



УНИВЕРЗИТЕТ "СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ" – СКОПЈЕ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

ПРИМАРЕН ПАЗАР НА КАПИТАЛ И
ИНИЦИЈАЛНА ЈАВНА ПОНУДА

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

КАНДИДАТ:

М-р Зоран Колев

МЕНТОР:

Проф. д-р Михаил Петковски

Скопје, 2011

***ПОСВЕТЕНО НА МОИТЕ
РОДИТЕЛИ.....***

СОДРЖИНА

Абстракт

Abstract

Вовед

ГЛАВА 1

1. ПРИМАРЕН ПАЗАР НА КАПИТАЛ И ИЈП-А 1

- 1.1. Видови пазари на капитал 1
 - 1.1.1. Примарен пазар на капитал 1
 - 1.1.2. Секундарен пазар на капитал 2
 - 1.1.3. Трет пазар на капитал 4
 - 1.1.4. Четврт пазар на капитал 4
- 1.2. Видови емисии на примарниот пазар на капитал 4
- 1.3. Учесници на примарниот пазар на капитал 6
- 1.4. Преглед на процесот на иницијална јавна понуда 9
- 1.5. Цели при реализирање на иницијалната јавна понуда 17
- 1.6. Реформирање на компанијата во јавна 21
 - 1.6.1. Зголемување на капиталот 22
 - 1.6.2. Причини за продажба на сопственоста од страна на постојни акционери 25
- 1.7. Предности и недостатоци на јавните компании 35
 - 1.7.1. Предности на јавните компании 35
 - 1.7.2. Недостатоци на јавните компании 38
- 1.8. Алтернативи на трансформирање во јавна компанија 48
 - 1.8.1. Приватно финансирање 48
 - 1.8.2. Финансирање со задолжување 49
 - 1.8.3. Субординиран конвертабилен долг 49
 - 1.8.4. Извори на финансирање со долг 50
 - 1.8.4.1. Комерцијални банки 50
 - 1.8.4.2. Комерцијални финансиски компании 51
 - 1.8.5. Лизинг компании 51
 - 1.8.6. Штедни и кредитни здруженија 52
 - 1.8.7. Позајмување во крајна инстанца (краен позајмувач) 53
 - 1.8.8. Индустриски приходни обврзници 53
 - 1.8.9. Компании за животно осигурување и пензиски фондови 54
 - 1.8.10. Leverage Buyouts (LBOs) 54
 - 1.8.11. Други опции 55
 - 1.8.12. Професионално ризичен капитал 55
 - 1.8.13. Партнерство за истражување и развој 56
 - 1.8.14. Компании за инвестирање во мали бизниси 56
 - 1.8.15. Грантови за мали бизнис иновации и истражување 56
 - 1.8.16. Школки 57

- 1.9. Трошоци за реализација на процесот на трансформирање на компаниите од приватни во јавни 60
 - 1.9.1. Трошоци за гарантирање 61
 - 1.9.2. Професионални трошоци 63
 - 1.9.3. Дополнителни трошоци 64

ГЛАВА 2

2. ПЛАНИРАЊЕ НА ИНИЦИЈАЛНАТА ЈАВНА ПОНУДА 66

- 2.1. Предпонудна процедура на иницијалната јавна понуда 67
 - 2.1.1. Бизнес план 68
 - 2.1.2. Длабинска анализа (due diligence) 69
 - 2.1.3. Вреднување и/или утврдување на цената на акциите 70
 - 2.1.4. Создавање тим за иницијална јавна понуда 95
- 2.2. Процес на иницијална јавна понуда 108
 - 2.2.1. Корпоративни одлуки и структура на понуда 109
 - 2.2.2. Понудена структура – меѓународна понуда 113
 - 2.2.2.1. Предности на меѓународните понуди 115
 - 2.2.2.2. Недостатоци на меѓународното продавање на акции 117
 - 2.2.3. Механизми за одредување на цената 119
 - 2.2.3.1. Видови понуди за купување 124
 - 2.2.3.2. Стратегии на понуди 125
 - 2.2.3.3. Одредување на цената 125
 - 2.2.3.4. Регулација и документација за иницијалната јавна понуда 128
 - 2.2.3.5. Целите на документацијата 128
 - 2.2.3.6. Нацрт проспект 129
 - 2.2.3.7. Краен финален проспект 130
 - 2.2.4. Маркетинг на новите емисии 133
 - 2.2.4.1. Фаза пред маркетинг 137
 - 2.2.4.2. Маркетинг 141
- 2.3. Формалности во процесот на иницијалната јавна понуда 144
 - 2.3.1. Состаноци пред поднесувањето 144
 - 2.3.2. Формални прописи 144
 - 2.3.3. Иницијално поднесување 145
 - 2.3.4. Тајминг 145
 - 2.3.5. Писмо со коментари и недостатоци 146
 - 2.3.6. Видови разгледувања 147
 - 2.3.7. Амандмани 148
 - 2.3.8. Преелиминарен проспект 149
 - 2.3.9. “Стоп” налог 149
 - 2.3.10. Налепници 150
 - 2.3.11. Писмо за забрзување на процесот 151
 - 2.3.12. Поднесување до одделни држави (Закон плаво-небо) 151
 - 2.3.13. Прекршоци и повреди 152

ГЛАВА 3

3. АЛОКАЦИЈА НА АКЦИИТЕ ОД ИНИЦИЈАЛНА ЈАВНА ПОНУДА 153

- 3.1. Алокација со помош на транши 153
 - 3.1.1. Индивидуални наспроти институционални инвеститори 154
 - 3.1.2. Домашни наспроти меѓународни инвеститори 156
 - 3.1.3. Алокација на акциите 156
 - 3.1.4. Алокации и продавање 161
 - 3.1.5. Превентивно продавање 162
- 3.2. Затварање на понуда 163
 - 3.2.1. Состанок на затварање на понуда 163
 - 3.2.2. Затварање на понуда со гаранција базирана на најдобри напори 164
 - 3.2.3. Затварање на понуда со гаранција базирана на цврсти обврски 165
 - 3.2.4. Разлики во гаранциите 166
- 3.3. Стабилизација 166
 - 3.3.1. Прописи што се однесуваат на стабилизацијата 169
- 3.4. Период на заклучување 170
- 3.5. Последователни понуди 172
 - 3.5.1. Секундарни понуди на берза 174
 - 3.5.2. Емисија на права (право на првенство на купување) 175
 - 3.5.3. Пазарни понуди 177
 - 3.5.4. Куповни активности – блок размени 178
- 3.6. Континуирано известување 181
 - 3.6.1. Извештај за употреба на средства 183
 - 3.6.2. Тековни извештаи 183
 - 3.6.3. Квартални и полугодишни извештаи 184
 - 3.6.4. Годишни финансиски извештаи 185
 - 3.6.5. Годишен извештај за работењето на компанијата 186
 - 3.6.6. Инсајдерско известување и рестрикции во тргувањето 187
 - 3.6.7. Финансиски публикации 188
- 3.7. Интернет директни јавни понуди 189
 - 3.7.1. Предности на интернет директни јавни понуди 190
 - 3.7.2. Основни разлики со ИЈП-и 191

ГЛАВА 4

4. ПОНУДИ ВО РАЗЛИЧНИ ЗЕМЈИ ВО СВЕТОТ 197

- 4.1. Англиски пазар 197
 - 4.1.1. Структура на понудите во Англија 198
 - 4.1.2. Прописи за нови емисии во Англија 200
 - 4.1.3. Регулатор за котирање во Англија 203

4.1.4. Барања на берзата во Лондон	203
4.1.5. Документација	204
4.1.6. Тековни известувања	205
4.2. Понуди во САД и потврди за странски хартии од вредност	205
4.2.1. Федерално законодавство за хартии од вредност	206
4.2.2. Потврди за странски хартии од вредност	210
4.2.3. Видови потврди за странски хартии од вредност	212
4.2.4. Механизми на тргување	215
4.3. Анализа на ИЈП активностите на Европските берзи во период 2001-2008	216

ГЛАВА 5

5. ПРИМАРЕН ПАЗАР НА КАПИТАЛ И ИЈП-и ВО НЕКОИ ЗЕМЈИ ОД ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА 286

5.1. Република Србија	291
5.2. Република Хрватска	296
5.3. Република Словенија	300
5.4. Република Бугарија	302
5.5. Република Македонија	304
5.5.1. Методологија на истражувањето	336
5.5.1.1. Идеја, цели, предмет, методолошки приод, целна група, тајминг и инструменти на истражување	336
5.5.1.2. Резултати од истражувањето	342
5.5.2. Анализа на компании со студија на случај	360
5.5.2.1. ВВ Попова Кула АД Демир Капија	360
5.5.2.2. Идевелоп АД Скопје	362

6. ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА 365

7. КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА 374

А Б С Т Р А К Т

Пазарот на капитал има големо значење за земјите во развој. Одредени земји немаат пазар на капитал, а ако го имаат, не функционира соодветно или е доста неефикасен. Поради тоа, важно е да се согледаат детерминантите на примарниот пазар на капитал и ИПП-а (Иницијална јавна понуда) како клучен сегмент на ефикасните пазари на капитал. Финансиските пазари и институции се регулирани многу добро. По оценка на многу експерти тој е и најрегулиран пазар. Поради тоа, многу е важно да се развие адекватен механизам на ИПП-и и котирање на така емитиранте акции на регуларниот пазар на капитал (на листингот или надвор од него). Една од основните предности кај ваквиот начин на финансирање е одвојувањето на сопственоста од управувањето со компанијата. Акционерскиот капитал од корпоративен тип овозможува пофлексибилно, поефикасно, поефтино и трајно финансирање на компанијата и нејзина деловна експанзија.

Примарниот пазар на капитал и ИПП-а обезбедуваат механизам за капитално финансирање и деловна експанзија на самата компанија. Финансиските пазари се ефикасен механизам за алокација на релативно сиромашните ресурси како што е акционерскиот капитал. ИПП-а претставува механизам кој функционира на пазарот на капитал и е добар поттикнувач на економскиот раст и зголемување на ефикасноста на самите вложувања. Развојот и експанзијата на финансирањата со посредство на ИПП-а овозможува економијата да се развива многу побрзо и да биде меѓународно поконкурентна. Акционерскиот капитал овозможува подобар и потранспарентен менаџмент. Со развојот на финансирањето со помош на ИПП-а се овозможува многу нови компании да се претворат од приватни во јавни, и на овој начин да се појават на берзата. Со ова би се зголемил и материјалот за тргување на Македонската берза, која во овие услови на светска финансиска криза од ден на ден станува понеликвидна.

Клучни зборови: афтермаркет, берза, брокер, дилер, GAAP, гаранција, ефикасност, инсајдер, јавно поседувана компанија, најдобри намери, приватна

компанија, ризици, синдикат, финансиски пазар, хартии од вредност, цена на отварање, цврста обврска, цена на затварање.

A B S T R A C T

The capital market is of significant importance for developing countries. Certain countries do not have a capital market at all or if they have one, it doesn't operate properly, or is quite ineffective. Thus, it is important to take into consideration the determinants of the prime capital market and the Initial Public Offer (IPO) as a key segment for effective capital markets.

Financial markets and institutions are extremely well regulated. According to many experts in this field, they are the best regulated existing markets. Therefore, it is important to develop a compatible mechanism of IPO-s and rating of the shares issued on the regular capital market (present or not present on the official listng). One of the basic advantages in this type of financing is the differentiation between the role of management and the role of ownership of the firm.

The shareholding equity - the corporate type, is a more flexible, effective, cheaper and constant way of financing the company's activities and its business expansion.

The prime capital market and IPO provide mechanisms for capital finance and business expansion of the company. The financial markets are an effective way of allocation of the relatively poor resources, such as shareholding equity. IPO is a mechanism of the capital market and it stimulates the economic growth and increases the investment returns.

The expansion and development of the IPO-s allows the national economy to develop faster and to be more competitive internationally. The shareholding equity gives better and more transparent management. Development of the IPO-s as a method of financing leads to many new private-to-public company transformations and to their rating on the stock exchange. This will lead to increased trading material on the Macedonian Stock Exchange as well, which under existing recession becomes more and more unliquid.

Key words: *aftermarket, stock exchange, broker, dealer, GAAP, guarantee, efficiency, insider, public owned company, best intentions, private company, road show, risks, union, finance market, securities, opening price, core commitment, closing price.*

ВОВЕД

Компаниите, поединците, како и единиците на државната управа често имаат потреба од зголемување на сопствените финансиски фондови. Луѓето и компаниите кои сакаат да позајмат пари, како и оние кои имаат неангажирани средства и сакаат да инвестираат, се среќаваат на финансискиот пазар.

Во овој докторски труд направен е обид да се даде што е можно подетална анализа на процесот на Иницијални Јавни Понуди (ИЈП), во рамките на примарниот пазар на капитал, нивните основни карактеристики, нивната еволуција, разбрана како континуиран процес на осовременување и развој, нивните предности и недостатоци, како и нивната неопходност за понатамошен раст, како на економијата така и за понатамошно развивање на домашната берза преку обезбедување на дополнителен трговски материјал, толку неопходен за обезбедување на ликвидна, стабилна и ефикасна берза.

Трудот се фокусира на важноста на примарниот пазар на капитал, на клучните аспекти на самиот процес на ИЈП-а, користејќи компаративен и аналитички приод, со цел да идентификува “успешни приказни”, почнувајќи од донесувањето одлука за ИЈП-а, неопходните подготовки, организација, преку реализација, па се до неизбежните after market активности, примената на технолошки и финансиски новитети, супериорна ефикасност и слично.

Таквиот приод произлегува од потребата, примарниот пазар, а во неговите рамки и ИЈП-а, да функционира ефикасно, но не само брзо, туку и со пониски трошоци. Ваквиот заклучок ја потврдува и потребата од целосна анализа на иницијалните јавни понуди во рамките на примарниот пазар на капитал, како предуслов за ефикасно обезбедување на дополнителен капитал на компаниите и нивна трансформација од приватни во јавни, но, и за обезбедување на дополнителен материјал за тргување на берзите.

Во овој труд се анализираат и прашања околу самата одлука за ИЈП-а, подготовката на ИЈП-а, договарањата со инвестиционата банка, регистрирање на емисијата кај регулаторите, примарниот промет, котацијата и секундарниот промет, односно трансакциите кои би следеле на еден ликвиден пазар.

Професионалната ориентација подразбира стратешко барање и одредување на соодветна цел, најефикасен пат и планирање на адекватни ресурси за да се реализира саканиот резултат, кој најчесто, е во некоја далечна и магловиата (нејасна) иднина. Дали добро сме го одбрале патот по кој одиме понатаму се гледа дури на целта, многу касно, кога корекции повеќе не се можни.

Во **првата** глава од дисертацијата се разгледува примарниот пазар на капитал, неговото функционирање и видови емисии, учесници на примарниот пазар на капитал, местото и улогата на процесот на иницијална јавна понуда, со посебен осврт на предностите и недостатоците на истиот. Во продолжение се дава осврт на алтернативите на овој процес, поконкретно приватните пласмани наспроти јавната понуда, приватното финансирање, должничкото финансирање, субординираниот долг и др., а крајот од овој дел посветен е на трошоците на процесот.

Втората глава на трудот се базира на терминот планирање на иницијалната јавна понуда, почнувајќи од предпонудна процедура, како што е наведено и во самиот поднаслов. Тоа подразбира образложение на терминот, предуслови, законски одредби, како и длабински анализи. Објаснети се механизмите за одредување на цената, даден е осврт на проспектот како дел (инструмент) на ИПП-а, потребен за комплетирање на процесот; како и поимите: избор на инвестициона банка како предуслов за иницијалната јавна понуда, underwriter's (гаранти) на емисијата како и сите засегнати страни (stakeholders) кои придонесуваат за остварување на процесот наречен ИПП-а. Тука спаѓаат: консултантите, советниците, ревизорите, книговодителите, адвокатите, лицата одговорни за маркетингот итн.

