



## ИНИЦИЈАЛНА ЈАВНА ПОНУДА НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ (ИЈП)

Златка Ефремова<sup>1</sup>, Јанка Димитрова<sup>2</sup>

### Апстракт

Инвестирањето во финансиска смисла претставува купување на одреден имот (хартии од вредност, недвижности, скапоцености итн.) или депонирање на пари во банка, со намера за остварување на иден принос од вложувањата, односно остварување на камата од депонираните средства. Гледано пак од аспект на компаниите, заштедите може да се приберат (мобилизираат) преку емисија на хартии од вредност (акции или корпоративни обврзници) и да се наменат за финансирање на развојните планови на компанијата. Во берзанското секојдневие се познати настаните кои се поврзани со иницијалната понуда на акции на пазарот на капитал или ИЈП (англ. IPO – Initial Public Offering). Основна цел на овој труд е претставување на процесот на реализација на ИЈП и нивните предности и недостатоци.

**Клучни зборови:** *приватна компанија, јавна компанија, акционерско друштво, јавен повик, јавна понуда, капитал.*

---

1) Постдипломец на Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, zlatka\_efremova@hotmail.com

2) Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, janka.dimitrova@ugd.edu.mk



## INITIAL PUBLIC OFFER OF SECURITIES (IPO)

Zlatka Efremova<sup>3</sup>

Assosiate Prof. Janka Dimitrova<sup>4</sup>

### Abstract

Investing in a financial sense is the purchase of certain properties (securities, real estate, valuables, etc.) or depositing money in a bank, with the intention of accomplishing future returns on the investments, i.e. accomplishing interest from the deposited funds. On the other hand, from the point of view of the companies, the savings can be mobilised through a bonds issue of securities (stocks or corporate bonds) and to be intended for financing the development plans of the company. In stock market everyday events are related to the initial offer of shares in the capital market or IPO - Initial Public Offering. The main goal of this paper is to present the process of accomplishing of IPO and their advantages and disadvantages.

**Key words:** *private company, public company, joint stock company, public call, public offer, capital.*

### Вовед

Јавната понуда на хартии од вредност е јавен повик за запишување и купување на хартии од вредност објавен во средствата за јавно информирање. Првата јавна понуда на хартии од вредност објавена од акционерско друштво или јавна понуда објавена при преобразба на друштво со ограничена одговорност и друштво со ограничена одговорност од едно лице во акционерско друштво е иницијална јавна понуда (IPO)<sup>5</sup>.

Во суштина, иницијалната јавна понуда значи отворање на друштвото спрема јавноста, односно инвеститорите. Со иницијалната понуда едно трговско друштво кое постоело и функционираше како друштво со ограничена одговорност, односно мало акционерско друштво, со релативно помал капитал и број на сопственици станува акционерско друштво поседувано од јавноста со поширок круг на акционери. Најчесто, иницијална понуда на акции на пазарот се користи од компании кои имаат намера обезбедување дополнителен капитал за финансирање на

3) Graduate of Faculty of economics University „Goce Delcev” Stip, zlatka\_efremova@hotmail.com

4) Faculty of economics University „Goce Delcev” Stip, janka.dimitrova @ugd.edu.mk

5) Водич за јавна понуда на хартии од вредност, достапен на: <http://www.sec.gov.mk>



понатамошниот сопствен развој.<sup>6</sup> Во Република Македонија постапката за издавање на хартии од вредност е регулирана со Законот за хартии од вредност и подзаконските акти донесени од Комисијата за хартии од вредност.

Иницијалната јавна понуда често се користи не само за да се обезбеди прилив на нови средства, туку и за да им се понуди начин на некој од основачите или инвеститорите во компанијата да направат поврат на инвестицијата. Дури и откако фирмата ќе стане јавна, можеби ќе има потреба од стекнување дополнителен капитал за да го обезбеди својот раст. Во овој случај може да направи секундарна понуда на акции во јавноста.<sup>7</sup>

Во рамки на секундарната понуда на акции (SPO – secondary public offering) друштвото може да дојде до свеж капитал нудејќи ја новата емисија за прв пат директно на пошироката јавност. Ова е т.н. прибирање на капитал од екстерни извори каде што постојаните акционери во акционерското друштво издавач се подготвени да го намалат, односно поделат своето учество во постојаната акционерска структура со нови инвеститори – акционери. Мотивите за секундарната понуда на нови акции се обезбедување дополнителен капитал за финансирање на развојот на друштвото, заштитата од преземање и зголемување на конкурентноста, преземање на конкурентски друштва или друштва од слични гранки и дејности итн.

Секундарниот пазар на капитал, односно берзата, им овозможува на постојаните сопственици на акциите во секој момент да ги продадат своите акции и да ја претворат својата инвестиција во пари. Колку е поразвиен пазарот на капитал и поголема ликвидноста на хартиите од вредност, толку е поедноставно за акционерите навремено и пообјективни услови да ги претворат своите вложувања во пари.

Друга можност за мобилизација на капитал е преку издавање на корпоративни обврзници. Корпоративните обврзници издадени од трговските друштва се издаваат за финансирање на тековните потреби и развојните проекти на друштвата.

### **1. Предности и карактеристики на јавната понуда на хартии од вредност и котација на берза**

Еден од најупотребуваните и најтестираните методи за пораст на паричните средства е иницијалната јавна понуда (ИЈП). ИЈП, како што кажува и самиот збор претставува првото продавање на акции издадени од страна на компанијата на јавноста и нивно котирање на берзата.

