeka slijedi nakon donošenja odluke o emisiji i ne može biti u periodu kraćem od 20 dana od dana donošenja odluke o novoj emisiji akcija.

Kada preduzeće emituje akcije javnom ponudom, dužno je izraditi prospekt i javno ga objaviti. Na osnovu prospekta investitor može objektivno procijeniti rizike i donijeti odluku o investiranju.

Upis i uplata akcija u javnoj ponudi obavlja se nakon odobrenja prospeksa od strane Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske. Javna ponuda smatra se uspješnom ako je upisano i uplaćeno najmanje 60% od ponuđenog broja akcija u javnoj ponudi. Preduzeće koje emituje akcije u prospektu može odrediti veći procenat za uspješnost emisije od minimalnih 60%.

Ako emisija bude uspješna, akcije se upisuju na račune kupaca u Centralnom registru hartija od vrijednosti. Nakon toga akcionari mogu prodavati akcije koje su upisali i uplatili u sekundarnoj javnoj ponudi.

Primjer sa Banjalučke berze

Preduzeće Meridian a.d. Banja Luka osnovano je 1979. godine. Djelatnost preduzeća je međunarodna špedicija, trgovina i uskladištenje. Od 2001. godine preduzeće posluje kao akcionarsko društvo. Akcije preduzeća su uvrštene na Banjalučku berzu 17. 05. 2002. godine. Broj emitovanih akcija bio je 5.274.062, nominalne vrijednosti 1 KM.

Skupština akcionara preduzeća Meridian a.d. Banja Luka je 17. 12. 2007. godine donijela odluku o povećanju osnovnog kapitala drugom emisijom akcija javnom ponudom na berzi. Odlučeno je da se emituje 1.000.000 akcija, nominalne vrijednosti 1 KM, uz korišćenje prava preče kupovine.

Cilj Meridiana a.d. Banja Luka bio je da emisijom akcija pribavi finansijska sredstva iz kojih bi se finansirao otkup zemljišta za proširenje carinskog terminala, izgradnja carinskog terminala, povećanje transportnih kapaciteta, itd.

Svi postojeći akcionari su na datum presjeka imali pravo preče kupovine akcija srazmjerno procentualnom učešću u osnovnom kapitalu. Pravo preče kupovine akcionari su mogli ostvariti u roku od tri dana od dana početka upisa akcija.

Slika 12.
Sekundarna
javna ponuda
akcija preduzeća
Meridian



Upis i uplata akcija počela je po isteku 15 dana od dana objavljivanja javnog poziva za upis i uplatu akcija. Javni poziv za upis i uplatu akcija objavljen je 29.01.2008. godine. Istekom roka od 15 dana od dana objavljivanja javnog poziva počeo je da teče rok (tri dana) za upis i uplatu akcija po osnovu prava preče kupovine (od 14.02.2008. do 16.02.2008.). U postupku prava preče kupovine upisano je 663.117 akcija ili 66,31% od ponuđenog broja akcija.

Istekom roka za upis i uplatu akcija po osnovu prava preče kupovine, preostali iznos emisije (336.883 akcije) iznio se na prodaju putem berze. Interesovanje za upis i uplatu akcija bilo je veliko, pa je cijelokupan iznos emisije upisan i uplaćen već prvog dana ponude (20.02.2008.). Zbog toga što je tražnja bila veća od ponuđene količine, cijena po kojoj su akcionari upisali i uplatili akcije bila je 1,07 KM, odnosno za 7% viša od cijene po kojoj su akcionari upisali akcije u postupku prava preče kupovine.



Slika 13.
Koraci sekundarne javne ponude Meridian a.d. Banja Luka

Pravna regulativa

Sekundarna javna ponuda provodi se po istoj zakonskoj regulativi kao i IPO.

- Zakon o tržištu hartija od vrijednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 92/06 i 34/09);
- Pravilnik o uslovima i postupku emisije hartija od vrijednosti (usvojen od strane Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske 15.04.2010. godine);
- Pravilnik o registraciji i prenosu hartija od vrijednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 77/07);
- Pravila Banjalučke berze (www.blberza.com).

Zatvorene ponude akcija

Objašnjenje pojma i razlika u odnosu na javnu ponudu

Zatvorena (privatna) ponuda akcija predstavlja ponudu u kojoj se poziv za upis i uplatu hartija od vrijednosti upućuje unaprijed poznatim kupcima, koji mogu biti fizička lica (domaća ili inostrana, akcionari, zaposleni) ili institucionalni investitori (investicioni i penzioni fondovi, banke, osiguravajuće kuće), strateški partneri.

Uz odluku o emisiji, preduzeće koje vrši zatvorenu ponudu akcija objavljuje listu unaprijed poznatih kupaca, koji će izvršiti upis i uplatu akcija. Za razliku od javne ponude, kod privatne ponude preduzeće ne smije da objavi prospekt za emisiju akcija, već ga dostavlja unaprijed poznatim kupcima na uvid.