Третата глава на дисертацијата дава објаснување за комплетирањето на процесот на иницијална јавна понуда, кога и како се завршува овој процес, односно објаснување за алокацијата на средствата на иницијалната јавна понуда, затварање на понудата, стабилизацијата, периодот на заклучување, како и за обврските за континуирано известување. Крајот на оваа глава е наменет за вршење на компаративна анализа помеѓу класичните јавни понуди и интернет директните јавни понуди.

Четвртата глава е посветена на разгледувањето на процесот на иницијалната јавна понуда во некои од равниените земји во светот со цел да се доближат нивните сознанија и искуства со искуствата во Република Македонија, како и анализа на ИПП активностите на Европските пазари.

Во **петтата глава** од оваа дисертација разгледана е состојбата на примарниот пазар на капитал и ИПП-и во некои земји од Југоисточна Европ, со посебен осврт на Република Македонија. Секако дека нашите искуства поврзани со оваа тематика се доста мали, и сèуште во развој, но сè повеќе добиваат на значење во време кога се случува најголемиот пад на цените на хартиите од вредност во Р.Македонија, а со тоа и интересот за пронаоѓање на нови извори на инвестирање во друга форма и облик.

Последната глава се состои од изведување на заклучни согледувања по однос на истражувањето извршено на подрачјето на Р. Македонија.

Основната цел на овој труд е да се обиде да прикаже во детали како, успешни претприемачи создаваат различни тимови кои се неопходни за исполнување на оваа профитабилна цел. Во трудот се наведени и законските прописи и институциите надлежни за самиот процес, креирањето и координирањето на менаџерски тимови, консултанти, сметководители, правници, underwriter-и, експерти за односи со јавноста, неопходни да внесат живот во ИПП-а и да го претворат сонот на стопанствениците во реалност.

ГЛАВА 1

1. ПРИМАРЕН ПАЗАР НА КАПИТАЛ И ИЈП-а

1.1. Видови пазари на капитал

Пазарот на капитал се дефинира како организирано сретнување на понудата и побарувачката на слободни долгорочни финансиски средства. Предмет на понуда и побарувачка се долгорочни слободни парични средства и долгорочни хартии од вредност. Пазарот на капитал во себе ги обединува: ¹

- пазарот на долгорочни инвестициони кредити, пазарот на хипотекарни кредити, и
- пазарот на ефекти (долгорочни хартии од вредност).

Пазарот на капитал може да биде организиран како: ²

- пазар на долгорочни парични средства, и
- пазар на ефекти, односно долгорочни хартии од вредност.

1.1.1. Примарен пазар на капитал

Пазарот на долгорочни парични средства претставува сретнување на понудата и побарувачката на слободни долгорочни парични средства и тој се остварува по пат на контакти меѓу економските субјекти, банките, финансиските институции, осигурителните друштва, инвестиционите фондови и други. Станува збор за класичен кредитен однос на долгорочно кредитирање. Пазарот на долгорочни хартии од вредност, односно пазарот на ефекти може да се организира како емисионен или примарен пазар на долгорочни хартии од вредност и како секундарен пазар на долгорочни хартии од вредност, каде што се врши натамошно купување или продавање на веќе претходно издадени хартии од вредност. ³

На примарниот пазар на капитал се врши емисија на акции, обврзници, права и сл. Самата емисија на хартии од вредност можат да ја вршат

¹ Јовановски Т., (1994), “Финансиски пазар”, стр.158

² Исто како фуснота наведена под 1), стр. 156

³ Исто како фуснота наведена под 2), стр. 236

претпријатија со голем кредитен рејтинг. Во развиените пазарни економии работат специјализирани рејтинг компании кои врз основа на прифатени и утврдени методологии ја утврдуваат висината на кредитниот рејтинг на компаниите што сакаат да емитуваат хартии од вредност со цел да обезбедат средства за финансирање на процесот на репродукција или за финансирање на нови инвестиции. Со тоа доаѓа до селекција на компаниите кои сакаат да емитуваат долгорочни хартии од вредност, односно да излезат на пазарот на капитал.

Економските субјекти што сакаат да емитуваат долгорочни хартии од вредност, односно да излезат на примарниот пазар, покрај тоа што треба да имаат определен рејтинг, треба да добијат и согласност од определено регулативно тело кое врши контрола на условите за емисија на долгорочни хартии од вредност и на финансиската состојба и нивниот рејтинг. Регулативното тело за контрола на квалитетот на емисијата на нови хартии од вредност донесува одлука врз основа на таканаречениот проспект во кого се содржани финансиските анализи за дотогашното работење на економските субјекти што сакаат да емитуваат хартии од вредност.⁴

Главна институција на примарниот пазар е потписникот, односно институција која ја осигурува емисијата на хартии од вредност, а тоа е инвестиционата банка. Новата емисија на ефекти може да се изведе на два основни начини: со приватен пласман или преку јавна понуда. Приватните пласмани се покарактеристични за новите, непознати фирми на пазарот. При јавна понуда, на секој потенцијален купувач треба да му биде достапен проспект, во кој се наведени сите битни податоци за емисијата и емитентот.

1.1.2. Секундарен пазар на капитал

Секундарниот пазар на капитал, каде се одвива перманентно купување и продавање на хартии од вредност кои претходно се емитувани, овозможува долгорочните хартии од вредност да станат ликвидни за нивните сопственици. Секундарниот пазар на капитал овозможува еднаш емитуваните хартии од

⁴ Задача на ова регулаторно тело е да го спречи емитувањето на хартии од вредност со слаб квалитет (бонитет). Со тоа се води сметка за интересите на финансиските инвеститори, посебно на ситните штедачи, бидејќи добиваат определена сигурност во поглед на емитуваните хартии од вредност.

вредност на компаниите перманентно да останат во прометот и со тоа да претставуваат пазар на капитал, кој ги опфаќа институциите и механизмите на промет на веќе еднаш емитувани хартии од вредност. На тој начин се врши реалокација, односно редистрибуција на сопственичките односи во врска со хартиите од вредност, а со тоа се вршат и промени во сопственичката структура на компаниите. На секундарниот пазар се тргува и со фјучерси и опции (изведени хартии од вредност), кои им нудат можности на инвеститорите да ја покријат, односно да ја заштитат вредноста на своите инвестиции од соодветните пазарни ризици. Трансакциите на секундарниот пазар на хартии од вредност се вршат меѓу различни финансиски инвеститори и не се директно поврзани со финансирање на поединечните компании.

Една од основните цели на секундарниот пазар на капитал е да овозможи утврдување на цената на хартиите од вредност согласно понудата и побарувачката. Важна функција на секундарниот пазар на капитал е да обезбеди ликвидност за издадените хартии од вредност. Оваа функција се изразува преку односот помеѓу понудата и побарувачката, и цената на хартиите од вредност.⁵

Постои тесна поврзаност помеѓу примарниот и секундарниот пазар на капитал. Развојот на примарниот пазар не евозможен без постоење на ефикасен и стабилен секундарен пазар и обратно, секундарниот пазар неможе да функционира без примарни емисии на хартии од вредност.

Доколку расте бројот на новоиздадени хартии од вредност, се зголемува потенцијалот за секундарно тргување со овие хартии од вредност на берзата. Од друга страна, постојаното тргување со некоја хартија од вредност претставува карактеристика на ликвидна хартија од вредност, која лесно може да се купи или продаде, со потенцијална можност за зголемување на нејзината цена, правејќи ја хартијата од вредност атрактивна за тргување поради високата ликвидност и можноста за капитална добивка.

Поради тоа, емитентот многу полесно може да пласира нова емисија на акции или обврзници, што пак создава нов материјал за тргување на берзата. Креирајќи ликвидност за емитираните хартии од вредност, секундарните пазари ја одредуваат цената по која издавачите на хартии од вредност можат истите да

⁵ Цените на хартиите од вредност треба да се формираат пазарно, и да бидат реален одраз на расположивите информации за нивниот издавач.

ги пласираат на примарните пазари. На тој начин и двата пазари меѓусебно се надополнуваат, поттикнуваат и влијаат врз економскиот развој на земјата.

1.1.3. Трет пазар на капитал

Третиот пазар во суштина значи директно купување или продавање на долгорочни хартии од вредност кои во исто време се котираат, односно со нив се тргува на ефектните берзи. На овој вид пазар на долгорочни хартии од вредност најзначајни учесници се институционалните инвеститори. Овој пазар претставува еден вид директна конкуренција на берзите.

1.1.4. Четврт пазар на капитал

Четвртиот пазар на долгорочни хартии од вредност е пазар каде што во основа учествуваат институционални инвеститори, како што се пензиските фондови, осигурителните компании, инвестиционите компании или поединци кои имаат големи износи финансиски средства кои директно, еден од друг, купуваат или продаваат хартии од вредност.

1.2. Видови емисии на примарниот пазар на капитал

Можните извори на финансиски средства кај компаниите за создавање иницијален капитал или негово зголемување, најчесто се групираат во две поголеми групи. Едната група претставува *група на долг на економскиот субјект*, додека другата група ја сочинуваат *извори на финансиски средства со кои се создава акционерски капитал*.⁶

1. Првата група, финансирање по пат на долг, подразбира постоење на кредитен, а не сопственички однос, односно сопствениците на инструментите на долгот се наоѓаат во улога на доверители (кредитори), а сопствениците на акциите се и сопственици на компанијата. Финансирањето со долг е ограничено временски со рокот на достасување, на сопствениците на инструментите на долгот им се исплатува камата и главница; додека пак финансирањето со акции

⁶ Јовановски Т., (1994), “Финансиски пазар”, стр.165

нема рок на достасаност (не е временски ограничено), бидејќи сопствениците на акции со нив располагаат временски неограничено, се до моментот на продажба на акциите или до банкротирањето на економскиот субјект.

2. Втората група на извори на финансиски средства по пат на создавање на акционерски капитал, покрај правото на сопственост над економскиот субјект, на акционерите им дава право и на контрола над работењето на економскиот субјект. Такво право немаат сопствениците на инструментите на долгот доколку економскиот субјект што е должен, си ги извршува обврските по долгот; но доколку не се извршуваат обврските тогаш сопствениците на инструментите на долгот стекнуваат право на контрола. Исто така, во случај на банкротирање на економскиот субјект, предимство има измирувањето на долгот, а дури потоа ако има средства, право стекнуваат и сопствениците на акции (токму и поради тоа акционерите уште се нарекуваат и резидуални сопственици).

Кај овие два извори на финансирање постојат разлики во поглед на висината на очекуваниот принос и ризик. Висината на дивидендата, како приход од акционерски капитал, зависи од деловните резултати, па поради тоа логично е да се очекува стапката на дивидендата да биде поголема од каматната стапка на инструментите на долгот.⁷ Финансирањето на економските субјекти се врши преку три видови емисии на хартии од вредност и тоа:

- директна емисија,
- индиректна емисија и
- интерна емисија.

Кај **директната емисија** нема посредници и економските субјекти директно комуницираат со инвеститорите. Директна емисија на хартии од вредност најчесто вршат големи, познати, афирмирани компании со висок кредитен рејтинг и реноме. Тие остваруваат директен, односно приватен пласман на своите новоемитирани хартии од вредност до своите купувачи.

Кај **индиректната емисија** на хартии од вредност инвестиционите банки, како специјализирани банкарски институции за вршење на активности

⁷ Во современата финансиска теорија важи правилото според кое поголемиот ризик носи и поголем принос, па оттаму инструментите на долгот, на сопствениците на тие инструменти, им носат понизок ризик и очекуван принос.

околу превземањето и пласманот на новоемитираните хартии од вредност, посредуваат помеѓу емитентите и потенцијалните инвеститори; и

Интерната емисија на хартии од вредност се реализира врз основа на реализирана добивка на компанијата. Во овој случај, дивидендите не се исплаќаат во готово, туку за износот на дивидендите се емитуваат (издаваат) акции (т.н. скрип дивиденда) и со тоа се настојува да се одржи непроменето учеството на постојните акцинери во капиталот на компанијата. Покрај тоа, во овој случај имаме и отсуство на кеш плаќање, што пак позитивно влијае на паричниот тек и на ликвидноста на компанијата.

1.3. Учесници на примарниот пазар на капитал

На примарниот пазар и воопшто на пазарот на капитал можат да се сретнат повеќе учесници, групирани во неколку групи.⁸

1. *Првата група* ја сочинуваат сопствениците на капитал односно продавачите на капитал (инвеститорите). Тука спаѓаат голем број субјекти што имаат слободни парични средства и истите сакаат да ги капитализираат. Целта им е преку ангажирање на паричните средства да заработат фиксна (камата) или варијаблина (дивиденда) заработувачка .

Сопствениците на капитал имаат важно место и улога во рамките на националните економии. Нивното место и улога на пазарот на капитал е од посебно значење. Во пазарните економии, на пазарот на капитал, инвеститорите ќе можат и ќе сакаат да влегуваат и излегуваат, само ако кај нив постои чувство на потполна доверба и сигурност, од една страна во механизмот на пазарот на капитал и од друга страна во државата, како регулатор и контролор на тој пазарен механизам. Тоа е потребно затоа што инвеститорите мораат максимално да бидат заштитени од страна на сите други учесници на пазарот на капитал, бидејќи интересите на другите учесници на пазарот се во спротивност со интересите на сопствениците на капиталот.

Инвеститорите ќе учествуваат на пазарот на капитал и ќе можат успешно да настапуваат само ако постои правен систем кој ќе го отстрани

⁸ Примарниот пазар на капитал ги опфаќа институциите, инструментите и механизмите преку кои се вршат комплексните операции врзани за подготовката и реализацијата на емисиите на хартии од вредност.

ризикот во врска со навременото враќање на капиталот и наплатувањето на приходите врз основа на камата и дивиденда. Исто така, пазарната регулатива мора да биде таква да не ги доведува во подредена положба инвеститорите во однос на сите останати учесници на пазарот на капитал. Тука, во прв ред се мисли на стриктно определената постапка и правилата на однесување на самиот пазар на капитал од страна на сите учесници во неговото функционирање, како и на функционирање на современ систем на информирање во врска со операциите на пазарот на капитал и во врска со работењето на учесниците, посебно на купувачите на капиталот.

2. *Втората група* ја сочинуваат претприемачи, менаџери, сопственици, кои сакаат да го зголемат капиталот со кој работат за да остварат поголем профит. Станува збор за купувачи на капитал, кои се подготвени да платат камата или дивиденда (дел од остварениот профит) како надоместок за користење на позајмениот капитал.

Тие по пат на учество на пазарот на капитал и по пат на користење на пазарниот механизам што им стои на располагање, ги реализираат своите деловни интереси кои произлегуваат од користењето на капитал (капитал кој го немале претходно на располагање). Корисниците на капиталот можат да се јават во улога на самостојни учесници или пак во улога на соучесници заедно со еден или повеќе корисници.

3. *Третата група* ја сочинуваат посредници (банки, други финансиски институции, посреднички институции, берзи, и др.). Бројот на посредници е помал или поголем во зависност од степенот на развиеност на финансискиот систем, финансискиот пазар и посебно на пазарот на капитал.

Од аспект на бројот на посредници кои што учествуваат на пазарот на капитал (како група посредници) тие се малубројни, но, од аспект на обемот на работите што ги вршат на пазарот на капитал, посредниците се наоѓаат на првото место во однос на другите учесници на пазарот на капитал. За разлика од инвеститорите кои влијаат врз обемот на понудата на капитал и од корисниците кои влијаат врз обемот на побарувачката на капитал, посредниците на пазарот, се тие кои есенцијално делуваат врз обемот и квалитетот на трансакциите на пазарот на капитал. Посредниците на пазарот на капитал, мора да се одликуваат со одредени правила на однесување како што се: тајност, ажурност, експедитивност, деловен морал, деловна етика и др.