6) Димитрова, Ј. Колев, З. (2016). Хартии од вредност, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, стр.: 196

7) Madura, J. (2010). Financial markets and institutions, South-western, стр.: 236



Главно постојат повеќе предности на јавната понуда на хартии од вредност и од котацијата на берза, а во продолжение ќе наведеме неколку од нив:

**Алтернативни извори за прибирање капитал.** Компанија која одлучила да продава хартии од вредност во јавноста и да котира на берза (да стане јавно поседувана) има повеќе алтернативни извори на финансирање, за разлика од компаниите кај кои сопственоста е концентрирана во рацете на мал број поединечни акционери (т.н. приватно поседувани/затворени компании).

Приватно поседуваните компании, главно, прибираат сопственички капитал во форма на удели или акции или субординиран долг од индивидуални или институционални инвеститори преку т.н. приватни пласмани. Вообичаено е овие компании своите главни оперативни активности да ги финансираат преку заеми од банки или други кредитни институции, кои најчесто се осигурани со хипотека на имотот на компанијата или на личниот имот на сопствениците (како гаранција за враќање на кредитот).

Чести се и случаите кога како сопственик во ваква компанија се јавува институционален инвеститор, компанијата е обврзана да воведо политики и мерки за ограничување на оперативни активности на менаџерите и да се носи развоен план којшто е претежно фокусиран на постигнување на определени цели и профити кои имаат за цел да се усогласат со ограничениот инвестициски хоризонт на инвеститорот (период во кој институционалниот инвеститор планира да „излезе“ од компанијата). Јавно поседуваните компании кои издаваат акции на пошироката јавност се соочени со порелаксирани политики и можности за финансирање за разлика од приватните компании кај кои како содружник се јавува институционален инвеститор, пред сè заради ширината на пазарот на капитал и инвестицискиот хоризонт на пазарните учесници.

**Пазарно вреднување на компанијата и ликвидност.** Вредноста на влоговите во приватно поседуваните компании е потешко да се проценат со оглед на тоа што за нив не постои јавен пазар. Овие компании најчесто се вреднуваат според нивната сметководствена вредност. Јавно поседуваните компании добиваат вредност на берзата секој ден и вредноста на компаниите може да се измери пазарно без разлика на тоа дали компанијата е на продажба или не. Акциите на компанијата често може да се користат и како колатерал за заем на сопствениците (правни или физички лица) што дополнително ги зголемува можностите на сопствениците за водење бизнис.



Ликвидноста на одредена хартија од вредност на секундарниот пазар е директно врзана за атрактивноста на компанијата и резултатите од работењето на компанијата. Основно правило за вреднување на компаниите е дека јавно поседуваните компании се вреднуваат според т.н. стапка Пазарна цена / Нето добивка по акција (Price-to-earnings ratio), додека приватните компании најчесто се вреднуваат според книговодствена вредност на акцијата/уделот.

**Зголемување на конкурентноста на компанијата.** Најголем дел од компаниите парите собрани од јавната понуда на акции ги користат за подобрување на конкурентноста на пазарот или за зголемување на пазарното учество, предност која не така лесно ја добиваат приватните компании. Вообичаено е големите производители и трговци да сакаат да работат со компании кои се добро капитализирани, односно стабилниот и силен биланс на состојба на една компанија може да биде добра маркетиншка алатка.

**Престиж.** Вообичаено е компанијата во јавноста да се поистовети со некои од акционерите односно основачите на компанијата. Таквата слика во јавноста и престиж ќе го олесни патот на компанијата при ангажирање на соодветен стручен кадар или при промоција и продажба на нејзините производи и услуги.

**Можност за раст на компанијата преку преземање на други компании.** Во развиените економии вообичаено е средствата прибрани од јавната понуда на хартии од вредност компаниите да ги искористат за преземање на други компании - конкуренти во бизнисот или едноставно за влез во нови дејности. Еден од најчестите модели на преземање на компании во модерните пазарни економии е преку користење на акции на компанијата како валута при преземање на друга компанија.

**Зголемена можност за позајмување капитал.** Преку јавната понуда на акции, компанијата доаѓа до нов сопственички капитал, притоа зголемувајќи ја нето вредноста на компанијата и подобрувајќи ја стапката на задолженост на компанијата (Debt-to-equity ratio). Тоа ќе ѝ овозможи на компанијата доколку е потребно да позајмува капитал во поголем обем, односно да преговара со банките за поповолни кредитни услови. Од друга страна, често се случува сопствениците на приватните компании при апликацијата за кредит да гарантираат за враќање на истиот со хипотека на имот или со персонални гаранции.

**Полесен пристап до нов капитал.** Откако компанијата ќе стане јавна, компанијата многу полесно ќе може да доаѓа до нов свеж сопственички капитал со оглед на тоа што таа веќе има создадено успешен имиџ во јавноста за себе. Доколку перформансите на компанијата се



задоволителни, односно доколку акциите на таа компанија при тргувањето на берзата ценовно успеваат да го „победат“ пазарот да растат повеќе од берзанскиот индекс, дополнителниот капитал компанијата ќе може да го прибере и со одредена стапка на премија над книговодствената вредност.

**Привлекување и задржување на клучниот персонал.** Според меѓународната пракса, евентуалните шеми на наградување во форма на опции на акции од компанијата кои им се даваат на вработените или на лица кои компанијата сака да ги преземе од други конкурентски компании се значаен поттик и мотивација за ангажман на истите во таа компанија.

**Одржување на постојана стапка на пораст на компанијата.** Откако компанијата ќе стане јавно поседувана, инвеститорите и акционерите ќе бараат позитивни резултати во нејзиното работење и одржување на задоволителна стапка на пораст на компанијата. Компанијата ќе биде предмет на анализа на голем број финансиски аналитичари, а инвеститорите ќе знаат да ја наградат добрата работа на компанијата со премија на цената на акцијата, но и да ја дисциплинираат компанијата кога нема да успее да ги постигне предвидените таргети. Тоа придонесува за континуирана позитивна пресија врз менаџментот и подобри резултати во работењето.