Odlukom o emisiji akcija privatnom ponudom može se dati pravo preče kupovine postojećim akcionarima, kako bi oni imali mogućnost da zadrže isto učešće u vlasništvu preduzeća koje su imali prije emisije zatvorenom ponudom. Nakon što postojeći akcionari iskoriste pravo preče kupovine, unaprijed poznati kupac ili kupci kupuju preostali dio akcija. Ukoliko postoji više poznatih kupaca, unaprijed se definiše koliko procenata od emisije će kupiti svaki od njih.

Datum presjeka na koji akcionari imaju pravo preče kupovine slijedi nakon donošenja odluke o emisiji. Kupci akcija iz privatne emisije ne mogu prodavati, zalogati ili na drugi način otuđivati te akcije u periodu od najmanje jedne godine od upisa u Centralni registar hartija od vrijednosti (osim u slučaju nasljeđivanja i u slučaju preuzimanja akcionarskog društva). Po isteku perioda od godinu dana, akcije emitovane i stečene privatnom ponudom mogu se uvrstiti na berzu i njima se može trgovati, ali prethodno je preduzeće dužno da objavi prospekt koji se koristio u privatnoj ponudi. Preduzeće može izvršiti zatvorenu ponudu najviše jednom u toku jedne kalendarske godine.

Primjer sa tržišta kapitala Republike Srpske

Na tržištu kapitala Republike Srpske u prethodnih osam godina, 71 akcionarsko društvo je izvršilo emisiju akcija kroz zatvorenu ponudu. To je za sada, u odnosu na javnu ponudu akcija, češći način dokapitalizacije akcionarskih društava u Republici Srpskoj.

Godina	Broj emisija privatnom ponudom u RS
2001.	2
2002.	10
2003.	8
2004.	6
2005.	7
2006.	10
2007.	9
2008.	13
2009.	6

Tabela 2.
Broj emisija
privatnom
ponudom
po godinama u RS

Izvor: Izvještaj o radu i stanju na tržištu hartija od vrijednosti za 2008. godinu (www.sec.rs.ba) i Centralni registar hartija od vrijednosti (<http://www.crhovrs.org/>)

Kao primjer možemo uzeti Jahorina osiguranje a.d. Pale, čija je skupština akcionara 24. oktobra 2008. godine donijela odluku o povećanju osnovnog kapitala kroz privatnu ponudu unaprijed poznatom kupcu – VIM GmbH, Arbeiterstrandbadstrasse 44, 1210 Wien, Austria. Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske je 10. decembra 2008. godine odobrila prospekt. Ukupan broj akcija koji se nudio unaprijed poznatom kupcu iznosio je 59.940 akcija, nominalne vrijednosti od 100 KM, koje su se uplaćivale po cijeni od 110 KM (do tada je preduzeće imalo emitovanih 50.600 redovnih akcija, nominalne vrijednosti od 100 KM i 40.000 prioritetno-kumulativnih akcija, nominalne vrijednosti od 100 KM).

Akcionari koji su taj status imali dvadeseti dan od donošenja odluke o emisiji mogli su da iskoriste pravo preče kupovine akcija. Upis i uplata akcija po osnovu prava preče

kupovine trajali su od 13. 12. 2008. do 22. 12. 2008. godine. Korišćenjem prava preče kupovine kupljeno je 2.456 akcija ili 4,10% od ukupnog broja emitovanih akcija. Ostatak od 57.484 akcije ili 95,9% od ukupnog broja akcija kupio je unaprijed poznati kupac – VIM GmbH, Wien, Austria. Ukupno je upisano i uplaćeno 59.940 akcija, odnosno 100% emitovanih akcija. Za kupovinu akcija uplaćeno je ukupno 6.593.400 KM, što znači da je Jahorina osiguranje a.d. Pale tim novcem povećalo kapital u cilju obezbjedenja adekvatnog kapitala za obavljanje djelatnosti iz grupe neživotnih i životnih osiguranja, kako je to bilo predviđeno prospektom.

Nakon toga, povećanje osnovnog kapitala je registrovano u Registar emitentata kod Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske, u Sudski registar, Centralni registar, te na Banjalučkoj berzi.

Imajući u vidu da je Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti definisano da kupci akcija iz privatne ponude ne mogu te akcije prodati u roku od godinu dana, Centralni registar je, istovremeno sa registracijom tih akcija, upisao i zabranu prava raspolaganja nad tim akcijama. Jahorina osiguranje je 2. februara 2010. godine na internet stranicama Banjalučke berze objavilo prospekt koji je koristilo za ovu emisiju, i nakon toga Centralni registar je 17. februara 2010. godine izvršio brisanje zabrane prava raspolaganja na vlasničkim računima kupaca navedene emisije akcija i od tada oni mogu nesmetano da trguju tim akcijama.