Во групата на посредници на пазарот на капитал спаѓаат инвестиционите банки, инвестиционите фондови, други финансиски институции како институционализирани посредници на инвеститорите и берзите како специјализирани институции на пазарот на капитал.

4. *Четвртата група* ја сочинуваат државата и државните органи како учесници, односно инвеститор и корисник на капитал, регулатори и контролори на пазарот на капитал.

Улогата на државата како инвеститор или корисник на капитал е доста важна и специфична поради тоа што државата може да биде голем инвеститор, но и голем корисник на капитал. Државата, вршејќи улога на инвеститор или корисник на капитал, во исто време се јавува и во улога на регулатор на понудата и побарувачката во вкупноста на пазарните односи на пазарот на капитал. Имено, во моменти кога на пазарот на капитал се чувствува вознемиреност поради неадекватна понуда на капитал, државата се јавува во улога на инвеститор и на тој начин делува смирувачки со што ги амортизира негативните пазарни осцилации. Обратно, кога на пазарот на капитал се јавува поголема понуда од побарувачка на капитал, државата, се јавува на пазарот во улога на корисник на капитал.⁹

Од тоа како ќе се оденесува државата на пазарот на капитал многу зависи како ќе функционира овој пазар, како ќе се развива пазарот, какво ќе биде местото, улогата и позицијата на одделни субјекти на пазарот и како ќе се однесуваат негативните тенденции и движења на пазарот на капитал. За да оствари позитивни односи и услови на тргување на пазарот на капитал, државата мора да делува објективно и неутрално (да не застапува поединечни или групни интереси), односно да не користи мерки и инструменти кои ќе имаат негативно дејство или ќе предизвика контраефекти. Регулаторната улога на државата мора да биде автономна и независна, а во исто време и ефикасна.

Државата својата улога на регулатор на односите и функционирањето на пазарот на капитал ја остварува по пат на спроведување на комплетен инструментариум кој во себе содржи:

⁹ Ова значи дека државата, со своето учество на пазарот на капитал влијае врз неговата состојба како што централната банка спроведува политика на отворен пазар на пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност.

- законска регулатива со која се регулираат сите прашања од системски карактер и се однесуваат на успешно работење на пазарот на капитал;
- формирање одредени државни или од државата овластени органи или комисии.

На пазарот, државата има уште една улога. Станува збор за улогата и функцијата на државата како контролор и ревизор. Таа улога, државата ја врши преку голем и добро организиран апарат кој што спроведува претходна и дополнителна контрола на вкупните пазарни односи и деловни операции што се вршат на пазарот на капитал.

1.4. Преглед на процесот на иницијална јавна понуда

Еден од најупотребуваните и најтестираните методи за пораст на кешот е Иницијална Јавна Понуда (ИЈП-а).¹⁰ ИЈП-а, како што и самиот збор кажува, претставува *првото продавање на акции издадени од страна на компанијата на јавноста и нивно котирање на берзата.*

Многу од луѓето што учествуваат на овој пазар се професионалци во определена област, но, многу од нив немаат комплетна слика за комплементарните дисциплини, или не го разбираат процесот во целина. Она што е заедничко за нив е потребата да обезбедат поголемо разбирање за целокупниот процес.

Сметководителите и ревизорите, можеби имаат познавања за финансискиот аспект на процесот, но можеби имаат површни или никакви познавања од областа на правото. Брокерот можеби ќе сака повеќе информации за акциите; претседателот на компанијата можеби сака дополнителни информации за аспектите на интерес на инвеститорите; шпекулативните инвеститори можеби сакаат повеќе информации за улогата на финансиските извештаи; или банкарот можеби сака да дознае како е структурирана самата трансакција. Основна потреба на главниот извршен директор на компанијата и

¹⁰ Кратенката ИЈП се однесува на Иницијална Јавна Понуда. Во овој труд ќе се користи кратенката ИЈП со цел да не се заморува читателот со целосниот назив на терминот.

членовите на тимот одговорен за ИЈП-а е комплетното разбирање особено на комплицираните теми.

Многу компании имаат потреба од многу повеќе кеш, одколку оној обезбеден преку ИЈП-а. Тоа ги враќа на берзата на секундарна понуда или на издавање на права. Емитентите не се единствени учесници кои ги зголемуваат своите средства на берзата. Постојните акционери може да одлучат да ја намалат нивната сопственост или во ИЈП-а или при секундарното нудење. Постојните акционери можат да бидат индивидуалци, ризични компании, фамилијарни компании, па дури и владата во случај на приватизација.

ИЈП-а ги зголемува фондовите, самиот процес на основање е напорна работа, вовлекува значајни временски обврски од страна на менаџментот на компанијата и советниците (инвестициони банкари, брокери и продавачи и други), и секако, не е евтин. Овие напори се во насока на зголемување на потребниот кеш по цена која ги прави среќни и продавачот и купувачот на тие акции. Авторот на овој труд смета дека е исклучително значајно да се истражуваат сите аспекти на процесот на ИЈП-а и да се утврдат клучните фактори на успех на истата, како и одговорните лица за секоја од инволвираните активности. ИЈП-а добива на популарност заради можноста, преку Интернет дистрибуирање на информации на широка јавност со многу мали трошоци. Оваа можност, исто така, претставува предизвик за оние инволвирани во високо регулираниот свет на понуди на хартии од вредност, резултирајќи во постојано менување на правилата, што го отежнува претставувањето на сите можни случаи.

Она што е интересно, а се однесува на ИЈП-и, е кога побарувачката на пазарот ќе се намали, истата се враќа повторно, но, многу посилна од порано. Сведоци сме на значајно зголемување на берзанските индекси во претходните седумдесетина години (и покрај тековната светска финансиска криза). Индексите на ИЈП-и, исто така, продолжуваат да растат, и достигнуваат нови, повисоки нивоа. Не постои тенденција дека трендот ќе се промени, иако ќе има неизбежни осцилации, помали или поголеми. Ако постои план за создавање одлична компанија, истиот би требало да привлече средства, како би можело сето тоа да се финансира. Ако дел од финансиски план има потреба од ИЈП-а, или потребно е да се користи ИЈП-а за излез, би требало да се смета дека таквата стратегија е валидна.

Под претпоставка дека нашите каматни стапки ќе бидат едноцифрени, би требало пазарот на ИЈП-и не само да се етаблира, туку и да се развива. Пример, во Америка, во текот на 1990-те години, колку и да биле ниски долгорочните каматни стапки, се појавувала поголема побарувачка за поголеми поврати традиционално ветувани од ИЈП-а. Многу инвеститори планираат, дел од нивните средства да ги инвестираат во т.н. шпекулативни инвестиции, и колку подолго примаат поврати кои се нешто над инфлацијата на нивните вкупни инвестиции, толку повеќе сакаат да го зголемат шпекулативниот дел од нивното портфолио. Инвестирањето во брзо развивачки компании, типични за ИЈП-а е одлична можност за инвеститорите.

Пред да се донесе било каква одлука потребно е да се одговори на неколку прашања. Прво, како може да се идентификуваат субјектите кои треба да бидат инволвирани во процесот на ИЈП-а? Второ, како да се одреди дали компанија е подготвена да стане јавно тргувана компанија?

Еден од најдобрите извори на информации се тие кои ја направиле нивната компанија јавна, или тие кои се во топ менаџментот на компанија која станала јавна, особено некој кој го комплетира процесот на ИЈП-а во последните неколку години. Но, не треба да се направи грешка, да се зборува или да се развие релација со само една индивидуа. Процесот на ИЈП-а е толку комплексен, толку специфичен и поразличен за секоја компанија, така што секоја индивидуа од процесот на ИЈП-а излегува со свое специфично мислење. Со трансформацијата на компанијата од приватна во јавна, се донесува животна одлука и не би требало да се донесува истата кога постои недостаток на соодветни информации или да зависи од една индивидуа и неговиот поглед на процесот. Би требало да се обезбеди доволно време за прашања, за апсорбирање на одговорите, време за повторни прашања од различни аспекти.

Пред да се започне со процесот, потребно е да се истражат клучните точки и стратегии. Откако процесот ќе започне, настаните се случуваат толку брзо, со толку многу дневни одлуки, што лесно може да се направи погрешен избор. Некои од нив може да го загорзат процесот, но многу мали грешки може да се избегнат доколку се мисли на време. Еден од најдобрите извори на неопходните информации е лице кое го поминало самиот процес. Неопходно е воспоставување на релација која се темели на доверба и разбирање. Исто така е потребна претпазливост. Не треба да се започне процесот ако компанијата не е

подготвена. Можеби претходно треба да се реализира одредено корпоративно чистење или реструктурирање - укинување на одреден оддел или сектор, или аквизиција на компатабилна подружница. Ако овие подобрувања се потребни, тогаш би требало да се обезбеди доволно време за комплетирање на овие активности. На крајот, неопходно е тимско работење, особено кога се бара мислење за исплатливоста и за можното успешно реализирање на ИЈП-а.

Голем број вообичаени понуди се донесуваат на пазарот секоја година. Како што се појавуваат различни инвеститори, исто така се појавуваат и различни посредници кои континуирано ги подобруваат своите вештини и знаења за реализирање на што поуспешни ИЈП-и. Со предноста која ја носи Интернетот, директните јавни понуди ветуваат поголем потенцијал за претприемачите. Повторно, потребно е компанијата да ги прошири своите контакти и мрежи на контакти. Стручните лица за процесот на ИЈП-а, со задоволство ќе помогнат во објаснувањето на моменталната пазарна ситуација, во идентификувањето учесници во процесот, во проценката на потенцијалот на компанијата.

Во основа, станувањето јавна компанија е процес со кој бизнисот кој е во сопственост на еден или неколку индивидуалци се конвертира во бизнис во сопственост на многумина. Тоа подразбира понуда на дел од сопственоста на компанијата на јавноста преку продажба на сопственички или должнички хартии од вредност.

За да компанијата стане јавна постојат неколку причини. Првата е да се зголеми капиталот како извор за “тековно финансирање”. Капиталот претставува “богатство со кое се тргува”. Тоа се пари инвестирани во компанијата кои овозможуваат:

- финансирање на “start up” операции,
- купување на неопходна опрема за производство,
- зголемување на залихата и на суровините и на готовите производи,
- поддршка во зголемување на примањата,
- зголемувања на тековните активности,
- поддршка на администрацијата на компанијата,
- понатамошни истражувања,
- развој на идната генерација на производи,

- предвремено отплаќање на долг, и
- зголемување на пазарното учество.

Значењето на секоја од горенаведените цели на капиталот е во насока на основната цел на зголемувањето на капиталот: *да го поддржи и да го одржи растот на компанијата*. ИЈП-а е начин да се реализира аквизиција или некоја форма на спојување. Со процесот на ИЈП-а, претприемачите конвертираат дел од сопственоста на компанијата во акции, дозволувајќи инвеститори да го купат тој дел, и со тоа почнуваат да го делат бизнисот со јавноста.

Инвеститорите се надеваат дека нивните дополнителни инвестиции ќе и обезбедат на компанијата можност за успешен раст и на тој начин зголемување на вредноста на нивниот дел во компанијата. Ова е втората фундаментална предност - *зголемување на вредноста на акцијата*. Потенцијалната парична награда - што првиот инвеститор може да ја оствари од делумно продавање на акциите на компанијата - ги прави сите останати финансиски леверици да изгледаат како „депарац“. Само неколку легални инвестиции можат да ја надминат наградата што може да ја добие првиот - оригиналниот инвеститор од успешна ИЈП-а.

За повеќето, рекапитализацијата и зголемувањето на вредноста на акциите би биле сосема доволна причина за да се борат со сè она што би се појавило на патот да се биде јавен, но компанијата може да оствари и други предности. Јавната компанија има поголем акционерски капитал, зголемувајќи ги на тој начин можностите за обезбедување на нови финансии за идните активности. Зголемувањето на вредноста на акционерскиот капитал на компанијата, како и нејзиниот „debt to equity“ коефициент¹¹ ѝ овозможува на компанијата да позајмува финансиски средства со пониска каматна стапка од традиционалните финансиски институции.

Ако цената на акциите на компанијата се движи поволно по реализацијата на ИЈП-а, компанијата исто така *може да оствари дополнителен акционерски капитал*, притоа немораќи да даде толкав процент од компанијата како што го понудила при иницијалната понуда.

¹¹ Debt to equity коефициент-от претставува мерка на финансискиот левериц на компанијата и се однесува на релативната пропорција на долгот и акционерскиот капитал во финансирањето на нејзиното работење.

Друга предност од ИПП-а е во *подобрувањето на корпоративниот имиџ на компанијата*. Јавните компании привлекуваат повеќе внимание на медиумите во финансиската заедница одколку што тоа го прават приватните компании, а публицитетот може да ја *зајакне конкурентската позиција на пазарот*. Успешна ИПП-а може поволно да влијае и на новите бизниси и за нов интерес за компанијата. Колку што компанијата е изложена на поголем публицитет, толку се поголеми шансите за нејзин успех. Како и да е, медиумите не се единствените емитенти на добри вести. За потрошувачите, добавувачите, и бизнис заедницата не е невообичаено купување на акции од ИПП-а. Ова го зголемува нивното учество во компанијата, така што нивните производи и услуги обезбедуваат конкурентска предност.

Со оглед на тоа што од јавната компанија се бара нејзините финансиски активности да бидат редовно објавувани, менаџментот има можност да обезбеди *повисок степен на јавна доверба*. Финансиските книги на компанијата се отворени за јавноста, која секогаш дозволува поголема флексибилност при позајмувањето и при директниот и при конвертабилниот долг. Дополнителна поволност на оваа политика на отворени финансиски книги, е што истата овозможува *проширување на финансиските варијации, како обврзници и приоритетни акции*.

Јавните компании секогаш *уживаат во предноста на политичката сцена*. Акционерите од различни подрачја на земјата можат да влијаат на законските одредби кои би можеле да влијаат на работењето на компанијата. Ова е реалност на сите нивоа на политичката сцена.

Освен придобивките за компанијата, од процесот на ИПП-а придобивки имаат и самите основачи на компанијата. Сите придобивки не одат само на менаџментот на компанијата туку и на пасивните основачи на компанијата, како и на службениците и на членовите на менаџмент тимот кои имаат улога во секојдневните активности на компанијата. Нивните непазарни инвестиции во нивната првобитно здрава приватна компанија се претворени во пазарни акции на јавна компанија. Акциите еднаш вреднувани за долар или помалку, во ИПП-а може да се издадат со вредност од 10 долари или повеќе по акција.¹²

¹² Ова значи дека доколку првобитната инвестиција на оригиналниот основач била, да речеме, 100 000 долари, сега, оваа инвестиција ќе вреди над 1 милион долари. Вообичаено е акциите да се продаваат 10 до 12 пати над нивната првобитна вредност, и ова е познато како Price/Earning

ИЈП-а исто така обезбедува *диверзификација на личните инвестициони портфолија на основачите*. Општо прифатена пракса е вработените во приватните компании да имаат голем износ на нивното богатство вложено во нивната компанија. ИЈП-а им овозможува на овие службеници дел од нивните инвестиции да ги претворат во ликвидни средства. Во многу случаи, вработените имаат давано позајмици на самата компанија, однапред дадени пари, или неисплатени плати. Со ИЈП-а овие долгови може да бидат вратени.

Би требало да биде очигледно, дека јавните понуди се начин на убедување (од страна на основачите) за инвестирање на јавноста. Ликвидноста на акциите, со текот на времето, обезбедува контрола на капиталните добивки. Конечно, *на основачот му е потребен колатерал како би го осигурал личниот кредит од финансиска институција*.