**Објавување на информации.** По јавната понуда на хартии од вредност, компанијата има посебни обврски за известување и континуирано ја известува јавноста за своето работење преку објавување на годишни, полугодишни и тековни извештаи. Сепак, и покрај вака дефинираната обврска за известување постои можност друштвото да биде ослободено од обврската за објавување на одредени информации, со согласност од регулаторот, доколку јавното објавување би предизвикало сериозно загрозување на значајни деловни интереси на акционерското друштво или би било спротивно на јавниот интерес и акционерското друштво е во можност да ја гарантира доверливоста на таквите информации.

## 2. Преглед на процесот на ИЈП

Иницијалната јавна понуда, односно примарната емисија на акции е прилично сложен процес. Со оглед на фактот дека процедурата за емитирање на хартии од вредност е прилично комплексна, во современите банкарски системи истата се реализира како посебна функција – инвестициско банкарство.<sup>8</sup> Емитентите најчесто се потпираат на услугите на инвестициските банки, кои постапката ја водат од идеја до реализација на примарната емисија на акции. Инвестициската банка настапува во улога на покровител на емисијата, ја потпишува емисијата (underwriting) и се обврзува на откуп на акциите од издавачот по договорената цена, или

8) Колев, З. (2008). Анализа на берзанското работење, Скопје, стр. 48



пак, се обврзува дека ќе ги откупи сите непродадени акции. Банките се еден вид „трговци на големо“ на хартии од вредност, кои заработуваат од разликата помеѓу цената по која ги купуваат и цената по која ги продаваат хартиите од вредност.

Може да се случи инвестициската банка – потписник да не може или да не сака да го преземе целиот ризик за емисија и продажба на акциите. Во тој случај се преминува кон формирање конзорциум (синдикат) на банките.

Инвестициските банки склучуваат договор со специјализирани фирми за продажба на хартиите од вредност до крајните купувачи, односно со брокерски и дилерски фирми – „трговци на мало“ на долгорочните хартии од вредност и нив ги продаваат на крајните купувачи (широката публика).

За успешна реализација на иницијалната јавна понуда на акции, компанијата емитент треба да има: стабилна пазарна и финансиска позиција, препознатлив бренд, реални можности за развој, одредено ниво на профитабилност, кадровска структура, која одговара на дејноста на компанијата, потоа, професионални, партнерски и корпоративни односи со опкружувањето, меѓународно сертифициран процес и производи, како и да има воспоставен ефикасен механизам на деловно и финансиско известување и интерна контрола.

Од особена важност во процесот на издавање на ИЈП е да се издаде проспект, со кој ќе се запознае потенцијалната инвеститорска јавност со плановите на компанијата, која сака да направи иницијална јавна понуда на акции и ќе ги содржи сите аспекти, податоци и информации содржани во претходниот пасус. Главна функција на берзата е да овозможи прибирање на капитал во бизнис секторот.

## **2.1. Работна група и надворешни советници во постапката за јавна понуда**

За што поуспешно спроведување на јавната понуда на хартии од вредност и последователно котација на берза, уште на почетокот е неопходно компанијата да оформи соодветен тим – работна група која најпрво ќе се состои од интерни соработници, а подоцна ќе се прошири и со адекватни надворешни соработници. Работната група која ќе се формира во компанијата треба да е составена од индивидуи од различни области, кои имаат адекватни познавања, способности и искуства и кои ќе се насочат и мотивираат кон остварување на успешна јавна понуда на хартии од вредност.



За поуспешно спроведување на процесот на јавна понуда на хартии од вредност неопходно е постојана вклученост на главниот извршен директор и финансискиот директор, чии одлуки и проценки ќе ја детерминираат и успешноста на јавната понуда. Главниот извршен директор ја има водечката улога во процесот при што е неопходно да ги процени сите материјални факти и податоци коишто се презентираат во проспектот, да го координира процесот на длабинска анализа на компанијата (*due diligence*), да ги провери и одобри финансиските извештаи кои ќе се дадат на ревизија кај овластените ревизори и директно да учествува во преговорите со инвестициските советници. Главниот извршен директор и финансискиот директор треба постојано да бидат присутни при контактите со потенцијалните инвеститори во рамките на сите активности при реализација на јавната понуда.

Покрај внатрешните кадри од компанијата, за успешно спроведување на јавната понуда на хартии од вредност пожелно е во работната група да се вклучат и надворешни соработници и тоа: финансиски посредници и експерти, правни советници, даночни советници, ревизори и експерти за односи со јавност. Во меѓународната пракса во реализацијата на јавната понуда на хартии од вредност стандардно е вклучување на финансиски посредник или т.н. агент (банка или брокерска куќа), кој ќе се јави како менаџер на емисијата, ќе служи како главен советник и ќе биде задолжен за пласманот на новата емисија на хартии од вредност. Оттука за успех на овој процес многу е значаен изборот на агентот, кој треба да биде искусен финансиски посредник со познавање на процесот на запишување и продажба на хартии од вредност.

Кај развиените пазари на хартии од вредност, јавната понуда во најголем број случаи се врши едновременно со т.н. откуп на емисијата (*underwriting*). Инвестициските банки ја откупуваат емисијата, се обврзуваат на откуп на акциите од издавачот по однапред договорена цена, за подоцна со продажба на акциите да остварат разлика во цена или пак се обврзуваат да ги откупат сите непродадени акции од емисијата на издавачот (*Full or Stand-by Underwriting*). Друга алтернатива преставува договор со финансиски посредник - агент за емисијата со задача за што подобра промоција на активности за продажба на акциите на компанијата која излегува во јавност, со цел што поуспешна емисија, но без обврска на откуп на непродадените акции од емисијата. Во помалку развиените пазари на хартии од вредност токму ваквите јавни понуди на хартии од вредност се вообичаен стандард.