Emisija obveznica



Obveznice

Pojam obveznice

Obveznice¹ su dužničke hartije od vrijednosti koje predstavljaju dužničko-povjerilački odnos. Emitent ili izdavalac obveznica se zadužuje za sredstva koja mora da vrati u određenom periodu, uvećana za kamatu. Emitent obveznice je dužnik ili zajmoprimac. S druge strane, kupac (vlasnik) obveznice je povjerilac koji je emitentu pozajmio sredstva na određeni period uz pravo da mu emitent vrati pozajmljena sredstva uvećana za kamatu. Zbog svojih osnovnih karakteristika, emisija obveznica se najčešće upoređuje sa uzimanjem kredita od banaka.

Osnovni elementi obveznice

Nominalna vrijednost obveznice

Nominalna vrijednost obveznice je iznos koji će emitent obveznici isplatiti vlasniku na dan dospijeća ili u više rata do dana dospijeća obveznice. Može se razumjeti i kao glavnica duga koju je emitent obveznice posudio od kupca obveznice, pa se često naziva glavnica.

Kamatna (kuponska) stopa

Kamatna ili kuponska stopa služi za određivanje iznosa kamate koju će vlasnik obveznice dobiti. Iznos kamate izračunava se korišćenjem procentnog računa.

$$K = N \times \frac{r}{100}$$

K - iznos kamate
 N - nominalna vrijednost obveznice
 r - kamatna (kuponska stopa)

¹ U stručnoj literaturi obveznice su u užem značenju dugoročne dužničke hartije od vrijednosti, ali za potrebe ovog teksta pojam obveznica će se koristiti u širem značenju koje obuhvata sve dužničke hartije od vrijednosti.

Kamatne stope obveznice se izražavaju u procentima od nominalne vrijednosti obveznice. Izražavaju se na godišnjem nivou, izuzev kada je eksplicitno naglašeno da je kamatna stopa polugodišnja, kvartalna, mjesecna ili dnevna. Kamatne stope su najčešće fiksne, ali emitent može odlučiti da emituje obveznice sa varijabilnom kamatnom stopom, koja se najčešće vezuje za kretanje referentne tržišne kamatne stope ili stope inflacije.

Rok dospijeća obveznice

Rok dospijeća obveznice je rok do kojeg će vlasniku obveznice biti isplaćena nominalna vrijednost obveznice i kamate. Nakon isteka roka dospijeća, obveznice prestaju da proizvode pravnu snagu, tj. prestaju da važe. Rok dospijeća obveznice se utvrđuje prilikom emisije obveznice i mora biti poznat svim kupcima.

Emitenti obveznica

Emitenti obveznica mogu biti:

- država i sastavni dijelovi države (npr. republike, entiteti),
- gradovi,
- opštine,
- preduzeća,
- banke,
- osiguravajuće kuće, itd.

Država, opštine i gradovi novac prikupljen emisijom obveznica najčešće koriste za finansiranje javnih investicija ili razvojnih projekata, pokrivanje deficitu u budžetima ili za tekuću potrošnju. Privredni subjekti emisijama obveznica finansiraju razvojne projekte, tekuće poslovanje ili vraćaju obaveze po osnovu prethodnih zaduživanja.

Obveznice nasuprot bankarskom kreditu

Fleksibilnost

Prilikom emitovanja obveznica emitent odlučuje o visini kamatne stope, dinamici otplate duga, datumu dospijeća obveznica, i ostalim elementima duga koji će nastati po osnovu obveznica. Tako emitent može odlučiti da emituje anuitetne obveznice na koje će plaćati kamatu i glavnici u vremenskim intervalima koji najviše odgovaraju emitentu (godišnje, polugodišnje, mjesечно, itd.). S druge strane, prilikom zaduživanja kod banaka, uglavnom su banke te koje diktiraju uslove kreditnog zaduženja uz konsultacije sa klijentom.

Niža kamatna stopa

Emitenti koji imaju visok kreditni rejting često mogu da se zaduže putem obveznica po kamatnim stopama nižim od kamatnih stopa po osnovu bankarskih kredita. Na ovaj način emitenti profitiraju na prethodno izgrađenom povjerenju kod zajmodavaca. Investitori su spremni da traže manje kamatne stope na obveznice, jer na sekundarnom tržištu (berzi) trgovanjem mogu da ostvare dodatne prinose po osnovu promjene cijena obveznica (kapitalni dobici).

Likvidnost obveznica

Nakon završenog postupka emisije, obveznicama se trguje na berzi. To omogućava vlasnicima obveznica da ih prodaju prije roka dospijeća. Mogućnost da se obveznice prodajom na berzi pretvore u gotov novac smanjuje zahtijevanu stopu prinosa od strane investitora. Što je zahtijevana stopa prinosa niža, to je emitentima lakše da se zadužuju po nižim kamatnim stopama. S druge strane, štednim ulozima/kreditima banaka nije moguće ili je daleko teže trgovati.

Prvi korak ka emisiji akcija

Za mnoga privatna preduzeća koja nemaju emitovane akcije (d.o.o) emisija obveznica uglavnom prethodi inicialnoj javnoj ponudi. Urednim vraćanjem duga po osnovu obveznica privatno preduzeće postepeno gradi dobar ugled kod investitora, koji se nakon toga lakše odlučuju da investiraju svoja sredstva u preduzeće kupovinom akcija.