Основачите не се единствените кои имаат бенефити, кога компанијата станува јавна. Има дополнителни бенефити за менаџментот и другите вработени кои работат за јавната компанија. Некои средни или мали компании се надеваат да се конкурираат во нивото на платите. Во јавна компанија, опциите за акции можат да бидат атрактивен стимул за вработените, форма на плаќање наменета за менаџментот на компанијата. Платата доаѓа директно од заработката на компанијата, додека опциите за акции се плаќаат од зголемување на цената на самите акции. Опцијата за акции може да биде благослов за реализирање на активности поврзани со Интернет услугите. Во многу случаи, поголемите плати резултираат со поголеми даноци, но опциите за акции дозволуваат дел од наградата да се оданочи како долгорочна капитална добивка.

Работејќи за мала јавна компанија, менаџментот може директно да влијае на профитните маргини и пазарната вредност на компанијата. Ова, не само што може да придонесе за одредено лично задоволство, туку со самото зголемување на вредноста на акциите може да се подобри профитабилноста на менаџерот.

Плановите за издавање на опции за акции, како и плановите за издавање опции за акции на вработените се одличен стимул, како за квалитетно извршување на секојдневните работни задачи од страна на вработените, така и за регрутирање на нови, добро обучени работници. Вработените-акционери

коефициент. Кај малите ИЈП овој коефициент може да биде повисок и да изнесува 30 до 40 пати.

можат да ги следат нивните инвестиции во нивната компанија преку дневниот печат и специјализираните финансиски изданија. И, ако вработените имаат можност да обезбедат акции пред реализирање на ИПП-а, исто така ќе бидат во можност да бидат сведоци на повеќекратен финансиски поврат. Моменталното зголемување на цената на нивните акции, нема да создаде само, гордост за успехот и долгорочната лојалност, туку и побогати и посреќни вработени.

Местото каде што овој сон станува реалност е берзата- овде, компанијата може да го распредели својот профит како преку периодични дивиденди, така и преку зголемување на вредноста на акциите. Во Република Македонија овие трансакции можат да се спроведат на Македонската берза, додека во САД, тоа е Њујоршката берза (NYSE), Американската берза (AMEX), и пазарот преку шалтер (over the counter market - OTC). Во САД, NYSE и AMEX секогаш биле сметани за „големи момци“ на Wall Street. Кај нас се уште не постои пазар преку шалтер.

Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), е систем за тргување со акции кој највеќе се користи при ИПП-и. Во светот, тоа е најстаро и најголемо место за реализирање на трансакции со акции, кое стана традиционално место за понови и помали јавни компании. Името over-the-counter, потекнува од фактот што банките, остварувајќи ги останатите свои активности, во буквална смисла на зборот, продавале акции преку нејзините шалтери, по пат на преговарање на куповната и продажната цена, спротивно од продажбата по пат на аукција на NYSE и AMEX. Со текот на годините, банкарите биле заменети со брокери-дилери, кои се инкорпорирале во мрежата на купување, продавање и котирање на цени на акции, во неформална мрежа која евоулирала во денешниот поформализиран OTC пазар.¹³

Сите Американски пазари, без разлика дали станува збор за NYSE, AMEX или OTC се регулирани од страна на SEC (Securities and Exchange Commission) и федералните закони.¹⁴

¹³ Пазарот преку шалтер (over-the-counter) претставува неслужбен но регулиран пазар на хартии од вредност. На овој пазар, обично, се врши тргување со хартии од вредност кои не котираат на берзите, при што, купувачите и продавачите непосредно се спогодуваат за цените на хартиите од вредност што се предмет на купопродажба. Сите учесници на пазарот преку шалтер компјутерски се поврзани во единствен комуникационен систем.

¹⁴ SEC е основана со Законски акт 1934 година (Securities Exchange Act). Законскиот акт донесен од страна на Конгресот во 1933 година (Securities Act), имал за цел заштита на инвеститорите при јавните понуди од безкрупозни активности. Законскиот акт барал објавување на извештаи од страна на јавните компании и предвидувал прекшочни и кривични казни за

1.5. Цели при реализирање на иницијалната јавна понуда

Трите значајни заинтересирани страни во ИЈП-а се:

- емитентот (компанијата),
- продавачот и
- инвеститорот.

Имено, тие имаат комплементарни цели, но, не и идентични.

Компанијата сака: да го максимизира приносот; да изгради широка и стабилна сопственичка база; да го зголеми нејзиниот профит; да го олесни идното зголемување на фондовите и можна идна аквизиција; да се осигури дека ќе има добра ликвидност при тргувањето на секундарниот пазар; и да биде видена како пример за успешна ИЈП-а.

Продавачот, или акционерот продавач сака: да го максимизира приносот; да ја максимизира цената на акцијата; и да биде виден како учесник во успешна трансакција.

Инвеститорите сакаат да: го максимизираат повратот на вложените средства при купувањето на акциите издадени преку ИЈП-а (како на краток така и на долг рок); да обезбедат широко и диверзификувано портфолио; и да обезбедат акции во атрактивни компании кои не можат лесно да се најдат на секундарниот пазар.

Улогата на инвестиционата банка која ја менаџира или ја осигурува понудата, е да обезбеди баланс на интересите помеѓу трите страни. Една од тешкотиите која се појавува при менаџирањето од страна на инвестиционата банка е управувањето со конфликтите помеѓу емитентите и инвеститорите.

Компанијата-емитент. Целите на компанијата при основањето се како финансиски, така и нефинансиски. Компанијата ќе сака да оствари поголемо вреднување од она постигнато на секундарниот пазар. Компаниите делуваат со цел да создадат поголеми вредности за нивните акционери. Последното нешто што фирмата го посакува е нејзините први јавни акционери да загубат пари. Одржувањето на вредноста е поддржано од страна на главните долгорочни акционери. Главните долгорочни акционери не сакаат да ја продадат својата

неадекватни или неточни објавувања на материјалните факти. Секој од овие акти дополнително (покрај регулирањето на ИЈП) го регулира и тргувањето со хартии од вредност.

инвестиција, туку сакаат да видат регуларно тргување со сопствените акции, при што, ако е потребно, би можеле истите да ги продадат. Другите цели вклучуваат подобрување на профилот на компанијата, олеснување при зголемување на фондовите во иднина и можна аквизиција.

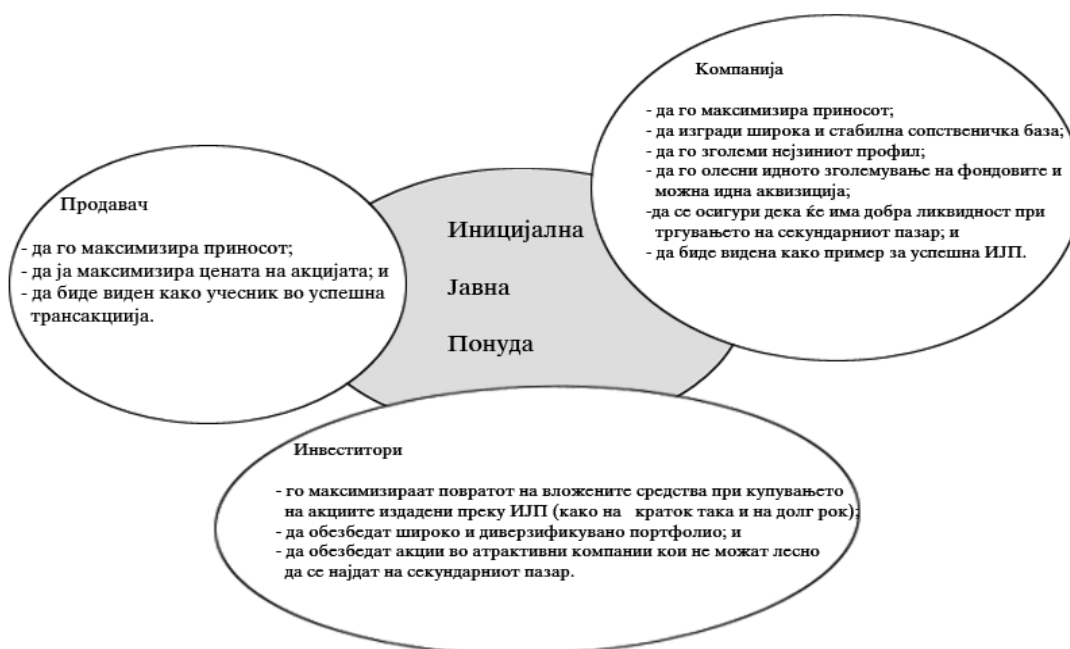
Продавачи. Компанијата може да не биде продавач на акциите во случаи кога: основачите продаваат; други инвеститори ги продаваат акциите; ризичниот капитал “излегува”; компанијата мајка ги продава своите ќерки компании; приватизација. Кога продавачот и емитентот не се една иста страна, прва цел на продавачот е да ја максимизира вредноста на неговите акции. Ова може да значи прифаќање на “ниска цена” при ИЈП-а или не продавање на некои (или сите) акции кога компанијата прв пат излегува на пазарот. Всушност, многу акционери (продавачи), не се ослободуваат од сите свои акции за време на ИЈП-а. Поради тоа, остварувањето на „јака” пазарна цена после ИЈП-а е мошне важно. Акционерите кои вложуваат во ризични акции, знаат дека е потребно најмалку уште еднаш да се појават на пазарот, доколку сакаат во потполност да ја ефектуираат вредноста на нивната инвестиција во компанијата реализирана при ИЈП-а.

Инвеститори. На крајот, инвеститорите сакаат да ја максимизираат цената на акциите по нејзината трансформација во јавна компанија. Ова би било резултат како на “традиционалната” премија на денот на отворањето, така и на континуираното јакнење на перформансите на самата компанија. ИЈП-и се идеална можност за инвеститорите да обезбедат значителен дел од компании кои не би можеле лесно да се пронајдат на секундарниот пазар. Фактот што емитентот ги плаќа сите провизии, исто така, оди во прилог на остварувањата на инвеститорот.

Се поставува прашањето што е заедничко помеѓу овие три страни на учесници особено важни за процесот на ИЈП-а? Подрачјето на преклопување е во максимизирањето на перформансите на цената на акциите на компанијата - откако ќе се појават на пазарот, што пак е резултат на добра реализација, соодветно утврдување на цената на ИЈП-а и добра ликвидност по појавувањето на пазарот. Добрата ликвидност е функција на бројот на издадени акции при ИЈП-а, бројот на пазарите каде акциите се тргуваат, истражувањето како и бројот на маркет мејкери за акциите. Има докази дека ИЈП-и во секоја земја им

обезбедува на инвеститорите моментален позитивен поврат. Во просек, ИЈП-и, првиот ден на тргување завршуваат со 16,6%¹⁵ над цената на понуда.

Слика 1. Цели при реализирање на ИЈП-а



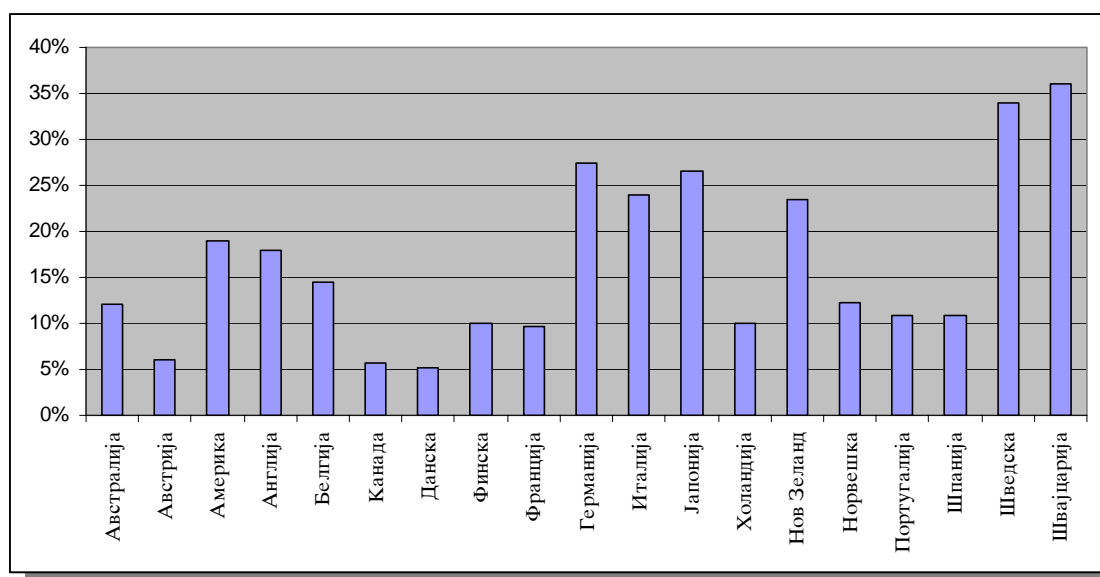
Постоењето на премија на првиот ден на тргување по реализирањето на ИЈП-а за многу водечки академици е познато како *феномен на подценување*. Емитентите и нивните инвестициони банки, ги отвараат ИЈП-и со премија од 10 до 15% на првиот ден по реализирањето на ИЈП-а (види графикон 1).

Ова потценување ги прави сите среќни - инвеститорите обезбедуваат можен поврат уште првиот ден, додека продавачите/емитентите немаат „оставено премногу пари на масата“¹⁶ (односно нереализирани акции од ИЈП-а). Во доцните деведесетти години од минатиот век, многу повеќе акции од ИЈП-и останувале нереализирани, во случаи кога млади, многу ризични компании се донесени на пазарот во раната фаза од нивниот развој.

¹⁵ Loughran et al. (1994); ажурирано од Ritter (2001)

¹⁶ Loughran T. and Ritter JR (2002) Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *Review of Financial Studies* 15: 413-444

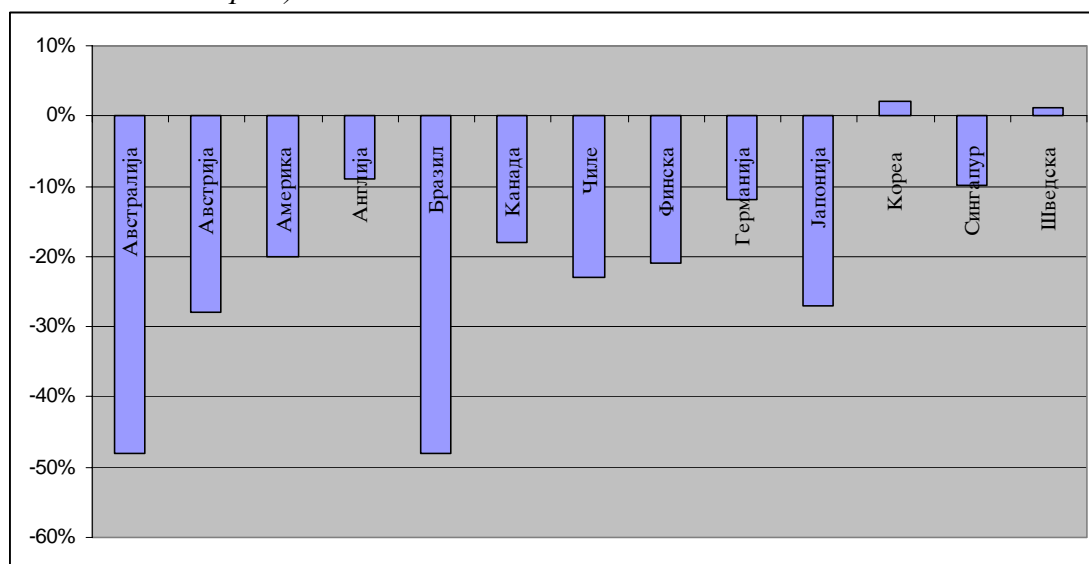
Графикон 1. ИЈП премија на прв ден на тргување



Извор: Loughran et al. (1994); ажурирано од Ritter (2001)

Краткорочниот феномен на преценетоста при ИЈП-и е интересен, бидејќи она што може да се каже за долгорочните перформанси на понудениот капитал, е дека тие имаат полоши резултати од останатите учесници на пазарот и класифицирани групи-толку спротивното од целта на ИЈП-а (види графикон 2).