Често во развиените пазари на хартии од вредност издавачот назначува главен агент на емисијата - банка или брокерска куќа за спроведување





на целокупната постапка за издавање и евентуален откуп на емисијата. Спроведувањето на јавната понуда на хартии од вредност и последователно котација на берза може да биде предводена од еден агент или од повеќе агенти (синдикат), со тоа што водечката улога ќе биде доделена на главениот агент. Главниот агент секогаш се наведува на првата страна на проспектоот, со оглед на тоа што тој ги извршува најзначајните задачи во процесот, односно ја договара емисијата со издавачот, го определува распоредот на настани во јавната понуда, одговорен е за длабинската анализа на компанијата и определување на цената на емисијата, како и дистрибуцијата на хартиите од вредност. Главниот агент на емисијата е, исто така, одговорен и за формирање на т.н. синдикат од запишувачи на хартии од вредност, кои подоцна ќе учествуваат во продажбата на хартиите од вредност на пошироката инвеститорска јавност.

Често се случува главниот агент самостојно да не сака или да не може да го преземе целиот ризик (финансиски или репутациски) за издавање и откуп на хартиите од вредност. Од таа причина, а со цел диверзификација на ризикот, се формира т.н. синдикат на запишувачи (повеќе инвестициски банки и брокерски куќи). Синдикатот на запишувачи на хартии од вредност е своевидна гаранција за успешност на понудата на хартии од вредност. Членовите на синдикатот на запишувачи на хартии од вредност се одговорни за подготовка и успешно спроведување на инвеститорските конференции за време на јавната понуда и се одговорни за продажбата на поголемиот дел од понудената количина на хартии од вредност. Вообичаено е синдикатот од запишувачи на хартии од вредност да ја препорача и големината и структурата на емисијата.

Правниот советник учествува во подготовката на договорите со главниот агент на емисијата, при подготовка и усогласување на актите на друштвото, при договарање со ревизорите, спроведување на соодветни активности кај други институции (од типот на централен регистар и централен депозитар), банка кај која ќе се отвори акумулациска сметка итн.

Даночниот советник е потребно да се ангажира пред започнувањето на целиот процес при утврдување на потенцијалните даночни обврски на компанијата и сопствениците на друштвото, за време на реализацијата на јавната понуда на хартии од вредност, како и по продажбата на хартиите од вредност (имајќи предвид дека како купувачи можат да се јават различни инвеститори).

Ангажманот на ревизорот е поврзан со спроведување на ревизија на финансиското работење на друштвото во претходниот период, со обврска да издаде мислење за финансиските извештаи на друштвото. Во посебни



случаи ревизорот може да биде ангажиран за спроведување на ревизија на периодичните извештаи на друштвото или во процесот на длабинско снимање на друштвото.

Со оглед на тоа што јавната понуда на хартии од вредност ќе предизвика интерес кај пошироката јавност, ангажирање на стручна агенција за односи со јавност е исто така пожелно, имајќи ја предвид потребата од создавање на сериозна и објективна слика за компанијата издавач со јавноста.

## 2.2. Одлука за издавање на акции од страна на менаџментот

По иницијалната идеја за издавање на нова емисија на хартии од вредност и по извршените првични консултации со надворешните советници, компанијата во процесот на одлучување за тоа дали дефинитивно да пристапи кон издавање на хартии од вредност треба да разгледа повеќе фактори.

Најпрво, треба јасно да се проценат идните перспективи на компанијата, односно дека, од една страна, може многу да добие со јавната понуда на хартии од вредност и последователно котација на берза, но исто така дека, од друга страна, дека може да се случи јавната понуда да биде неуспешна. Истовремено неопходно е да се добие поддршка и согласност од постојните сопственици и/или акционери, со оглед на тоа што со јавната понуда на акции ќе се намали нивното учество во капиталот на друштвото и нивната контрола т.е. гласачка моќ. Сепак, најзначајниот фактор кој ќе одлучи дали да се започне постапката за јавната понуда на хартии од вредност и котација на берза е тајмингот, односно времето кога ќе се изврши продажбата и секако цената по која хартиите од вредност ќе се продадат.

## 2.3. Длабинска анализа (due diligence)

Меѓу низата процеси што треба да се завршат пред компанијата да се понуди пред јавноста е и длабинската анализа (due diligence). Овој процес има за цел да обезбеди осигурување дека компанијата ги исполнила сите законски барања воспоставени од страна на Комисијата за хартии од вредност, кои вклучуваат истражување и потврдување дека документите на компанијата, финансиските извештаи и информациите во врска со подготовките на компанијата да стане јавна се чесни и точни. Одговорен за процесот на длабинска анализа обично е адвокатот на компанијата чија задача е да го прегледа, анализира и потврди:

- основањето на компанијата;
- патентите;



- комплетноста и точноста на записниците на компанијата, како и други информации поврзани со документите на компанијата.

Од законска перспектива, длабинската анализа ја намалува цивилната или криминалната одговорност на емитентите: директорите, инвестициските банки, адвокатите и другите учесници од неуспехот при креирањето на соодветно известување. Стандардите на длабинската анализа се специфични за секоја трансакција и се во зависност од видот на емисијата, емитентот, инвеститорите, тековно расположливите информации за надворешниот пазар и специфичните законски барања и практики.