Transparentnost

Emitovanje obveznica podrazumijeva izradu prospekta u kojem se tačno navode projekti koji će se finansirati prikupljenim sredstvima. Ovaj proces je daleko transparentniji nego ostali vidovi zaduživanja, i posebno je značajan za finansiranje javnih projekta koje izvodi država ili organi lokalne samouprave. Finansirani projekti se stavljaju pod lupu javnosti i investitori mogu da odluče da li će svojim novčanim sredstvima podržati ili ne neki od javnih projekata.

Mogućnost zaduživanja bez hipoteke

Emitenti sa dobrim kreditnim rejtingom mogu da emituju obveznice bez stavljanja određenih nekretnina pod hipoteku. Ovo je posebno značajno za zaduživanje države i organa lokalne samouprave jer bi stavljanje nekretnina pod hipoteku (škole, pozorišta, mostovi, sportski objekti i sl.) bilo društveno neprihvatljivo. S druge strane, banke održavanje određenih kredita uslovjavaju postojanjem određenog kolateralu, koji je u praksi najčešće hipoteka na nepokretnu imovinu.

Veća efikasnost u slučaju velikih emisija

Ukoliko emitent ima potrebu za velikim iznosom sredstava, emisija obveznica je mnogo efikasniji postupak nego zaduživanje kod banke. Banke često nisu u mogućnosti da podrže velika kreditna zaduženja, pa umjesto da se pregovara sa više banaka o kreditima koji najčešće imaju različite kamatne stope i rokove dospijeća, jednom emisijom obveznica po istim uslovima mogu da se pribave značajni iznosi sredstava.

Mogućnost zaduživanja na veoma duge rokove

Emitenti sa dobrim ugledom, dugom istorijom poslovanja i jasnim planovima mogu da se zaduže na rokove od više desetina godina. Poznate su obveznice (tzv. "konsoli") bez roka dospijeća koje je Velika Britanija emitovala u 18. i 19. vijeku s obavezom plaćanja kamate. S druge strane, i banke posuđuju na duže rokove, ali nisu sklene posuđivanju na veoma duge rokove jer to zahtijeva usklađivanje izvora i plasmana finansijskih sredstava, pa samim tim povećava rizik povrata na plasmane.

Svaki emitent treba da odredi za njega optimalan odnos duga po osnovu bankarskih kredita i obveznica. Mala preduzeća često nisu u mogućnosti da se zadužuju emisijom obveznica pa se moraju obratiti bankama za kredite. Na kraju, bankarski kredit i obveznice ne treba uvijek posmatrati kao konkurentne proizvode, već kao proizvode koji jedni druge nadopunjaju. Tome u prilog svjedoči i činjenica da se banke često javljaju kao emitenti obveznica, dok su istovremeno jedni od najvećih investitora u obveznice u svijetu.

Obveznice nasuprot akcijama

Za razliku od akcija koje akcionarima daju pravo na vlasništvo u akcionarskom društvu, vlasnici obveznica su kreditori (povjeriocici) emitenta i nemaju vlasnička prava nad emitentom. Emitent obveznica mora o roku dospijeća vratiti dug nastao prodajom obveznica, dok akcionarsko društvo ne vraća prikupljeni akcijski kapital akcionarima. Vlasnici obveznica nemaju pravo da upravljaju emitentom obveznica, za razliku od akcionara koji imaju pravo na upravljanje u akcionarskim društvima. Akcionari imaju pravo na dio dobiti akcionarskog društva kroz isplate dividende. Ako akcionarsko društvo ne ostvari dobit, vlasnici akcija ne mogu dobiti dividendu, dok kod obveznica isplata kamate nije vezana za dobit, te akcionarsko društvo mora da isplati kamatu i pripadajući dio nominalne vrijednosti vlasnicima obveznice. U stečajnom postupku vlasnici obveznica imaju prednost u odnosu na akcionare pri naplati potraživanja iz stečajne mase.

Prava	Obične (redovne) akcije	Obveznice
Pravo na upravljanje akcionarskim društvom	Imaju	Nemaju
Pravo na dio dobiti (dividendu)	Imaju	Nemaju
Prioritet u stečajnom postupku	Posljednje po prioritetu	Viši prioritet u odnosu na akcije
Pravo na informisanje o poslovanju akcionarskog društva	Više prava	Manje prava
Pravo da se prometuju (kupuju i prodaju)	Imaju	Imaju
Rok dospijeća	Nemaju	Imaju

Tabela 3.
Prava iz redovnih akcija nasuprot pravima iz obveznica akcionarskog društva

Emitovanje obveznica

Emisija (izdavanje) obveznica je postupak u kojem emitent prodaje obveznice prvim kupcima i na taj način prikuplja novčana sredstva. Tržište na kojem se obavlja emisija obveznica i gdje se vrši posudivanje sredstava kroz prodaju prvi put emitovanih obveznica naziva se primarno tržište obveznica. S druge strane, na sekundarnom tržištu obveznica trguje se već emitovanim obveznicama i razmjena vlasništva nad obveznicama ne utiče na dug emitenta.