Графикон 2. Долгорочно преценување на ИЈП-и (тригодишен абнормален поврат)



Извор: Barber BM and Lyon JD (1997) Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics *Journal of Financial Economics* 43: 341-371

Бројките укажуваат дека само два од 13 пазари имале долгорочен поврат на средствата што биле инвестирани при ИЈП-и. 2% во Кореа и 1,2% во Шведска. Во другите земји имаме тригодишен абнормален поврат, односно загуба.¹⁷ Она што ги држи трите инволвирани страни (продавачите, инвеститорите и емитентите) среќни, е тимот на инвестициони банкарски назначени да го менаџираат процесот. Инвестициониот банкар мора да се грижи и за емитентите, и за инвеститорите, и за аналитичарите, продавачите и трговците, и секако за своите вкупни бонуси.

1.6. Реформирање на компанијата во јавна

Компаниите реализираат ИЈП-и поради следните причини:

1. Да го зголемат капиталот за потребите на компанијата („примарна понуда”);

2. Да ги зголемат фондовите на постојните акционери, вклучувајќи ги и инвеститорите во ризичен капитал, владите - како во приватизациите („секундарна понуда”).

Термините примарна понуда или примарно издавање и секундарна понуда или секундарно издавање се најчесто употребувани за класификација на корисникот од самиот процес. Корисникот од примарната понуда е самиот издавач - кој креира и издава нови акции за продажба на јавноста. Многу ИЈП-и ги комбинираат примарните и секундарните понуди. Како и да е, треба да се знае дека на некои пазари, последователните односно сезонските понуди на акции исто така се познати и како „секундарни понуди”, независно дали примарните или секундарните акции се продадени. Така, може да има „секундарна - секундарна понуда”, каде постојните акционери ги продаваат понатаму своите акции, или „секундарна - примарна понуда”, каде се продаваат нови акции од страна на компанија веќе котирана на пазарот. Меѓутоа, општо прифатено објаснување за терминот „секундарна понуда” е за понудата која следи по ИЈП-а.

¹⁷ Barber BM and Lyon JD (1997) Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics *Journal of Financial Economics* 43: 341-371

1.6.1. Зголемување на капиталот

Компаниите кои го зголемуваат капиталот со креирање и продавање нови акции го прават тоа за да ја поправат финансиската состојба на самата компанија. *Акционерскиот капитал има две големи предности во однос на банкарските кредити и другите облици на долг: истиот не треба да биде вратен, ниту пак има потреба од задолжителни дополнителни плаќања (дивидендите се плаќаат како опција, а не како обврска и се во зависност од одлука донесена на собрание на акционери).*¹⁸

Во основа, зголемениот капитал преку ИПП-а има за цел:

- да го зголеми кешот во насока на зголемување на бизнисот на компанијата, или
- да го намали долгот на компанијата (левериџот).

Одлуката да се биде јавен за многу компании е стратешка одлука, а не само одлука за зголемување на фондовите на компанијата. Процесот на ИПП-а може да биде катализатор за развој на стратегијата на компанијата. Исто така, ИПП-а може да биде и последен чекор во финансискиот развој на компанијата. Постои методологија за развој на компанијата која кулминира во ИПП-а. Една софтверска компанија може да биде формирана во гаража чии финансиски потреби се задоволуваат со сè пософистицирани инструменти, како што е илустрирано во следниот графикон (види графикон 3 даден подолу во текстот).

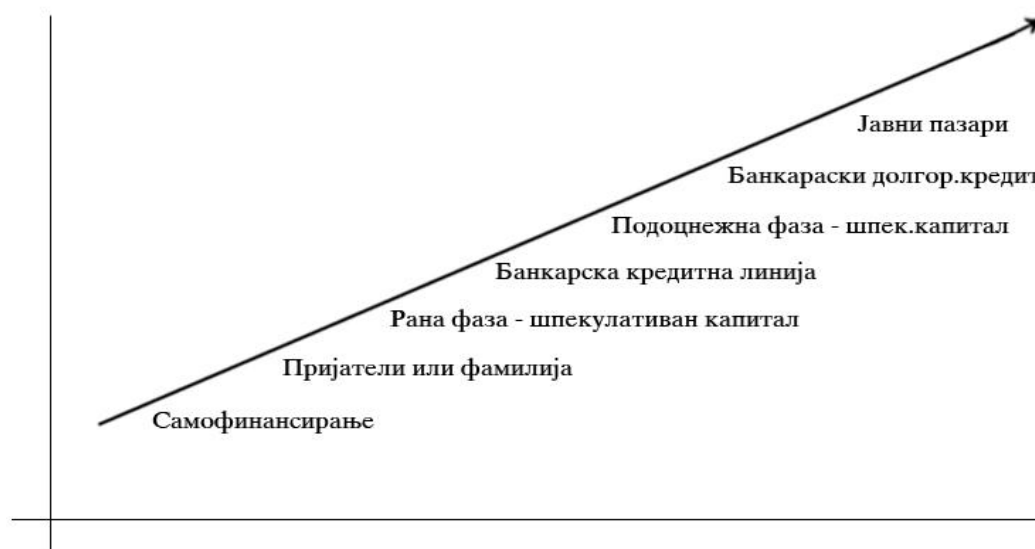
Пред јавна понуда, финансирањето на новите strat-up компании, може да се реализира на различни начини. Некои од тие начини на финансирање се во форма на удели, некои се во форма на заеми, а некои ги имаат и двете форми. Start up компаниите секогаш се финансираат во три фази: фаза на предприватно финансирање, фаза на приватно финансирање и крајна фаза – иницијална јавна понуда.

Фазата на предприватно финансирање обично е за време на формирањето на компанијата. Прво, претприемачот и можниот менаџерски тим го донесуваат бизнис планот. Ги идентификуваат клучните тимски играчи, дизајнираат

¹⁸ Дивидендата што ја носи акцијата како хартија од вредност е променлива големина. Таа во прв ред зависи од деловниот успех на претпријатието, но, исто така, зависи и од политиката на распределба на добивката на претпријатието. Ако врвниот менаџмент предложи позначајниот дел од добивката да оди за фондови и инвестирање, а собранието на акционери на претпријатието го прифати тоа, тогаш помал дел останува за дивиденди и обратно.

прототип на производ или услуга, и пожелно е, доколку се во можност, да направат значајно истражување на пазарот. Следниот чекор е законско формирање и регистрирање на компанијата, а потоа потребно е да се посвети внимание и време за планираниот бизнис и, уште поважно, на поформални процеси на зголемување на капиталот.

Графикон 3. Методологија за финансирање



Предприватното финансирање може да биде во форма на долг, сопствен капитал или комбинација на двете. Потребниот износ зависи од она што е планирано. Може да биде многу мал, неколку илјади долари, до 100.000\$ или милион \$. Средствата што ќе се обезбедат треба да бидат доволни за формирањето на компанијата, нејзиното регистрирање (законските трошоци), како и за лимитирани операции на компанијата. Исто така би требало да има средства и за покривање на трошоците за обезбедување на дополнителни средства.

Вообичаено, финансирањето при основањето на компанијата е од страна на членовите на менаџмент тимот, поблиската фамилија и пријатели. За да може компанијата законски да ги прими средствата, договорните страни треба да имаат склучено договор. На пример, претприемачот им кажува на потенцијалните инвеститори (членовите на менаџмент тимот, роднините и пријателите) за големата идеја за формирање на компанија која тие би ја

основале, но потребни се одредени средства за тоа да се реализира. За 5.000\$ (или за било кој друг износ) на потенцијалниот инвеститор ќе му биде даден договор во кој меѓу другото е наведена и процентуалната сопственост над компанијата. Врз основа на довербата на инвеститорот на намерата на претприемачот, инвеститорот се согласува да даде 5.000\$ за x проценти од компанијата. Секогаш, на основачите, кои не се во менаџмент тимот (ако има такви), им се нуди и опции за првенство на купување, со цел да го задржат и понатаму своето процентуално учество во компанијата (кај нас, согласно најновите законски прописи, не постои право на првенство на купување).

Ризикот во оваа фаза на финансирање очигледно е многу висок. Со текот на времето, компанијата можеби нема да го исполни бизнис планот или нема да реализира сеопфатно пазарно истражување; можеби нема доволно да го развие или тестира својот производ (добро или услуга); можеби нема соодветен менаџмент тим, или располага со таков менаџмент тим кој сèуште не се докажал. Сите овие неизвесности ја прават компанијата високо ризична инвестиција, и имаат влијание при утврдувањето на цената на нејзините акции или услови на долгот.¹⁹

За претприемачот, нова, чиста компанија е идеална за ИЈП-а. Од сметководствена гледна точка, нема ништо што треба да се ревидира, што значи, трошоците се сведени на минимум. Од правна перспектива, нема ништо што би ја спречило компанијата да биде јавна, секако, тоа треба да биде вметнато во одредбите и статутот на компанијата. Ако предприватното финансирање е неопходно, тогаш најдобро би било тоа да е во форма на долг со опција истиот да се претвори во акционерски капитал, со што се елиминираат многу потенцијални компликации кои би можеле да се појават при трансформацијата на компанијата.

Приватното финансирање е вториот чекор во финансиското организирање на компанијата на нејзиниот пат кон ИЈП-а. Приватното финансирање, кое се реализира во втората фаза од развојот на start up компанијата, се превзема кога првата (односно предприватната) фаза е комплетирана и во поглед на активностите на компанијата и во поглед на утврдувањето на глобалната финансиска шема на компанијата. Со текот на

¹⁹ Имајќи го предвид сето ова, би било разумно односот помеѓу вложениот капитал и очекуваната добивка да е помеѓу 5 и 20.

времето, предприватното финансирање се заокружува, и деталниот бизнис план во најголем дел би требало да биде комплетиран. Производот, доколку е нов, би требало да поминал низ фазата на дизајнирање и фазата на прототип од првата односно втората генерација. Ако компанијата е од услужниот сектор, тогаш треба да се изврши многу ограничено тестирање (кое ќе даде увид дали услугата ќе опстане на пазарот). На одредено ниво од развојот, потребно е банкарско финансирање. Ако компанијата рапидно расте, се развива, може да има потреба од дополнителен акционерски капитал, кој може да биде обезбеден од шпекулативни или институционални инвеститори. Конечно, компанијата оди на јавни пазари за да ги финансира следните развојни нивоа. Кога размислува за ИЈП-а, компанијата мора критички да се преиспита дали навистина е подготвена за продажба на своите акции на јавноста. Како рефлексивна, компанијата може да одлучи да ги зголеми своите фондови преку алтернативни извори - било преку подоцнежна фаза со шпекулативен капитал или преку долгорочни банкарски кредити.

1.6.2. Причини за продажба на сопственоста од страна на постојни акционери

Постојат бројни причини зошто постојните акционери можеби ќе сакаат да продадат дел или цела своја сопственост преку флотација (пуштање на акциите во оптек). Како што претходно беше напоменато, на некои пазари, продажбата од страна на постојни акционери се смета како секундарна понуда. При секундарната понуда, нема продавање на новоиздадени акции и компанијата не прима кеш. Со исклучок на приватизацијата, само неколку ИЈП-и се чисто секундарни нудења. Причини за секундарна продажба може да бидат:

1. Продажба од страна на постојниот сопственик на компанијата:
 - Наследство
 - Даночни и други лични причини
 - „Впаричување”
2. Продажба од страна на професионални инвеститори
 - Шпекулативни инвеститори и приватни инвеститори бараат „излез”
 - Купената компанија со позајмени средства остварува приходи помали од каматата на позајмените средства - Reverse leverage buy-outs (LBOs).

3. Средства барани од страна на компанија “мајка”/главен акционер
 - Оттуѓување на дел од компанијата
 - Формирање на фирма „ќерка”
4. Трансформирање на приватна компанија во јавно акционерско друштво
5. Приватизација на претпријатија во државна сопственост

Може да се случи продажба на акциите од страна на постојниот сопственик на компанијата. Инвеститорите многу внимателно ги разгледуваат причините за продажба на акциите од страна на менаџмент групата која ја основала компанијата.²⁰ Како причини за продажба на акциите може да се наведат следните фактори:

Наследство. Наследството е причина за пуштање во оптек на нови акции кај многу мали и средни компании. Пуштањето во оптек на нови акции, како резултат на наследство, се зголеми за време на доцните 1990-те години, особено во континентална Европа. Ако помладите членови на фамилијата – сопственик на компанијата не се заинтересирани, или не се способни за бизнис, сопственикот можеби ќе ја продаде компанијата. Многу сопственици преферираат вработување на професионални (нефамилијарни) менаџери кои ќе раководаат со компанијата, отколку продавање на компанијата на конкуренцијата.

Даночни причини. За да го поттикнат развојот на сопствените пазари на капитал, голем број земји воведоа понизок, повластен даночен третман за компаниите кои котираат на берзата. Следните примери говорат за тоа: Во 1994-та година, Италијанската влада промовирала даночни олеснувања за оние Италијански компании кои ќе станат јавни. Даночната стапка на годишниот доходот на новокотирани мали и средни компании кои издаваат нови акции била намалена од 50% на 21%. Во 1997-та година, даночната стапка на годишниот доход за овие компании била намалена на 19%. Во натамошниот напор за привлекување на компании, особено мали и средни компании, да станат јавни, 19 % даночната стапка била намалена на 7% за 3 години.

²⁰ Dhillon US, Raman K. and Ramirez GG (1999) Does it matter who sells at the initial public offering: IPO pricing and secondary share sales.

Инвеститорите знаат дека овие инсајдери имаат подобри познавања за бизнисот и неговата перспектива од било кој друг, и оправдано се сомневаат при секое продавање на акции од страна на основачите на компанијата.

Независно од намалувањето на даночната стапка, со отварањето на пазарот за помали компании, ИПП-и во Италија од 1998 година па наваму пораснале.²¹ Во Јануари 2002-та, Германската влада го укинала данокот на капитална добивка во висина од 50%, реализирана од компании кои продавале свои удели во други компании. Овие вкрстени-акционери биле главна карактеристика на Германската економија. Укинувањето на данокот, требало да резултира во зголемување на секундарните понуди, како компаниите би го избегнале комплицираното вкрстено-акционерство и би се фокусирале на нивниот главен бизнис. Промената во законот била објавена околу 18 месеци однапред, што довело до драматичен пораст на издавање на конвертабилни обврзници во Германија. Конвертабилна обврзница е обврзница издадена од компанија која е разменлива за акции од истата или друга компанија како опција-можност, но не и обврска на имателот на обврзницата.²²

“Впаричување”. Голема реткост претставува ИПП-а која целосно е составена од продажба на акции од страна на основачите на компанијата. Инвеститорите, со право, се извонредно сомнителни. Кој подобро ги знае идните перспективи на компанијата отколку нејзините основачи и менаџери? Ако тие „впаричуваат”, потенцијалните инвеститори би се запрашале што всушност е на повидок, што ја очекува компанијата во иднина? Кога основачите сакаат да ги продадат своите акции, водечката инвестициона банка ќе ги натера, продажбата на нивните акции да ја комбинираат со издавање на нови акции во насока на зголемување на капиталот на компанијата, и обично нема да им дозволи да ги продадат сите свои акции одеднаш. Ова помага во обезбедувањето на определена сигурност дека интересите на основачите се усогласени со оние на новите акционери на компанијата.