Длабинската анализа е од особено значење за компанијата пред започнување на процесот на јавната понуда и подготовка на проспектот за емисијата. Со длабинската анализа се утврдува состојбата на економските, финансиските, правните и даночните аспекти од работењето на компанијата. Во процесот на длабинско снимање, покрај внатрешните лица особено е значајно да се вклучат и надворешни советници и експерти на финансискиот посредник - агент на емисијата. Со длабинската анализа ќе се направи вреднување на компанијата, ќе се проценат перспективите и позицијата на компанијата во иднина и, што е најважно, ќе се проценат рамките во кои може да се очекува да се движи цената на новата емисија на хартии од вредност. Резултатот на длабинското снимање ќе треба да се презентира и прифати од страна на органите на управување на компанијата

Компаниите кои имаат намера да излезат во јавноста мора да ги изготват нивните финансиски извештаи во согласност со важечката регулатива поврзана со пазарот на капитал и да бидат предмет на ревизија од страна на независен ревизор. Имајќи предвид дека секој инвеститор на берза главната одлука ја носи врз основа на податоците од финансиските извештаи ваквото усогласување е во насока на подобрување на финансиското известување.

#### **2.4. Вреднување и/ или утврдување на цената на акциите**

Еден од најважните аспекти на процесот на ИЈП е креирањето на инвестициска приказна. Инвестициската приказна се состои од 4 или 5 уверливи причини што треба да го уверат инвеститорот да ги купи акциите. Со креирањето на инвестиционата приказна се доаѓа до вредноста на компанијата, а подоцна и до цената по која акциите ќе ѝ бидат понудени на јавноста.

Она што е најважно за предпонуваната процедура на ИЈП е да се разјасни прашањето на вреднување наспроти утврдување на цената.



Вредноста и цената се два важни фактори на ИЈП. Вредноста се однесува на проценетата вредност на компанијата и на вкупниот износ кој се очекува да се обезбеди. Гарантот во основа ќе се раководи од вредноста на конкурентските или споредливите јавни компании, што ќе помогне при утврдувањето на прелиминарното вреднување.

При одлучувањето за цената по акција која ќе се понуди при јавната емисија влијание имаат и информациите наведени во бизнис планот на компанијата кои детално ги објаснуваат постојните активности, како и активностите кои се проектирани за во иднина. На почеток од процесот на понудата учесниците во емисијата мораат да предвидат индикативно вреднување (ценовен ранг) на акциите. Всушност, првото вреднување на компанијата обично се прави при одредувањето на тоа која инвестициска банка ќе биде менаџер. Со цел да ја добијат работата, тие ќе го истакнат прелиминарното вреднување на компанијата.

Вреднувањето ќе биде редефинирано кога банкарите ќе научат повеќе за компанијата за време на процесот на длабинска анализа. Начелно, цената на ИЈП се утврдува со преговарање помеѓу инволвираните продавачи и инвестиционите банки. При понуда со фиксна цена, водечкиот менаџер има ограничено влијание врз побарувачката од страна на инвеститорите. При понудата со запишување (bookbiling), менаџерите преземаат екстензивен маркетинг за да ги анкетираат мислењата на инвеститорите за да се види нивната заинтересираност, како во поглед на цената, така и во бројот на акциите. Кај вреднувањето врз база на „дисконтиран паричен тек“, суштинската вредност се утврдува врз база на предвидениот слободен паричен тек на компанијата и дисконтирање со трошоците на капитал на компанијата за да се дојде до тековната вредност. Во друг случај, вреднувањето повлекува голем број на претпоставки. Различни индустрии коистат различни техники на вреднување.

## **2.5. Одлука од Собранието на акционери**

Резултатите од длабинската анализа на компанијата треба да бидат презентирани пред сопствениците на друштвото. Собранието на акционери или друг соодветен орган на компанијата во зависност од организациската форма треба да донесе одлука за издавање на хартии од вредност, за количината на хартиите од вредност која ќе се издава, како и за ценовните рамки на емисијата. На Собранието на акционери евентуално се разгледуваат и опциите кои би им се дале на постојните акционери во поглед на правото на упис од новата емисија на акции, исплата на дивиденда на акции од новата емисија, посебните права кои би ги имале постојните акционери и доделување на определени опции на акции на менаџментот.



Според правната рамка во Република Македонија секое издавање на хартии од вредност започнува со акт (одлука) за издавање на хартии од вредност што ја донесува надлежниот орган на издавачот на хартиите од вредност. Со донесување на одлуката за издавање хартии од вредност, надлежниот орган на издавачот утврдува и рок во кој истата треба да се спроведе.

Вредноста на емисијата на акции што може да ја направи едно акционерско друштво или командитно друштво со акции е неограничена. Ограничување постои во поглед на родот на акциите што може да се издаваат. Така, во случај на издавање на приоритетни акции, истите можат да бидат издадени како акции со право на глас и како акции без право на глас. Вкупниот номинален износ на приоритетните акции без право на глас не може да биде поголем од 30% од основната главнина на друштвото. Вкупниот номинален износ на приоритетните акции, со и без право на глас, не може да биде поголем од вкупниот номинален износ на обичните акции во основната главнина на друштвото.

## 2.6. Подготовка на документација

Компанијата издавач и/или финансискиот посредник - агент на емисијата ги започнуваат активностите со регулаторот на пазарот на хартии од вредност и берзата за новата емисија и добиваат информации за сите потребни документи поврзани со процесот на издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда.

При поднесувањето на барањето за одобрение издавачот до Комисијата ги доставува следниве документи:

- статут на друштвото;
- трговска регистрација;
- финансиски извештаи за претходните три години во согласност со меѓународните стандарди за финансиско известување;
- извештај од овластен ревизор за последните три години во согласност со меѓународните ревизорски стандарди;
- акт за издавање на хартиите од вредност;
- изјава од раководно лице назначено од издавачот како одговорно лице за содржината на проспектот;
- Проспект на издавачот и покана за запишување и уплата на хартиите од вредност и други информации значајни за купувачите и
- други документи кои ќе ги утврди Комисијата.