Emisija obveznica obuhvata više radnji koje emitent provodi s ciljem emitovanja obveznica i prikupljanja novčanih sredstava od prvih vlasnika obveznica. Ove radnje uključuju: donošenje odluke o visini duga, izbor pravnog lica koje će pomoći emitentu u emisiji obveznica (agent emisije), određivanje visine kamatne stope koja će se platiti vlasnicima obveznica, utvrđivanje roka do kada će se dug iz obveznica izmiriti, određivanje da li će obveznice biti osigurane određenom imovinom, izradu prospekta i dr.

Javna emisija obveznica

Emisija obveznica može biti javna i privatna. Javna emisija obveznica je postupak u kojem emitent prodaje obveznice široj javnosti. Javni poziv za kupovinu obveznica je upućen svima i emitent ne zna unaprijed od koga će pozajmiti sredstva. Prvi kupci obveznica mogu biti pojedinci, preduzeća, banke, osiguravajuća društva, investicioni fondovi, penzioni fondovi, centralne banke, države, državne agencije, opštine, gradovi i dr. Zaduživanje putem javne emisije obveznica nije ograničeno na određen broj kupaca i zbog toga javna emisija pruža emitentu veću mogućnost za prikupljanje velikih iznosa sredstava. Veliki iznosi sredstava bi se teško mogli prikupiti zaduživanjem putem bankarskih kredita ili privatnom emisijom obveznica određenom broju unaprijed poznatih kupaca. Čest je slučaj da se države zadužuju za iznose mjerene milijardama dolara ili evra. Teško da bi banke ili manji broj kvalifikovanih investitora mogli pozajmiti tako velike iznose sredstava državama. Nakon završetka javne emisije nema zabrane prava raspolaganja obveznicama, te vlasnici javno emitovanih obveznica mogu obveznice prodavati na berzama. Prije javne emisije obveznica emitent mora da objavi javni poziv za

upis i uplatu obveznica koji je upućen svima i prospekt sa svim informacijama koje su neophodne da bi se donijela odluka o kupovini obveznica.

Privatna emisija obveznica

Ukoliko se obveznice nude na prodaju unaprijed poznatim kupcima, radi se o privatnoj emisiji obveznica. Na ovaj način emitent posuđuje novčana sredstva od njemu unaprijed poznatih lica koja kupuju obveznice. Emitent u privatnoj emisiji objavljuje informacije (dostavlja prospekt) samo unaprijed poznatim kupcima obveznica. Često su prvi kupci obveznica u privatnoj ponudi kvalifikovani investitori, tj. investitori koji imaju znanja o investiranju i velika sredstva na raspolaganju. U privatnoj emisiji zabranjeno je da emitent prodaje obveznice široj javnosti. Najčešće je slučaj da kupci obveznica u privatnoj emisiji ne smiju prodavati svoje obveznice široj javnosti ili da imaju unaprijed određene vremenske rokove do kada ne smiju prodavati obveznice trećim licima. Koristeći privatnu emisiju obveznica, emitent ima mogućnost da izabere od koga će da posudi novac.

Emisija obveznica u Republici Srpskoj

Postupak emisije obveznica, isto kao i postupak emisije akcija u Republici Srpskoj regulisan je Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 92/06 i 34/09) i Pravilnikom o uslovima i postupku emisije hartija od vrijednosti (usvojen od strane Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske 15.04.2010. godine).

Imajući u vidu kompleksnost gore navedene regulative, emitenti najčešće prije početka postupka za emisiju obveznica zaključuju ugovor sa agentom emisije s ciljem da im agent emisije, koristeći svoje znanje i iskustvo, olakša emisiju obveznica. Agent emisije, pored pomoći u pripremi neophodne dokumentacije (prospekt, rješenja, pribavljanje sa-glasnosti, itd.), ima značajnu ulogu u promociji i pronalaženju investitora koji će kupiti obveznice. Takođe, agent emisije savjetuje emitenta o visini kamatne stope i veličini emisije koja je prihvatljiva za investitore u obveznici na osnovu stanja (optimizma ili pesimizma) na tržištu. Iako korišćenje usluga agenta emisije nije obavezno, može se reći da u pravilu emitenti angažuju agente emisije, dok se veoma rijetko odlučuju da čitav postupak sprovedu sami.

Pri izboru agenta emisije, emitenti najčešće obraćaju pažnju na iskustvo i reference agenta, njegov pristup institucionalnim investitorima, kao i cijenu koju će agent emisije naplatiti za svoje usluge.

Jedan od načina emitovanja obveznica u javnoj ponudi je preko preuzimaoca emisije (underwriter). U ovom slučaju, pored poslova agenta emisije, preuzimalac emisije otkupljuje od emitenta ukupnu emisiju obveznica po nižoj cijeni i zatim čitavu emisiju prodaje javnosti po višoj cijeni. Na ovaj način se garantuje uspješnost emisije, jer preuzimalac na sebe preuzima rizik prodaje obveznica, dok za preuzeti rizik dobija nagradu u vidu razlike u cijeni. U dosadašnjoj praksi emisija obveznica u Republici Srpskoj emitenti se nisu odlučivali za korišćenje usluga preuzimaoca emisije.