Основачите и менаџерите можат да имаат корист од ИПП-а, дури и кога не продаваат акции во понудата. *Колатералната вредност на акциите на една јавна компанија е многу поголема од онаа на приватната компанија.* Така, основачот може да позајми поголема сума на пари користејќи ги неговите акции како обезбедување (колатерал).

²¹ Arosio R, Giudici G and Paleari S (2000) What drives the initial market performance of Italian IPOs? An empirical investigation on underpricing and price support. Working paper, Politecnico di Milano

²² Можноста за конверзија на издадените конвертабилни обврзници била така структурирана да имателите на овие обврзници не можеле да ги конвентираат своите обврзници за акции пред први јануари 2002 година. Оттаму емитентите на обврзници го одбегнале данокот на капитална добивка, но можеле да ги впаричат нивните инвестиции пред промената.

Мнозинството акционери, независно дали се компании, шпекулативни инвеститори или добротворни организации можат да имаат различни причини за продавање на дел или на сите акции во компаниите при ИЈП-а или при секундарна понуда. Почнувајќи од 1980-те, инвеститорите имале значаен поврат од инвестирањето во одредени компании.

Шпекулативните капиталисти и приватните инвеститори никогаш не се долгорочни акционери. Повеќето од нив имаат таргетиран временски хоризонт од 3 до 7 години од датумот на инвестирање за “излез”. Ако пазарите на капитал се поволни, пуштањето во оптек може да ги максимизира нивните поврати. Конечно, акционерите можат да бараат диверзификација за да го редуцираат ризикот или зголемат приходот. Причината за продавање на дел од акциите може да биде и резултат на зголемување на капиталот за акционерите/компанијата „мајка”. Ова доведува до продажба на средства, акции и дезинтегрирање (расформирање на компаниите) преку:

Добротворни организации: диверзифицирани инвестиции. Како што основачот ја продава компанијата за да го впаричи својот труд од минатите години или заради планирање на недвижностите, компаниите или сопствениците на фондациите можат да одлучат дека тие повеќе не сакаат нивното вкупно богатство да биде “замрзнато” во компанијата. Со продавање на дел, сопственикот е во состојба да ги диверзифицира своите инвестиции.²³

Отгуѓување на дел од компанијата, формирање „ќерка” компанија и дезинтеграција на компанијата. Отгуѓување на дел од компанијата, формирање „ќерка” компанија и дезинтеграција на компанијата станале популарни на многу пазари во 1990-те години. Како што претходно беше истакнато, инвеститорите настојувале да „излезат” од одредени компании. Оние компании кои имале повеќе од еден главен (core) бизнис, или имале поврзани бизниси кои се развивале побрзо од главниот-(core) бизнис, многу повеќе го привлекувале вниманието на инвеститорите.²⁴

²³ Кај една од напознатите ИЈП во 1950-те, Ford Foundation продал значаен дел во Ford Motor Company на Њујоршката берза. Ford Foundation продолжил да држи значаен дел од компанијата (околу 40%) од акциите со право на глас во Ford. Со овој процес компанијата била во можност да финансира во широка лепеза на акции и да ги финансира нејзините донации.

²⁴ Некои големи, добро познати компании, особено во Интернет секторот, станале јавни токму како резултат на одделување и продавање на дел од мајката компанија: CompuServe (од H&R Block); Expedia (од Microsoft); Freeserve (од Dixons); и McAfee (од Network Associates). За време на бумот (меурот), неколку вакви компании ќерки биле вреднувани повеќе од нивните мајки компании.

Компанијата може да продаде дел од акциите на своите подружници на јавноста. Средствата добиени на таков начин можат да останат кај акционерот - продавач или, со тие средства да се финансира нова независна бизнис операција. Со продажбата на дел од компанијата, односно на „ќерката“, компанија ги зголемува парите на „мајката“ компанија и ја утврдува цената на подружницата.

Табела 1. *Што се случува со оттуѓените компании? Пропорции од средствата оставени од „мајката“ компанија во своите подружници во Америка*

Аквизација или спојување	39%
Откуп од “мајката” компанија	11%
Декотирање	3%
Независни	31%
Контролирани од страна на “мајката” компанија	
50 - 75% сопственост	8%
25 - 50% сопственост	8%

Извор: Истражување спроведено од страна на консултантската куќа McKinsey & Co. Ова истражување констатирало дека помалку од 10% од оттуѓувањата, после 5 години, се уште се контролирани од страна на нивните мајки компании (компаниии со повеќе од 50% сопственост). Според истото истражување, околу 31% од мајките компании располагаат со помалку од 25% од вкупниот број на издадени акции.

Кај повеќе од 50% оттуѓувања, продадени биле помалку од 30% од капиталот на подружниците.

Отуѓување на дел од компанијата, формирање „ќерка“ компанија и дезинтеграција на компанијата се случува поради тоа што:

1. Одделот/подружницата несоодејствува со стратегијата на “мајката” компанија или одделот е во различен сектор од “мајката” компанија и можеби повеќе би се вреднувала како одделна инвестиција отколку како дел од група;
2. „Мајката” компанија е многу задолжена и има потреба од зголемување на свеж капитал за отплата на долгот;
3. „Мајката” компанија ја следи регуларната политика на оттуѓување со цел да ја максимизира вредноста на акционерите;

4. „Мајката” компанија продава дел од странски оддел/подружница на странски пазар на локални инвеститори.

Покрај зголемувањето на парите за „мајката” компанија, бенефитот од оттуѓувањето вклучува и зголемување на информациите за акционерите а кои се однесуваат на одделот/подружницата, и зголемување на менаџерските одговорности, фокусирања и иницијативи. Инвеститорите обично веруваат дека, подружниците ќе делуваат подобро, и поради тоа вредноста на инвестицијата од страна на „мајката” ќе порасне.

Дезинтеграција на компанијата. Подраматичен потег е комплетна дезинтеграција-одделување на подружницата од својата „мајка” компанија. Дезинтеграцијата не претставува создавање/креирање на нов капитал ниту за „мајката” компанија ниту за подружницата. При дезинтеграцијата, постојниот бизнис се дели на две нови, одделно котиран компаниии. Инвеститорите, во новите две одделни независни компаниии, ја задржуваат истата пропорција на интерес/сопственост како и во првобитната компанија. Дезинтеграциите можат да влијаат на привремено намалување на притисокот на акциите на дезинтегрираната компанија, ако инвеститорите, кои не се заинтересирани за новата независна компанија, ги продадат нивните акции на берзата. Следниот пример говори за влијанието на дезинтеграциите: Кога гермаскиот фармцевски гигант Hoechst се споил со France’Rhone Poulenc, менаџментот на новата компанија се подготвувал да ја дезинтегрира подружницата на Hoechst во хемискиот бизнис, и да ја формира Celanese. На акционерите на Hoechst им било понудено една акција на Celanese за секои 10 акции на Hoechst. За инвеститорите кои не биле заинтересирани за чување на акциите од Celanese, Hoechst организирал bookbuilding (евидентирање на заинтересираните), процес менаџиран од CSFB и Dresdner Kleinwort Benson. Акционерите имале 10 дена во Октомври 1999-та година да одлучат дали да ги задржат новите акции или истите да ги продадат.²⁵ Дезинтеграциите не успеваат секогаш. Ако дезинтегрираните компаниии се многу мали, тогаш цената на акциите на новоформираните компаниии може многу да се намали. Пример кој корелира со овој контекст, претставува компанијата Hillsdown Holdings, која со

²⁵ Со понудената можност за продажба, преку барање на нови инвеститори преку процесот на bookbuilding, Hoechst помогнал во превенција на можно намалување на иницијалната пазарна цена на акциите на Celanese.

преддезинтеграционата капитализација од 800 милиони фунти, се подели на три дела. Шест месеци подоцна, трите компании заедно вределе околу 725 милиони фунти.

Многу компании во својата рана фаза од развојот се подржани од страна на шпекулативен капитал или од приватен капитал. Овие финансиски инвеститори вообичаено настојуваат да ги впаричат своите инвестиции (да излезат од нив) во период од 3 до 7 години. Дезинтеграцијата секогаш е оптимален метод за максимизирање на приносите, иако продажбата на стратешки инвеститор, исто така е доста вообичаено.

Шпекулативните инвеститори се такви инвеститори кои бараат нови компании или компании во рана фаза од својот развој. Шпекулативните инвеститори и инвеститорите на приватниот капитал вообичаено ги контролираат своите инвестиции многу повеќе отколку портфолио инвеститорот во јавно котираните компании. Искусните шпекулативни инвеститори обезбедуваат многу повеќе отколку само средства - обезбедуваат совет, контакти во индустријата, знаење за тоа кога и како да се реализира ИЈП-а. Повеќе фондови се организирани како лимитирани партнерства со генерални партнери кои делуваат како менаџери на фондовите и контролори на инвестициите, односно, го заземаат местото во одборот на директори на инвестиционите компании. **Продажбата од страна на професионални инвеститори може да се одвива преку:**

Reverse LBO's. Leverage buy-outs (LBO's) претставува купување на компании или делови од нив користејќи високо учество на долг за да се финасира таа аквизиција.²⁶ Како и шпекулативните инвеститори, така и купувачите кои користат приватен капитал за својата инвестиција бараат излез за период од 3 до 7 години. Излезот може да биде или преку продажба на бизнисот на стратешки купувач, или преку ИЈП-а. *Reverse LBO's е процес со помош на кој купената компанија со долг (која остварува приходи помали од каматата на позајмените средства) се носи на берза со помош на ИЈП-а.* ИЈП-а секогаш е прва од неколкуте понуди на капитал потребни пред подржувачите (оние кои ја купиле компанијата со долг/кредит) на компанијата да ја продадат 100% својата инвестиција во компанијата. Подржувачите на

²⁶ Овој долг всушност претставува приватен капитал, иако во Европа често се нарекува и шпекулативен капитал.

компанијата секогаш ќе прифатат пониска цена во ИЈП-а отколку што би можеле да ја добијат на друг начин со цел да ја максимизираат цената на акцијата на долг рок.

„Претставување“ е термин кој се употребува во Англија кога акциите на компанијата се котираат на берза, но без зголемување на средствата, ниту за компанијата, ниту за акционерите кои ги продаваат своите акции.²⁷ Претставувањето може да се појави кога компанијата одлучува да ги котира и дистрибуира акциите на нејзините членови или подржувачи, или кога компанијата, веќе котирана на берзата, бара котирање на странски пазар. Друга значајна причина за претставување е дезинтеграција на компанијата. Како значајна причина за продажба на акциите се смета трансформацијата на компанијата од приватна сопственост во јавно акционерско друштво.

Приватизации. Приватизациите (продажба на компаниите во сопственост на државата) се специјална форма на продажба од страна на постојните акционери.²⁸ Приватизациите може да бидат начин на понуда на акции кои ќе придонесат за развој на пазарот на капитал во одделни земји различни од оние како Англија, Чиле, Германија и Малезија.

Поттикнати од почетниот успех на голема приватизациона понуда во Англија, (British Telecom, British Gas, British Airways, ВАА и др.), владите ширум светот станале иницијатори на поголеми ИЈП-и и секундарни понуди. Приватизациите како начин на јавна понуда на акции биле значаен водич во растот и развојот на меѓународните понуди на капитал. Продажба на 3,9 милијарди фунти акции од ВТ, кон крајот на 1984-та година, претставувала преседан во меѓународните понуди. За добро да се разберат приватизациите потребно е да се одговори на прашањето кои се целите на приватизациите? Продажбата на државните компании на инвеститори треба да исполни повеќе цели за владата:

- Зголемување на средствата на трезорската сметка;
- Наметнување на дисциплина при работата на менаџментот и вработените – а оттука и зголемување на ефикасноста и услугите за потрошувачите;

²⁷ Ова не е вистинска ИЈП, но многу од документацијата, рекламата, како и целите се слични.

²⁸ Покрај целите при продавањето од страна на акционерите, тука постојат и политички цели. Политичките цели, можат, но не мораат да бидат во конфликт со целите на компанијата или на инвеститорите, но секогаш ќе ја направат работата на инвестиционите банкири многу потешка.

- Негување на акционерска демократија;
- Обезбедување на гласови за постојната влада (иако ова не е експлицитно наведено).

Приватизацијата во земјите како Англија и Чиле, во голем дел била водена од идеолошки причини. Англиската влада на Маргарет Тачер била против државната сопственост. Истотака, било утврдено дека неефикасноста во делувањето на компаниите како British Telecom, British Gas и други би било невозможно да се отстранат доколку останат во државна сопственост. Ова значи дека, многу приватизации во Англија се реализирале со цел подобрување во делувањето, во годините кои следат откако станале јавни.

Во многу други земји, приватизациите се случуваат едноставно поради тоа што владата има потреба од средства. Во Европа намалувањето на долгот на владата на ниво под она кое што е наметнато со договорот од Мастрихт за влез во монетарната унија²⁹, придонесе за големи понуди во средината на доцните 1990-ти години. Конечно, многу влади сакаа да *креираат* „акционерска демократија“. Некои веруваа дека успехот од првата понуда на Deutsche Telecom во 1996-та година го зголеми интересот во Германија за пазарот на капитал и индиректно го подржа развојот на пазарот за мали компании по неговото основање во 1997-та година (види табела 2).

Приватизацијата била неверојатно успешна во зголемувањето на фондовите. Вкупно, преку приватизацијата се реализирале повеќе од 835 милијарди \$ за време на 90-те години од минатиот век, додека преку берзански иницијални или следни понуди се реализирало околу 500 милијарди \$. Треба да се истакне дека 11% од ИПП-и меѓу 1992-та и 1999-та година биле приватизации³⁰, но повеќето приватизации, вредносно се многу големи.

Всушност, 19 најголеми и 27 од 30 понуди на обични акции, воопшто-историски, биле приватизации. Прво во Англија, а потоа во целиот свет, приватизацијата реализирала некои од најголемите евидентирани понуди.

²⁹ Меѓу останатите услови кои државите-членки на Европската монетарна унија треба да ги исполнат за влегување во евро зоната се: националниот буџетски дефицит да не надминува 3% од БДП, а јавниот долг не смее да надминува 60% од БДП на државата-членка.

³⁰ Ljunqvist et al., 2002

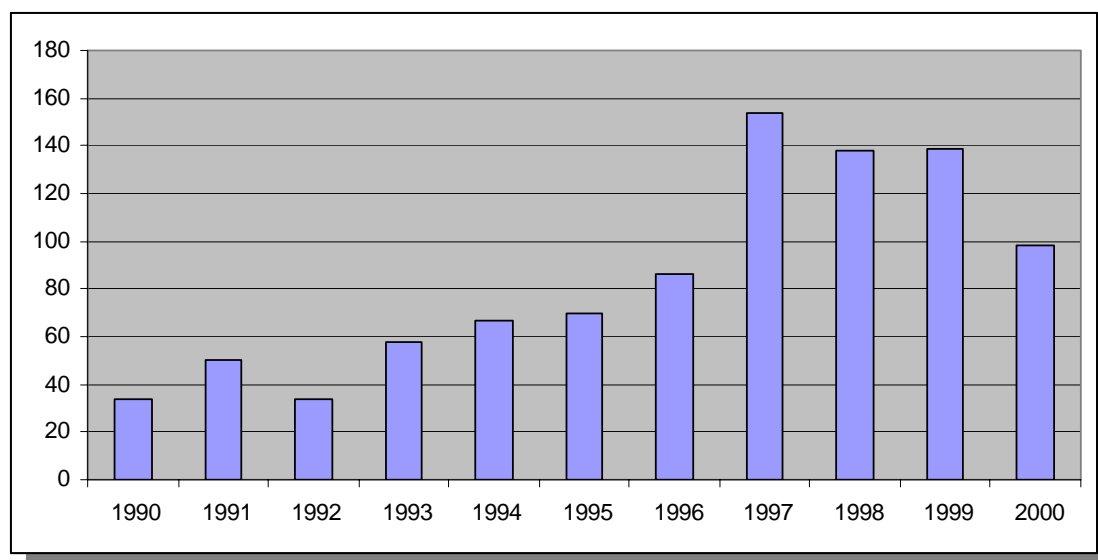
Табела 2. Најголеми приватизации (ИЈП-и) до 2000 година

Бр.	Датум	Компанија	Земја	Износ (милиони \$)
1.	Ное-99	ENEL	Италија	18.900
2.	Окт-98	NTT DoCoMo	Јапонија	18.000
3.	Фев-87	NTT	Јапонија	15.097
4.	Ное-96	Deutsche Telekom	Германија	13.330
5.	Ное-97	Telstra	Австралија	10.530
6.	Дек-90	Regional Elek. Companies	Англилја	9.995
7.	Дек-89	UK Water Authorities	Англилја	8.679
8.	Дек-86	British Gas	Англилја	8.012
9.	Окт-93	Japan Railroad East	Јапонија	7.312
10.	Окт-97	France Telecom	Франција	7.080

Извор: Megginson, Nash, Netter, Swartz (2000)

Во времето на нејзина реализација, ENEL била најголема приватизација или понуда на акции во светот.³¹

Графикон 4. Обем на глобална приватизација (во милијарди \$) до 2000 година



Извор: OECD Financial Market Trends No.79, Juni 2001.