Информациите од фазата на длабинската анализа дополнети со други различни правни документи и економски податоци претставуваат



предуслов за почеток на подготовките на главниот документ во овој процес – проспектот. Проспектот го изготвува издавачот на хартиите од вредност или правно лице кое врши услуги со хартии од вредност, а кое има добиено дозвола за работа за вршење на сите услуги со хартии од вредност од законот.

Проспектот за запишување и уплата на хартии од вредност е писмен документ во кој се содржани сите релевантни податоци за издавачот кои му овозможуваат на купувачот на хартиите од вредност, опишани во документот, да направи проценка за неговото правно, финансиско и деловно работење, за инвестицискиот ризик и за правата кои произлегуваат од понудените хартии од вредност. Проспектот ги содржи сите податоци кои, согласно со типот на издавачот и на хартиите од вредност што се нудат на јавноста, треба да им овозможат на инвеститорите да направат проценка заснована на информации, за средствата и обврските, финансиската состојба, добивката и загубите и перспективите на издавачот и на кој било гарант, како и за правата поврзани со таквите хартии од вредност. Податоците содржани во проспектот треба да се напишани на разбирлив јазик и прикажани на начин што ќе овозможи непречена анализа.

Проспектот задолжително содржи податоци за одговорните лица за изготвување на проспектот, податоци за ревизорите, податоци за факторите на ризик од вложувањата, податоци за издавачот на хартиите од вредност и неговото материјално, правно и финансиско работење, податоци за понудата на хартиите од вредност и роковите и условите за истата, како и податоци за гарантот, доколку понудата е гарантирана.

Поканата за запишување и уплата на хартии од вредност претставува извадок од проспектот во кој се содржани основни податоци за хартиите од вредност кои се продаваат по пат на јавна понуда, како и за издавачот на истите. Поканата задолжително содржи исказ дека поканата претставува извадок од проспектот, дека одлуката за инвестирање во хартиите од вредност треба да е заснована на целосната содржина на проспектот и дека целосната содржина на проспектот е достапна бесплатно на местата на запишување на хартиите од вредност и на интернет страницата на берзата. Поканата се објавува на македонски јазик и неговото кирилско писмо во еден од дневните весници што излегуваат на територијата на Република Македонија.

Комисијата врз основа на целокупната документација донесува решение за одобрување или одбивање на барањето за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда во рок од 60 календарски дена сметано од денот на доставување на барањето до Комисијата.



## 2.7. Рекламирање на јавната понуда

Еден од начините на промоција на издавачот на хартии од вредност претставува презентација на активностите на издавачот и хартиите кои се предмет на издавање пред потенцијалните инвеститори. Оваа активност е позната како инвеститорска конференција или како Road Show. Вообичаено менаџментот на компанијата дома или во странство на вакви настани ја промовира новата емисија и дава одговори на сите прашања на заинтересираните потенцијални инвеститори. Доколку пак издавачот има намера целата нова емисија да ја продаде на институционалните инвеститори се организираат т.н. еден на еден средби со претставниците на овие институции (инвестициски и пензиски фондови и слично).

Ваквите презентации имаат за цел да ја претстават компанијата како целина и да ги стимулираат потенцијалните инвеститори заинтересирани за купување на акциите од новата емисија на издавачот. Доколку издавачот е убедлив и внимателно ги вклучува сите материјални информации во проспектот, побарувачката за акции може значително да ја надмине понудата и да изврши притисок врз нивната цена во нагорна линија уште во фазата на запишување на новата емисија. За време на овие презентации издавачот собира информации и податоци за интересот на потенцијалните инвеститори. Малите инвеститори обично ги искажуваат своите намери во поглед на бројот на акции за кои се заинтересирани, додека институционалните инвеститори покрај количината којашто се заинтересирани да ја откупат обично ја специфицираат и горната граница на цената по која се подготвени да ги откупат истите. Иако хартиите предмет на новата емисија не може официјално да се продадат во оваа фаза, таа е значајна во процесот и се смета како сериозен сигнал за интересот на потенцијалните инвеститори.

Во развиените економии овој маркетинг процес може да трае неколку месеци и затоа не е можно издавање конкретни информации како што е крајната цена на хартии од вредност по пат на јавна понуда, нивото на попуст за агентот на емисијата и така натаму. Откако оваа фаза ќе заврши се усогласуваат два финални детали на понуда на акции: понудената цена за акции и точниот број на акции што може да се продаде. Со објавувањето на конечните услови на емисијата може да почне запишувањето на акции.

### 3. Постапка за котација и изработка на проспект

Постапката за котација на хартии од вредност на официјалниот пазар на Берзата издавачот ја врши преку покровител на котацијата. Покровител на котација може да биде брокерско друштво или банка, членки на Берзата. Покровителот на котација и друштвото треба да подготват проспект за



котација на хартии од вредност на официјалниот пазар на Берзата, кој важи за еден од најзначајните промотивни документи за друштвото. Често се смета дека значаен дел од успешноста на постапката за котација, покрај соодветната промоција на издавачот и хартиите од вредност кои ги издава друштвото, подразбира и добро подготвен проспект за котација. Проспектот мора да ги содржи сите информации кои на инвеститорите ќе им овозможат информативна проценка на имотот и обврските, финансиската состојба, добивката и загубата, развојните можности, како и правата кои ги носат хартиите од вредност.