Privatna ponuda obveznica

Emisija obveznica privatnom ponudom je regulisana Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 92/06 i 34/09), član 44. do člana 55. Osnovne zakonske različitosti privatne u odnosu na javnu emisiju mogu se pojednostavljeno objasniti na sljedeći način¹:

Emitent može da izvrši privatnu ponudu obveznica najviše jednom u toku jedne kalendarske godine. Ovako stečene obveznice se ne mogu zalažati, prodavati i otudjivati u periodu od jedne godine od upisa u Registar osim ako se te obveznice prenose naslijedem ili po sili zakona. Svaka odluka o emisiji privatnom ponudom mora da sadrži imena investitora i visinu njihovih uloga, te ograničenja u pogledu prenosa obveznica. Prospekt za emisiju obveznica privatnom ponudom emitent ne smije objavljivati. Takođe, ne smije stupati u kontakt sa kupcima putem sredstava javnog informisanja. Ako nije upisan i uplaćen ukupan broj obveznica ponuđenih u prospektu, upis se poništava te se sve update i kamate na depozite vraćaju kupcima.

¹ Za precizno tumačenje zakonskih odredbi koje se odnose na emisiju obveznica obavezno je konsultovati Zakon o tržištu hartija od vrijednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske" broj 92/06 i 34/09.)

Primjeri javnih emisija obveznica u Republici Srpskoj

Obveznice Grada Banja Luka

Grad Banja Luka je prvi grad u Bosni i Hercegovini koji je odlučio da sredstva za finansiranje infrastrukturnog objekta (most) prikupi emisijom obveznica. Skupština grada Banje Luke je odlučila da izvrši prvu javnu emisiju obveznica u iznosu od 7.000.000 KM. Kamatna stopa na godišnjem nivou je određena u fiksnom iznosu od 5,75% na preostali dio glavnice sa rokom dospijeća od tri godine. Isplata glavnice i kamate će se vršiti dva puta godišnje. Prospekt koji sadrži sve podatke o emisiji i emitentu je objavljen 20. marta 2008. godine na internet stranici Banjalučke berze. Za agenta emisije je izabran Advantis broker a.d. Banja Luka.

Emitovano je 70.000 obveznica po nominalnoj vrijednosti od 100 KM. Prodajna cijena obveznice je iznosila 100 KM, a upis je vršen na Banjalučkoj berzi preko brokerskih kuća. Upis obveznica je počeo 03.04.2008. i trajao je do 03.07.2008. godine. Upisano je i uplaćeno svih 70.000 obveznica po cijeni od 100 KM u 41 transakciji. U javnoj emisiji obveznice je kupilo 28 fizičkih i 13 pravnih lica.

Nakon završetka upisa i uplate, obveznice su 29. 07. 2008. godine uvrštene na službeno berzansko tržište Banjalučke berze.



Slika 14.
Most preko rijeke Vrbas koji je finansiran obveznicama Grada Banja Luka

Obveznice MKD Sinergijaplus d.o.o. Banja Luka

Mikrokreditno društvo Sinergijaplus d.o.o. Banja Luka, iako organizovano kao društvo sa ograničenom odgovornošću, u oktobru 2009. godine kroz javnu ponudu obveznica ponudilo je 30.000 obveznica nominalne vrijednosti 100 KM, odnosno kroz emisiju obveznica odlučilo je da prikupi 3.000.000 KM, sa rokom dospijeća od tri godine i godišnjom kamatnom stopom od 8% na preostali dio glavnice. Period kada su investitori mogli da upišu i uplate obveznice trajao je od 15. oktobra do 9. novembra 2009. godine. U tom periodu, na Banjalučkoj berzi, uplaćeno je 21.070 obveznica, što je 70,23% od ukupnog broja ponuđenih obveznica. Na taj način Mikrokreditno društvo Sinergijaplus d.o.o. Banja Luka, prikupilo je 2.107.000 KM i obavezalo se da će u periodu od 2010. do 2012. godine, kroz šest rata (28. maj i 28. novembar svake godine), plaćati pozajmljeni iznos uvećan za kamatu, prema sljedećem otplatnom planu:

Datum dospijeća	Datum isplate	Kamatna stopa	Iznos kamate (KM)	Isplata glavnice (KM)	Ukupan anuitet (KM)	Iznos glavnice (KM)
23.5.2010.	28.05.2010.	4,00%	84.280,00	351.167	435.447	2.107.000
23.11.2010.	28.11.2010.	4,00%	70.233,33	351.167	421.400	1.755.833
23.5.2011.	28.05.2011.	4,00%	56.186,67	351.167	407.354	1.404.667
23.11.2011.	28.11.2011.	4,00%	42.140,00	351.167	393.307	1.053.500
23.5.2012.	28.05.2012.	4,00%	28.093,33	351.167	379.260	702.333
23.11.2012.	28.11.2012.	4,00%	14.046,67	351.167	365.214	351.167
Ukupno:			294.980,00	2.107.002	2.401.982	