При реализацијата на приватизационите понуди, владата се соочува со неколку меѓусебно поврзани одлуки: како да ја пренесе контролата, како да ја утврди цената на понудата, и како да ги алоцира акциите. Ова не се различни цели од корпоративните ИЈП-и, меѓутоа, владите се соочуваат и со

³¹ Ова вклучуваше и пораст од 18 милјарди евра во државниот трезор во Италија, со продажба на 35% од својата сопственост во Enel, производител и снабдувач со електрична енергија, во Октомври 1999-та година.

дополнителен - политички фактор. При утврдувањето на цената, многу влади, со цел да ја охрабрат класата “акционери”, приватизацијата ќе ја реализираат по пониска цена, и покрај сознанието дека истата би можеле да ја реализираат и по повисока цена.

Одлуката за алокација на средствата не е поврзана само со наградување на оние инвеститори кои покажале најголем интерес по највисока цена, туку и дали ќе се фаворизира или не, една група инвеститори наспроти друга (пр. население наспроти институционални инвеститори, домашни наспроти странски инвеститори и сл.). Изборот на водечки менаџер на процесот на приватизација секогаш е деликатен – дали владата да земе интернационална инвестициона банка со глобална дистрибуција, или би требало да одбере локална банка, со цел да создаде локален шампион? Приватизацијата подразбира голема документација, како би можела, владата што продава, да докаже дека остварува средства од самиот процес. Пример, Англиската National Audit Office (NAO) ја контролира секоја приватизација и продажба на државни акции со цел да потврди дека владата ја постигнала најдобрата можна цена со најниски провизии.

Како и да е, ова не се однесува на сите приватизации, и поради тоа, инвеститорите мораат да посветат исто внимание како и при купувањето на акции од корпоративните ИЈП-и. Еден инвестиционен банкар рекол: “Кога продавач е владата, таа мора да ја усогласува потребата - луѓето кои инвестираат да ги направи среќни, со принципиелната должност кон остатокот на земјата, да ги продаде средствата според нивната реална вредност. При овој обем на приватизација (приватизацијата на ENEL во Октомври 1999) дури и само 1% разлика во цената е доста значајно. Тоа вреди многу болници и патишта.”³²

1.7. Предности и недостатоци на јавните компании

1.7.1. Предности на јавните компании

Предностите да се биде “јавен” вклучуваат:

³² Caplen et al., 2000.

1. Ликвидност и зголемена цена на акцијата;
2. Мотивирање на менаџментот и вработените;
3. Зголемен имиџ/престиж;
4. Пристап до алтернативни извори на капитал; и
5. Дополнителни бенефити.

➤ **Ликвидност и зголемена цена на акцијата**

Компаниите кои котираат на берза, во основа вредат повеќе отколку слични компании кои што се во приватна сопственост. Информациите содржани во проспектот на ИЈП-а и дополнителните годишни извештаи ја намалуваат несигурноста околу остварувањата, а оттука и зголемување на вредноста на самата компанија.

Понатаму, инвеститорите се спремни да платат премија за ликвидност: можноста лесно да купат или да продадат акции. Приватните компании имаат ограничена или немаат воопшто никаква ликвидност. Премијата за ликвидност се менува низ текот на времето и економските услови, но логично, треба да биде во рамки од 30%. Ова значи дека ако постојат две идентични компании, една котирана а другата не, при што, котираната компанија би требало да вреди околу 30% повеќе отколку приватната компанија.

➤ **Мотивирање на менаџментот и вработените**

Употребата на поттикнувачките опции (кои произлегуваат од акциите) како и бонуси (кои исто така произлегуваат од акциите) за привлекување и задржување на вниманието и на вработените и на менаџментот, е многу практикувана, особено во Америка и Англија. Доделувањето на акции - базирани на награди и сопственост на менаџментот и вработените, повеќе било можно во јавните компании споредено со приватните компании. Менаџментот и вработените во јавните компании, резултатите од нивните напори врз цената на акцијата можеле да ја видат многу побрзо.

➤ **Зголемување на имиџот/престижот**

Значаен, но неопислив, бенефит од котацијата е зголеменото осознавање за компанијата преку тековни известувања на берзата или Комисијата за хартии од вредност. Многумина веруваат дека тоа е значаен престиж во управувањето

и работењето на јавно котирана компанија. Ова оди кон вработување и задржување на високо квалитетни работници.

Котацијата може да донесе маркетиншки бенефити, со тоа што може да придонесе компанијата да изгледа појака и позначајна. Известувањата за јавните компании обично се поголеми од оние за приватните компании.

“Кога и добрите и лошите вести мораа да бидат објавени за да им овозможат на инвеститорите да донесат одлуки врз база на квалитетни информации, јавната компанија која добро работи и забележува успеси може да добие значаен углед кој што може да го искористи за бенефит кој неможе да се измери, на многу начини. Колку што името, производите или услугите на компанијата се попознати, толку полесно се приметуваат не само од инвеститорите, туку и од потрошувачите и понудувачите, кои секогаш сакаат да работат со добро познати компании.”³³

➤ **Пристап до алтернативни извори на капитал**

Друг бенефит кој се припишува на ИПП-а е *можноста да се добие пристап до алтернативни извори на капитал во иднина*. Котираните компании секогаш се во можност да ги зголемат своите средства, потребни за развој, многу полесно и под подобри пазарни услови отколку приватните компании со слична големина. Јавниот пазар на кредити е подостапен за котираните компании на берза, отколку некотираните компании.

Понатаму, да се биде јавен, во основа го подобрува коефициентот долг/акционерски капитал (debt/equity), и со тоа, во иднина, може да се придонесе за понатамошно задолжување под подобри услови. Една студија на Pagano et al. (1998) утврдила дека италијанските компании кои станале јавни, биле во можност, по нивната ИПП-и, да позајмуваат поевтино. Истата студија утврдила дека голем број банки се склони кон позајмување на компании кои пораснале по ИПП-а.

➤ **Дополнителни бенефити**

Процесот на котација, секогаш го тера менаџментот на компанијата да креира јасна бизнис стратегија. Ова, секако дека треба да биде од голема корист за идниот успех на компанијата.

³³ Garner et al., 1994: 17

Антиципирањето на јавната сопственост, упатува на подобрување на менаџментот и финансиската структура на многу компании. Брзото развивање на средни компании често придонесува за занемарување на формалните структури кои би помогнале во нивните обиди да станат големи компании.

1.7.2 Недостатоци на јавните компании

Претприемачот може лесно да се „занесе“ од можноста за потенцијални огромни бенефити доколку компанијата ја трансформира во јавна. Ова е само дел од приказната. Познавањето на позитивните и негативните страни на процесот ќе обезбеди подобра подготовка на индивидуалците или групите кои имаат намера да реализираат еден ваков многу значаен процес.

Јавната понуда носи некои недостатоци, иако секоја компанија различно истите ги толкува. Некои од недостатоците да се биде јавен се следните:

1. Зголемени информации (обелоденување, одговорност);
2. Трошоци на ИЈП-и;
3. Можни рестрикции во управувањето;
4. Можната загуба на контрола;
5. Краткорочни перцепции; и
6. Работа со институционални инвеститори (исполнување на очекувањата на инвеститорите).

➤ Зголемени информации

Кога компанијата се трансформира од приватна во јавна, многу брзо расте бројот на луѓе кои имаат пристап до нејзините финансиски документи. Ова може да биде огромен шок за постојните акционери, не само поради известувањата за резултатите на компанијата, туку и за известувањата околу платите и погодностите на менаџментот, што предизвикува голем интерес во дневните весници.

Од оперативна гледна точка, компанијата мора да ги открие нејзините маркетиншки методи и да ги посочи областите каде таа ќе се насочи, вклучувајќи ги и писмените нарачки, директните продажби, претставниците, дистрибутерите и др. Во повеќето случаи, мора да обезбеди податоци за тоа

како се дефинирани нејзините пазарни подрачја, бројот на продавачи, продажби по области, и продажба на специфични производи. Иако може да изгледа како огромна загуба на доверливоста, повеќето инвеститори, конкуренти, вработени, синдикати, добавувачи, како и потрошувачите, имаат мал интерес за трошење на време и напор потребни за да дојдат до тие информации.

Многу претприемачи, овој вид информации за продажбата и маркетингот, го сметаат за “свет”. Но, ретко, ваквите финансиски и статистички обелоденувања имале некакво штетно влијание врз активностите на компанијата. Обично, цената што компанијата ја плаќа за нејзините производи или услуги, цената на материјалите, и надоместоците за вработените се водени од пазарни сили, а не се под влијание на финансиските обелоденувања.

Основната причина за ваквите обелоденувања е заштита на акционерите, како и да се види дали менаџментот на компанијата ги исполнува своите обврски на најдобар можен начин. *Во приватна компанија, парите и ризикот се на сопствениците на компанијата, но кај јавната компанија, парите и ризикот се на акционерите.* Поради тоа потребни се и квартални, полугодишни и годишни финансиски извештаи. Компанијата која се трансформира од приватна во јавна, мора да обелоденува финансиски податоци, како продажба, профитни маргини, позиција на компанијата во споредба со конкуренцијата, конкурентски предности, и надоместоците на вработените и директорите.

Од компаниите, од страна на берзата, комисијата за хартии од вредност и другите регулатори, се бара известување на редовна основа, така да постојните и потенцијалните инвеститори можат да донесат правилна одлука за купување, продавање или држење на акциите.

Барањата за информации варираат од земја до земја. Оние земји со големи берзи, слични на нивните економии, логично имаат најголеми барања за информации (пр. во Австралија, Канада, Америка, Англија). Развојот на ефикасни пазари на капитал во Централна и Источна Европа делумно бил попречен од неволноста на менаџерите на компаниите да даваат информации за активноста и резултатите на нивните компании.

Меѓутоа не е сè така лошо. Votosan (1997) утврдил дека *зголемените информации можат да влијаат на намалување на трошоците на капиталот. Со намалување на трошоците на капиталот, компанијата може: да*

инвестира во повеќе проекти, поевтино да го зголемува капиталот, и да ја зголеми вредноста на самиот капитал.

Одговорноста мора да се смета како начин на работа и обелоденување на нивните внатрешни трансакции, кои обично се трансакции на монетарна вредност помеѓу компанијата и нејзините вработени или директори. Обелоденувањето на одговорноста се реализира секој квартал, сè додека компанијата постои. Како резултат на тоа, менаџментот треба внимателно да ги анализира сите внатрешни активности на континуирана основа. Компаниите мора да ги откријат имињата на сите одговорни лица, кои би можеле да бидат во допир со внатрешните информации за активностите на компанијата. Компанијата мора да ја обелодени секоја информација во врска со евентуални промени во менаџментот, промени во профитот, планираната продажба на компанијата, или на било кој друг фактор што би можел да влијае на цената на акциите на компанијата. Терминот „инсајдер” се користи независно од индивидуалниот статус на голем акционер. Од ваквите инсајдери се бара да доставуваат редовни и вонредни извештаи до Комисијата за хартии од вредност за бројот на акциите кои тие ги поседуваат, како и за активностите околу тргувањето со акциите на компанијата. Особено, менаџментот на компанијата мора да ги обелоденува купувањата и продажбата на акциите на компанијата. Ако не го стори тоа, ќе биде предмет на ригорозни казни од страна на КХВ, која истото ќе го оквалификува како злоупотреба на позиција и авторитет.

Дури и најневината продажба на акции од страна на управителот/директорот може да биде погрешно интерпретирана од аналитичарите, ако причините за таа продажба не се објавени.

Одговорно обелоденување, исто така може да влијае на менаџерските дневни одлуки. Компаниите, имаат тенденција, доколку е можно, да не ги обелоденуваат своите долгорочни или краткорочни цели, кои можеби би имале бенефит за компанијата, но негативно би влијаеле на цената на акциите. Главните извршни директори се под постојан притисок, и од внатре во компанијата и од надвор, за да се задржат високите стапки на развој. Со оглед на обврската за квартално обелоденување на финансиските резултати, доколку продажбите или заработките не се во согласност со очекувањата и проекциите, незадоволството на брокерите и акционерите брзо станува очигледно.

Повеќето компании немаат проблеми со нивните квартални известувања до Комисијата за хартии од вредност. Тешкотиите се зголемуваат кога главниот извршен директор треба секојдневно да комуницира со акционерите, брокерите и други заинтересирани, чии пари се инволвирани во развојот на компанијата; тие сакаат да знаат што компанијата прави за нив. Нормално, инвеститорите и маркет мејкерите сакаат информациите да бидат оптимистички, да ветуваат, или во спротивно, ќе бидат разочарани со остварувањата на компанијата и ќе ги продадат своите акции. За жал на менаџментот, оваа група не може да се игнорира.

Друг недостаток од обелоденувањето е процесот за кој е неопходно одобрување од страна на акционерите. Потребно е да се почитуваат многу стандарди и процедури: на пример, постои законски пропис кој го утврдува минималниот број на денови кои мора да поминат од објавувањето до одржувањето на акционерско собрание. Дури има и пропис кој го утврдува видот и содржината на поделни полномошна. Посериозен недостаток на поседување акции во јавна компанија, особено кога се поседува поголема количина на акции е упадот во тајноста на вреднувањето на имотот. Во приватна компанија вредноста на имотот ретко е предмет на јавен запис. Се разбира, компанијата може да вреди повеќе од пазарната цена на акциите.

➤ Трошоци на ИЈП-и

Иницијалните јавни понуди не се евтини. Инвестиционите банкари земаат провизија во висина од 2 до 7% од вредноста на реализираната емисија; правниците и сметководителите наплатуваат од саат, а потребни се навистина многу саати. Помошните трошоци, како трошоците за односи со јавноста, печатење, советување на компанијата и др., можат да додадат уште неколку илјади долари, евра или фунти.

Кога приватна компанија еднаш ќе се трансформира во јавна, трошоците не престануваат. Прописите на Комисијата за хартии од вредност важат засекогаш. Нестручно лице може да мисли дека тоа е недостаток, но софистициран претпримач на тоа гледа како на трошок на работењето. Понатаму, компанијата која постоела и работела пред ИЈП-а ќе мора да ја прикаже во детали својата финансиска историја за претходните две до пет години во зависност од регистрацијата на компанијата.