Покрај основните податоци и документи за издавачот, проспектот треба да содржи податоци за структурата на капиталот и тоа:

- родовите на акции со нивните главни карактеристики и правата кои произлегуваат од различните родови на акции;
- податоци за промените во структурата на капиталот во последните три години;
- податоци за должничките хартии од вредност и имињата на акционерите кои поседуваат над 5% од акциите со право на глас на друштвото;
- податоци за друштвата во кои поседува мнозинска сопственост и информации доколку издавачот е во постапка на издавање на акции заради спојувања, поделби или понуди за преземања други друштва.

Во проспектот издавачот треба да ја опише природата на своето работење и тоа:

- основните дејности на издавачот со презентација на главните производи и услуги;
- информации за значајни нови производи;
- приходите од продажба во изминатите три години по производи и услуги;
- бројот на вработени и нивната квалификациска структура;
- опис и вредност на значителните инвестиции во основни средства и вложувања во хартии од вредност на други трговски друштва;
- податоци за местото и позицијата на издавачот во гранката.

Во проспектот се приложуваат целосните ревидирани консолидирани и неконсолидирани финансиски извештаи за претходните три години, преку кои издавачот на јавноста ја претставува финансиската состојба и успешност во работењето на својата компанија и на нејзините зависни друштва.





Берзата го разгледува барањето за котација и одлучува по барањето на издавачот, во рок од 30 дена од денот на приемот на барањето. Доколку Берзата го одобри барањето за котација, издавачот и Берзата потпишуваат договор за котација.

#### **4. Обврски за известување и објавување на финансиски извештаи**

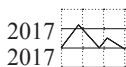
Заради одржување на регулиран пазар на хартии од вредност и обезбедување на истовремен пристап до информациите за работењето на котираното друштво на сите учесници, од голема важност е издавачот чии хартии од вредност котираат на официјалниот пазар на берзата да ги објавува сите ценовно чувствителни информации нужни за проценка на моменталната состојба на друштвото. Издавачот ги објавува сите ценовно чувствителни информации преку интернет апликацијата за известувања од страна на котираните друштва СЕИ-НЕТ, кои преку интернет страницата на Берзата се достапни за јавноста.

Котираните друштва се должни да ги објават единечните и консолидираните ревидирани финансиски извештаи (ревизорско мислење, биланс на состојба, биланс на успех, извештај за паричните текови, извештај за промените во капиталот и белешките кон финансиските извештаи) и годишниот извештај за работењето во рок од 7 дена по усвојувањето од Собранието на акционери.

Друштвата котирани на официјалниот пазар да ги објават и тримесечните, шестмесечните и деветмесечните кумулативни, неконсолидирани, неревидирани биланси на успех во рок од 45 дена по истекот на периодот на кој се однесува билансот на успех, како и годишен неревидиран кумулативен биланс на успех во рок од 60 дена по истекот на календарската година на која се однесува билансот на успех. Издавачот е должен, заедно со шестмесечниот и годишниот биланс на успех, да објави и неревидиран биланс на состојба за периодот, како и сите останати извештаи кои ги објавува во Регистарот на акционерските друштва со посебни обврски за известување кои се водат во Комисијата за хартии од вредност.

#### **5. Собрание на акционери**

Собранието на акционери на друштвото претставува најзначајниот корпоративен настан за компанијата, акционерите и потенцијалните инвеститори. Котираните друштва се обврзани навремено и целосно да ја известат јавноста за датумот и местото на одржување на Собранието на акционери, дневниот ред, присуството на акционерите и материјалите за



Собранието на акционери. Оттаму, друштвата се обврзани да го објават јавниот повик за одржување на Собрание на акционери најмалку 21 ден пред денот на одржување, преку интернет апликацијата за известување од страна на котираните друштва СЕИ-НЕТ и во најмалку еден дневен весник во Република Македонија.

Еден ден по завршување на седницата на Собранието на акционери котираните друштва се должни да ја објават содржината на одлуките донесени на Собранието и тоа во случај на: усвојување на финансиски извештаи, распределба на добивка, распределба на дивиденда и утврдување дивиденден календар, измени во правата на издадените хартии од вредност, промена на членови на органи на управување и статусни промени на друштвото.

## 6. Секундарни понуди на берза

Една од основните карактеристики на акционерските друштва е тоа што, согласно со законските прописи, друштвото може да дојде до свеж капитал со емисија на нови акции, попознато како секундарна понуда на акции. Компанијата кај која цената на акциите на берза се зголемила по реализирањето на ИЈП ќе има полесна работа при зголемувањето на капиталот, отколку компанијата кај која цената на акциите е под цената на ИЈП.<sup>9</sup>

Пазарните секундарни понуди се структурирани многу слично како и процесот на ИЈП. Компанијата назначува инвестициска банка и одредува тим на правници, сметководители и експерти за односи со јавност. По ова, корпоративните финансиери го координираат подготвувањето на проспектот и ги согледуваат пазарните знаци кои се однесуваат на „апетитот“ на инвеститорите за нови акции.

Кај пазарните понуди од особена важност е доверливоста, затоа што информацијата која се однесува на намерата на компанијата за емисија на нови акции може да придонесе за намалување на цената на акциите на компанијата. Посредниците би продавале акции, што ќе доведе до намалување на нивната цена, а потоа би купувале акции од новата емисија по пониска цена со што би ја покриле својата кратка позиција.

Откако проспектот е готов и одобрен од регулаторот, следува маркетинг кампањата, а кога регулаторот ќе ги одобри документите на понудата и водечкиот менаџер ќе има доволно налози, истиот ја затвора книгата со налози и ја одредува цената. Цената на новите акции обично се одредува на ниво на цената на затворање на берзата на денот кога се утврдува цената или со многу мал дисконт на таа цена. Банките можат да

9) Димитрова, Ј. Колев, З. (2016). Хартии од вредност, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, стр. 245



ја стабилизираат цената на секундарните понуди, како штотоа го прават кај ИЈП. Поради тоа, може да биде вклучена и опцијата „зелен чевел“ (опција за презапишување).