Tabela 4.
Otplatni plan
obveznica
Mikrokreditnog
društva
„Sinergijaplus“

Izvor: www.blberza.com

Postupak emisije obveznica Opštine Šamac

Opština Šamac je emitovala 45.800 obveznica nominalne vrijednosti 100 KM i time se zadužila za 4.580.000 KM. Obveznice su emitovane sa rokom dospijeća od 10 godina i godišnjom kamatnom stopom 5,9%. U toku prve godine, polugodišnje će se isplaćivati samo kamata (grace period), a nakon toga glavnica i pripadajući dio kamate isplaćivaće se u polugodišnjim anuitetima (14 anuiteta). Obveznice Opštine Šamac u javnoj ponudi je kupilo 20 fizičkih i 15 pravnih lica.

U tabeli br. 5 je prikazan postupak emisije obveznica Opštine Šamac u skladu sa zakonskom regulativom. Primjetno je da je od datuma donošenja odluke o zaduživanju do uplate novca na račun Opštine Šamac prošlo 48 dana, a do registracije obveznica 56 dana.

Potpisan ugovor o pružanju usluga agenta emisije sa Advantis Brokerom a.d. Banja Luka	22.07.2009.
Opština Šamac donijela Odluka o zaduženju	24.07.2009.
Predat Zahtjev za odobrenje prospekta Komisiji za hartije od vrijednosti RS	29.07.2009.
Rješenje Komisije za hartije od vrijednosti RS o odobrenju prospeka	31.07.2009.
Objavljen javni poziv za upis i uplatu	03.08.2009.
Početak upisa i uplate akcija na Banjalučkoj berzi	18.08.2009.
Posljednji dan upisa i uplate	01.09.2009.
Podnošenje Izvještaja i Zahtjeva za registraciju emisije Komisiji za hartije od vrijednosti RS	03.09.2009.
Rješenje Komisije za hartije od vrijednosti RS o upisu emisije u registar emitentata	08.09.2009.
Zahtjev banci za prebacivanje novca na račun emitenta	09.09.2009.
Novac na računu emitenta	10.09.2009.
Podnesen zahtjev Centralnom registru hartija od vrijednosti za registraciju emisije	14.09.2009.
Rješenje Centralnog registra hartija od vrijednosti o registraciji emisije	18.09.2009.
Uvrštanje obveznica na Banjalučku berzu	02.10.2009.

Tabela 5.
Postupak emisije obveznica Opštine Šamac

Izvor: Advantis broker

Javne emisije obveznica na Banjalučkoj berzi

Početna
cijena upisa ▶

Emитент	Balkan investment bank a.d. B. Luka	Emитент	Cer a.d. Prnjavor
Oznaka obveznice	BLKB-0-A	Oznaka obveznice	CERP-0-B
Nominalni iznos (KM)	5.000.000	Nominalni iznos (KM)	450.000
Broj obveznica	50.000	Broj obveznica	450
Datum emisije	06.06.2007.	Datum emisije	17.12.2008.
Datum dospijeća	06.06.2010.	Datum dospijeća	17.12.2013.
Cijena upisa (KM)	83,8297	Cijena upisa (KM)	1.000,00
Kamatna stopa	6,05 %	Kamatna stopa	10,00%
Vrsta obveznice	diskontna	Vrsta obveznice	anuitetna
Periodika plaćanja	-	Periodika plaćanja anuiteta	polugodišnje
Početak upisa	06.06.2007.	Početak upisa	31.10.2008.
Završetak upisa	30.12.2008.	Završetak upisa	05.11.2008.
Datum listiranja na berzu	04.06.2007.	Datum listiranja na berzu	19.12.2008.
Agent emisije	-	Agent emisije	"Advantis Broker"
Emитент	Grad Banja Luka	Emитент	MKD Sinergija plus d.o.o B. Luka
Oznaka obveznice	BLMI-0-A	Oznaka obveznice	SNPO-0-A
Nominalni iznos (KM)	7.000.000	Nominalni iznos (KM)	2.107.000
Broj obveznica	70.000	Broj obveznica	21.070
Datum emisije	21.07.2008.	Datum emisije	23.11.2009.
Datum dospijeća	21.07.2011	Datum dospijeća	23.11.2012.
Cijena upisa (KM)	100,00	Cijena upisa (KM)	100,00
Kamatna stopa	5,75 %	Kamatna stopa	8,00%
Vrsta obveznice	anuitetna	Vrsta obveznice	anuitetna
Periodika plaćanja anuiteta	polugodišnje	Periodika plaćanja anuiteta	polugodišnje
Početak upisa	03.04.2008	Početak upisa	15.10.2009.
Završetak upisa	03.07.2008.	Završetak upisa	09.11.2009.
Datum listiranja na berzu	29.07.2008.	Datum listiranja na berzu	30.11.2009.
Agent emisije	„Advantis broker“	Agent emisije	„Advantis Broker“

Emitent	NLB razvojna banka a.d. B. Luka	Emitent	Opština Bijeljina
Oznaka obveznice	VBBB-0-A	Oznaka obveznice	BNIF-0-A
Nominalni iznos (KM)	5.000.000	Nominalni iznos (KM)	11.000.000
Broj obveznica	50.000	Broj obveznica	110.000
Datum emisije	19.09.2007.	Datum emisije	25.11.2009.
Datum dospijeća	04.06.2010.	Datum dospijeća	25.11.2019.
Cijena upisa (KM)	od 84,5588 do 85,6539	Cijena upisa (KM)	100,00
Kamatna stopa	5,75%	Kamatna stopa	6,75%
Vrsta obveznice	diskontne	Vrsta obveznice	anuitetna
Periodika plaćanja kamate	-	Periodika plaćanja anuiteta	polugodišnje
Početak upisa	04.06.2007.	Početak upisa	04.08.2009.
Završetak upisa	27.08.2007.	Završetak upisa	02.11.2009.
Datum listiranja na berzu	28.09.2007.	Datum listiranja na berzu	07.12.2009.
Agent emisije	-	Agent emisije	„Advantis Broker“
Emitent	Opština Gradiška	Emitent	Opština Laktaši
Oznaka obveznice	GRDS-0-A	Oznaka obveznice	LKSD-0-A
Nominalni iznos (KM)	100,00	Nominalni iznos (KM)	10.000.000
Broj obveznica	27.000	Broj obveznica	100.000
Datum emisije	03.03.2009.	Datum emisije	23.06.2008.
Datum dospijeća	03.03.2015.	Datum dospijeća	23.06.2014.
Cijena upisa (KM)	100,00	Cijena upisa (KM)	100,00
Kamatna stopa	6,00 %	Kamatna stopa	5,75 %
Vrsta obveznice	anuitetna	Vrsta obveznice	anuitetna
Periodika plaćanja anuiteta	polugodišnje	Periodika plaćanja anuiteta	polugodišnje
Početak upisa	22.10.2008.	Početak upisa	21.02.2008.
Završetak upisa	13.02.2009.	Završetak upisa	21.05.2008.
Datum listiranja na berzu	13.03.2009.	Datum listiranja na berzu	26.06.2008.
Agent emisije	„Raiffeisen Capital..	Agent emisije	„Advantis Broker“



Agenti emisije u Republici Srpskoj

Tabela 6.
Agenti emisije
u Republici Srpskoj

Spisak berzanskih posrednika u Republici Srpskoj koji imaju dozvole za obavljanje poslova agenta emisije i poslova preuzimanja emisije (underwriting):

Berzanski posrednici				
Naziv posrednika	Kontakt telefon	e-mail	Dozvola za obavljane poslova agenta emisije	Dozvola za obavljanje poslova preuzimanja emisije (underwriting)
"Advantis Broker" a.d. Banja Luka	+ 387 51 233 710	info@advantisbroker.com	DA	NE
"Balkan Investment Bank" a.d. B. Luka	+ 387 51 245 095	broker@bib.ba	DA	DA
"Bobar Banka" a.d. Bijeljina	+387 55 233 345	broker@bobarbanka.com	DA	DA
"Eurobroker" a.d. Banja Luka	+387 51 348 930	eurobroker@eurobroker.ba	DA	NE
"Fima International" a.d. Banja Luka	+387 51 329 200	info@fimabl.ba	DA	NE
"Hypo Broker" Banjaluka	+387 51 336 600	tadija.pilipovic@ hypo-alpe-adria.com	DA	DA
"Monet Broker" a.d. Banja Luka	+ 387 51 345 600	mail@monetbroker.com	DA	NE
"Broker nova" Banja Luka	+ 387 51 233 251	broker@novabanka.com	DA	DA
"Pavlović International Bank" a.d. Slobomir, Bijeljina	+ 387 55 232 317	broker@pavlovic-banka.com	DA	DA

Izvor: www.sec.rs.ba

Izdavač
Banjalučka berza a.d. Banja Luka

Za izdavača
Milan Božić

Autori
Darko Lakić
Nebojša Vuković
Slaviša Risović

Recenzent
Mr Merima Zupčević Buzadžić

Grafička priprema i dizajn
Zora Banjac

Lektorica
Nadira Korić

Štampa
Atlantik BB d.o.o. Banja Luka

Tiraž 300

Banja Luka, maj 2010. godine

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна и универзитетска библиотека
Републике Српске, Бања Лука

336.763

ЛАКИЋ, Дарко
Emisija hartija od vrijednosti / Darko Lakić,
Nebojša Vuković, Slaviša Risović. - Banja Luka :
Banjalučka berza, 2010 (Banja Luka : "Atlantik").
- 60 str. : graf. prikazi, tabele ; 25 cm

Tiraž 300.

ISBN 978-99955-668-0-7
1. Вуковић, Небојша [автор] 2. Рисовић, Славиша
[автор]

COBISS.BH-ID 1460504



www.blberza.com