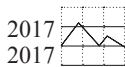
## 7. Злоупотреба на ИЈП

Поради неколку злоупотреби процесот на ИЈП стекна негативен публицитет. Во 2003 во САД регулаторите издадоа нови препораки со цел да се спречат такви злоупотреби во иднина. Еве некои од почестите злоупотреби:

- **Спинување:** Спинувањето се појавува кога гарантот алоцира акции од ИЈП на корпоративните менаџери кои размислуваат за ИЈП или други бизниси за кои ќе има потреба од ангажман на брокерски куќи. Гарантот се надева дека менаџерите ќе ја запомнат услугата и ќе ја ангажираат брокерската куќа во иднина.
- **Ледеринг (Laddering):** Кога има зголемена побарувачка за ИЈП, некои брокери се вклучуваат во ледеринг; односно ги охрабруваат инвеститорите да дадат понуди на првиот ден за да се зголеми понудената цена. Тоа помага да се зголеми цената на акциите. Некои инвеститори можеби би сакале да учествуваат за да се осигураат дека брокерот ќе зачува некои акции од следната ИЈП, важна за нив.
- **Последователни продажби (Excessive commissions):** Некои брокери исто така спроведувале последователни продажби кога побарувачката за ИЈП е голема. Инвеститорите се одлучуваат да ја платат цената бидејќи би можеле нормално да ги повратат трошоците од добивката на првиот ден. Откако гарантот ќе постави почетна цена што е значително под пазарната цена на крајот на првиот ден од тргувањето, инвеститорите сакаат да им удоволат на брокерите. Добивката на брокерите е загуба за компанијата, бидејќи и зголемувањата се помали од она што би се добило доколку почетната цена е повисока.

### Заклучок

Иницијалната јавна понуда, значи отворање на друштвото спрема јавноста, односно инвеститорите. Иницијалната јавна понуда често се користи не само за да се обезбеди прилив на нови средства, туку и за да им се понуди начин на некој од основачите или инвеститорите во компанијата да направат поврат на инвестицијата. За што поуспешно спроведување на јавната понуда на хартии од вредност и последователно котација на берза, уште на почетокот е неопходно компанијата да оформи соодветен тим – работна група која најпрво ќе се состои од интерни соработници, а подоцна ќе се прошири и со адекватни надворешни соработници.



Длабинската анализа е од особено значење за компанијата пред започнување на процесот на јавната понуда и подготовка на проспектот за емисијата. Со длабинската анализа се утврдува состојбата на економските, финансиските, правните и даночните аспекти од работењето на компанијата.

Како еден од начините на промоција на издавачот на хартии од вредност претставува презентација на активностите на издавачот и хартиите кои се предмет на издавање пред потенцијалните инвеститори. Оваа активност е позната како инвеститорска конференција или како Road Show.

Заради одржување на регулиран пазар на хартии од вредност и обезбедување на истовремен пристап до информациите за работењето на котираното друштво на сите учесници, од голема важност е издавачот чии хартии од вредност котираат на официјалниот пазар на берзата да ги објавува сите ценовно чувствителни информации нужни за проценка на моменталната состојба на друштвото.

Една од основните карактеристики на акционерските друштва е тоа што согласно со законските прописи друштвото може да дојде до свеж капитал со емисија на нови акции, попознато како секундарна понуда на акции. Компанијата кај која цената на акциите на берза се зголемила по реализирањето на ИЈП ќе има полесна работа при зголемувањето на капиталот, отколку компанијата кај која цената на акциите е под цената на ИЈП.

### **Користена литература**

- Водич за јавна понуда на хартии од вредност (2013). Македонска берза – Скопје
- Dimitrova, Janka and Fotov, Risto and Gorgieva-Trajkovska, Olivera and Todorovska, Marija (2014) Retrospective of Macedonian Capital Market for the Period 2004-2013, International Journal of Sciences: Basic and Applied Research
- Димитрова, Ј. и Колев З. (2016). Хартии од вредност, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип
- Димитрова, Ј. (2015). Македонскиот пазар на капитал – состојби и перспективи, Универзитет „Гоце Делчев“ – Економски факултет - Штип
- Ивановски, З. (2007). Хартии од вредност и портфолио менаџмент, Европски универзитет - Скопје
- Колев, З. (2008). Анализа на берзанското работење, Скопје, стр. 48
- Колев, З. (2011). Примарен пазар на капитал и иницијална јавна понуда - Скопје

- Madura, J. (2008). Financial markets and Institutions, 9-th Edition“, South-Western
- Програма за јавни инвестиции 2008-2010, Влада на Република Македонија, февруари 2008
- Radosevik, D. (1977). Konvertibilnost valuta, Masmedija - Zagreb
- Спасов, С. (1997). Финансиски менаџмент, Унија - Скопје
- Трајковски, Б. и Трајковска, Г.(1999). Управување со обртните средства, Економски факултет - Прилеп
- Закон за банки („Службен весник на Република Македонија“ бр. 67/07, 90/09 и 67/10)
- Закон за хартии од вредност („Службен весник на Република Македонија“ бр. 95/2005, 25/2007, 07/2008 и 57/2010)
- Закон за инвестициски фондови („Службен весник на РМ“, бр. 12/2009, 67/2010, 24/2011, 188/2013, 145/2015); Закон за хартии од вредност („Службен весник на РМ“, бр.95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010,135/2011, 13/2013, 188/2013, 43/2014, 15/2015 и 154/2015)

**Интернет страници:**

<http://bestnet.com.mk/>

<http://www.cdhv.mk/>

<http://www.mse.mk/>

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