Можеби, во почетокот чини повеќе, но на долг рок заштедува пари ангажирањето на сметководители, ревизори и адвокати кои се специјалисти за барањата на Комисијата за хартии од вредност, како и за исполнувања на обврските кои се однесуваат на компаниите. Нивните провизии во основа зависат од нивното искуство и експертиза. Другите барања, како печатењето, гарантирањето, провизиите, регистрирањето и трансфер провизиите, трошоците за промоција на компанијата и сл. се неопходни и компанијата не треба да се обидува истите да ги намали.

Исто така, препорачливо е да се обезбеди помош од компании кои се специјализирани за односи со финансиската јавност, за да ги уреди односите со акционерите и со финансиската заедница. Овие трошоци, многу приватни компании, не ги сметаат за неопходни, но работите се малку различни кога станува збор за јавни компании. *Јавните односи се директен контакт на компанијата со луѓето кои се неопходно потребни за да компанијата преживее.*

Покрај почетните трошоци на ИЈП-а, тука се и трошоците за котирање (провизиите на берзата, на КХВ, ревизорски извештаи, усогласување со прописите на US GAAP доколку акциите се котираат на американската берза, и др.).

Покрај директните трошоци на ИЈП-а постојат и *индиректни трошоци* на потценување. Бидејќи никаков кеш не излегува од џебот на емитентот, потценувањето некогаш може да биде игнорирано како трошок, но не би требало. ИЈП-и ширум светот се потценети споредени со нивните краткочрпни перформанси. Во просек, во првите денови на aftermarket тргувањето (по реализирањето на ИЈП-а) пазарот “затвара” со цена која е за 15 до 20% над цената на емисијата, иако ова се разликува во зависност од пазарот, индустријата и времето.

➤ **Можни рестрикции во управувањето**

Во многу приватни компании менаџерите се воедно и сопственици. Поради тоа, кај јавно поседуваните компании може да се појават и одредени други рестрикции во управувањето од оние пропишани во статутарните и законските прописи и општата пракса. Како и да е, ова не е проблем ако

поврзувањето на сопственоста и управувањето би водело до мали разлики во мислењата за адекватното управување со компанијата.

Во јавните компании, менаџерите се агенти на акционерите - тие би требало да делуваат во име и за најдобар интерес на акционерите. Со цел да се осигураат дека делуваат на тој начин, јавните компании имаат одбор на директори кој контролира дали делувањето на менаџментот е во најдобар интерес на акционерите. Во некои околности, може одбор на директори може да го ограничи делувањето на менаџментот.

➤ **Можна загуба на контрола**

По реализирањето на ИЈП-а примарните акционери поседуваат помал процент од акциите, за разлика од порано. Има неколку исклучоци - емисија на акции без право на глас, или емисија на обврзници, на пример, но, во основа менаџментот мора да го прифати фактот дека со трансформирање во јавна компанија, дел од контролата врз акциите со право на глас ќе се изгуби. Како правило, јавната компанија антиципира загуба на апсолутната (51%) гласачка контрола. Дури, и ако по ИЈП-а на менаџментот му остане повеќе од 51% од гласачката контрола, таа со понатамошните емисии и аквизиции може да биде разводнета.

Не сите ИЈП-и нудат повеќе од 50% од акциите со право на глас на емитентот. Всушност, просекот е околу 30%. Така, иако со ИЈП-а контролата не е загубена, постоечките акционери трпат разводнување. За повеќето компании, контролата со тек на времето преминува кај јавните акционери.

Процентите не секогаш значат контрола

Важно е да се знае дека намалената процентуална сопственост на акции на компанијата неопходно не значи и губење на контролата над неа. Менаџментот на бројни големи, успешни, стари компании, денес, држат од 2% до 8% од акциите со право на глас, но сèуште ја држат контролата над нивната компанија. На пример, Ford Motor Company, со годишна продажба од над 40 милијарди долари, недвосмислено е контролирана од фамилијата Форд, вклучувајќи ги и разните фондации на Форд, кои поседуваат помалку од 6,5% од вкупно издадените акции со право на глас, и ги држат врвните менаџмент позиции и правото на именување на директори - што укажува дека не е толку

важно физичкото поседување на акциите со право на глас, колку што е важна контролата над акциите со право на глас.

Значајна загуба на контролата претставува времето. Времето секогаш е еден од најзначајните фактори на успех на компанијата. Така, многу е важно правилно одредување на тајмингот на планираната аквизиција (особено кога се инволвирани акциите на компанијата). Продолжени преговори со компанијата која треба да биде превземена може да доведе до разводнување на акциите на јавната компанија. Еве зошто: обично, износот на акциите кои треба да бидат емитирани за да се превземе друга компанија, се договара во согласност со фиксна вредност на средствата на компанијата која ќе биде превземена. Во меѓувреме, ако цената на акциите на јавната компанија се намали, тогаш потребно е да се издадат повеќе акции за да се дојде до договорената цена на купување.

ИЈП-и се најмногу ранливи при утврдувањето на тајмингот. Успехот, односно неуспехот на една ИЈП-а многу зависи од интересот на јавноста во времето на обелоденувањето на ИЈП-а, а јавноста е променлива, непостојана.

Бројот на ИЈП-и, како и вкупниот износ на обезбедени средства секогаш се под влијание на националните и светските економски трендови. Интересот за ИЈП-и се менува со промената на каматните стапки, инфлацијата или рецесионите трендови, условите на пазарот на обични акции и перцепциите за движењата на “жешката индустрија”.

За време на реализацијата на ИЈП-а, менаџментот е особено ранлив. Ако пазарот се движи кон своето дно, можеби нема да биде можно комплетирањето на ИЈП-а. Истото важи доколку по реализирањето на ИЈП-а, тргувањето е незначително и нема никаква ликвидност на акциите. Ако променливата инвестициона јавност не земе учество во новата ИЈП-а, со купување на емитираните акции, нејзините денови можат да бидат одбројани и менаџментот има мала, или воопшто нема никаква, контрола над крајниот нејзин исход.

Проблемот со контролата исто така е поврзан и со внатрешно купување на акциите. Правилото 144 на SEC, на пример, предвидува периоди на држење, што значи дека за период од две години откако се стекнале со сопственост, инсајдерите (внатрешните членови на компанијата) не смеат да ги продаваат акциите на компанијата што ги примиле, им биле дадени, или ги купиле. Други

правила на SEC го лимитираат износот и времето на продажба на акциите на компанијата.

„Овој ризик (загуба на контролата) може да се минимизира со ограничување на бројот на акции што ќе бидат продадени на јавноста, настојувајќи при тоа да се обезбеди широка дистрибуција на акциите во јавноста, креирајќи класи на акции со различни права на глас, усвојувајќи соодветни провизии или строги услови за менаџментот. И покрај тоа што некои активности/прописи можат да допринесат за поефикасно делување од други, сепак нема гаранција дека јавната компанија нема да биде третирана како непријателска”.³⁴

➤ **Краткорочни перцепции**

Една од најголемите поплаки за корпоративното управување е, дека Wall Street е премногу „краткорочен”. Тоа значи дека, инвеститорите и аналитичарите исклучиво се фокусираат на тековниот квартал/извештаен период, без притоа да му се даде значење на долгорочното влијание на одлуката. Акционерите, во основа ги оценуваат остварувањата на менаџментот, преку профитот и цената на акцијата. Секој квартал, постои огромен притисок да се зголемат профитите и да се исполнат очекувањата на аналитичарите. Овој притисок може да го натера менаџментот да ги нагласи краткорочните стратегии наместо долгорочните цели.

Со цел да ги исполнат кварталните или полугодишните очекувања за заработка, компанијата може да не ја исполни долгорочната стратегија која била утврдена пред ИПП-а. Менаџерите можеби биле присилени да ја следат стратегијата, која ја поддржува цената на акцијата на краток рок, а не долгорочно.

➤ **Работа со институционални инвеститори**

Работењето со акционери, финансиски аналитичари и медиуми, значи употреба на многу време. Главниот извршен директор и главниот финансиски директор би требало да очекуваат, да потрошат, во просек, барем еден ден месечно во состаноци и дискусии околу стратегијата, перформансите и активностите на компанијата. Оние компании кои не воспоставиле добри

³⁴ Greenstein et.al., 2000: стр 7

односи со финансиската заедница ќе се најдат без пријатели кога тоа ќе им биде потребно, особено кога ќе се соочат со непријателско превземање.

„Бараните резултати од компаниите очекувани од Wall Street можат да се објаснат единствено како брутални. Доколку не ги остварите планираните приходи, особено првата година по ИПП-а, може да го видите катастрофалното намалување на цената на вашите акции за 50%, па и повеќе. Доколку еден млад тим на менаџери се дискредитира на Wall Street, можеби нема да има можност за опоравување.“³⁵

И покрај тоа што предностите да се биде јавен ги надминуваат недостатоците, секоја година доста компании доброволно ја напуштаат берзата преку т.н. „јавна во приватна трансакција“. Овие трансакции во основа се менаџирани од страна на јавни акционери, и по одреден временски период на намалени цени на акциите.

• Што го прави процесот успешен?

Dunbar (1998) ги анализираше неуспешните ИПП-и во Америка. Во неговата студија, 30% од компаниите регистрирани од страна на КХВ, не успеале на пазарот. За тоа може да има различни причини, и оние кои зависат од самата компанија и оние кои се поврзани со пазарните услови. Како и да е, помалку од 10% реализирале успешна ИПП-а. Ова истражување укажува дека *компанијата има само една прилика да го направи овој процес успешен.*

Во утврдувањето *што е тоа што го прави овој процес успешен*, прво треба да го дефинираме поимот успешен. *Успешна понуда е онаа која ги исполнува целите на трите главни учесници во процесот: компанијата, продавачите и инвеститорите.* Има бројни индикатори за успех, а некои од нив се:

- Разумна премија на првиот ден на тргувањето;
- Широка дистрибуција;
- Стабилна компанија и бизнис;
- Минимален повраток на акциите во матичната земја;
- Силни перформанси на цената на акциите на пазарот по ИПП-а;
- Обем на тргување; и
- Доверба од страна на пазарот/инвеститорите.

³⁵ American Lawyer Media, “The Survival Guide to IPOs”, стр. 15

Кога станува збор за цената на акциите, премија на првиот ден на тргување од приближно 10% до 15% ги прави среќни и продавачите и инвеститорите. Продавачите не сакаат да мислат дека “оставиле премногу пари на маса”, додека инвеститорите се среќни да видат почетен поврат на нивната инвестиција. Ако и продавачот и инвеститорот се среќни со постигнатата цена, исто би требало да бидат среќни и инвестиционите банкари.

Во комплетирањето на ИЈП-и, особено големите, дистрибуцијата на акциите помеѓу инвеститорите е доста важно. Компаниите сакаат да видат урамнотеженост помеѓу институционалните и поединечните инвеститори. Типичната дистрибуција би можела да биде 30% на индивидуални и 70% на институционални инвеститори. Компанијата сака да види повеќе акции алоцирани на долгорочни инвеститори, акционери кои продолжуваат да ги држат акциите и ги зголемуваат своите инвестиции сè додека компанијата го исполнува она што е ветено. Се разбира, емитентите знаат дека неопходно е да се алоцираат некои акции и на краткорочни инвеститори (наречени флипери или елени), кои ќе ги продадат веднаш на пазарот. На тој начин, истите креираат ликвидност.

Во меѓународните понуди, емитентот сака да се осигури дека странските акционери се “лепливи”, и дека алоцираните акции нема повторно да се вратат на домашниот пазар.

Понудите каде акциите се широко распределени, имаат поголеми изгледи за успех. Ако инвеститорите не се знаат помеѓу себе и не ги разменуваат информациите, тие нема да знаат дали побарувачката за акциите е доволно јака. Во тој случај, тие ќе се одлучат за долгорочна инвестиција отколку да се приклучат на “краткорочно јавање”.

Во основа, компании со следни карактеристики би имале успешни понуди:

- Подобро поголеми отколку помали,
- Профитабилни отколку оние што прават загуби,
- Примарни понуди отколку продажба од страна на постојни акционери,
- Помал број на ризични фактори наведени во проспектоот,
- Голема сопственост од страна на менаџментот и директорите (сопственост од страна на инсајдери).

1.8. Алтернативи на трансформирање во јавна компанија

Развојот на компаниите подразбира постојано барање на нов капитал, било преку кредити или издавање на должнички или сопственички хартии од вредност. Некои претприемачи ги разгледуваат ИПП-и подеднакво како и останатите алтернативи за обезбедување на потребните средства. Секоја алтернатива на зголемување на средствата бара различен пристап на бизнис планот. На филмовите и на телевизија тоа се случува многу брзо, но општо кажано, тоа никогаш не е брзо, никогаш не е едноставно. Всушност, процесот, обично е доста болен и нервозен. Претприемачите често се наоѓаат себе си како “се симнуваат низ слепа улица”.

Она што претприемачите брзо го увидуваат е тоа дека постојаната трка по пари е процес со високи каматни трошоци, разводнување на сопственоста, потенцијално ограничување на дневната оперативна флексибилност, процес кој може да го ограничи идниот развој.

1.8.1. Приватно финансирање

За некои претприемачи најдобар начин за обезбедување на дополнителни средства е реализирање на приватното финансирање - приватен пласман (во Америка со користење на Прописот D), што всушност претставува ограничена емисија и продажба на хартии од вредност без регистрирање, согласно одредбите од Законот за хартии од вредност. Како и да е, наједноставен начин за зголемување на приватниот капитал, е позајмувањето на краток или на долг рок.³⁶

Предностите на позајмувањето лежат во едноставноста на самиот процес, притоа, нема потреба од многу време и не се разводнува сопственоста.

Од друга страна, позајмувањето претставува високо ризична стратегија сè додека развојот на компанијата се темели на зголемување на задолженоста (која не може да се зголемува во недоглед, без соодветно зголемување на сопствениот капитал), сметајќи на безусловен пораст на активностите на

³⁶ Краткорочен кредит традиционално се употребува за обртен капитал и помали набавки на опрема. Но, повеќето нови бизниси имаат потреба од долгорочни кредити или акционерски капитал за да поддржат значаен и планиран развој.

компанијата во иднина. Криза во бизнисот, или евентуално зголемување на каматните стапки може да доведе до неможност на сервисирање на долгот.

1.8.2. Финансирање со задолжување

Задолжувањето може да биде кај банки, финасиски компании, или лизинг компании. Овде треба да се истакне фактот дека задолжувањето секогаш е проследено со зголемен ризик, бидејќи позајмените средства, треба да се вратат заедно со одредена камата. Притоа, кредитите го зголемуваат левериџот.³⁷ Трошоци кои треба да се земат во предвид при користењето на кредити,³⁸ се и индиректните трошоци, кои, исто така, можат да бидат во некоја форма на долг.³⁹ Исто така, кредитодавателот може да наметне одредени финансиски и други коефициенти, до кои кредитокорисникот мора да се придржува.⁴⁰ Ако било што од погоре наведеното не се почитува додека кредитот целосно не се отплати, кредитот или дел од него може да биде откажан, или моментално да дојде за целосна наплата. Во тој случај, компанијата е навистина во незавидна ситуација.

1.8.3. Субординиран конвертабилен долг

Како алтернатива на банкарското кредитирање може да се јави пласирањето на субординиран конвертибилен долг. Овој долг се дава од страна на приватни позајмувачи (шпекулативни компании, односно мали инвестициони компании). Повеќето субординирани долгови не се осигурани, и обично следат по банкарските кредити. На пример, компанија А има 500.000 долари кредит од шпекулативна компанија, односно од мала инвестициона

³⁷ Зголемениот левериџ всушност значи дека е зголемено учеството на позајмени во однос на сопствени средства

³⁸ Каматите, кои можат да бидат доста високи, го претставуваат основниот трошок што треба да се плати за позајмениот капитал.

³⁹ Ова може да биде во форма на минимален износ што кредитокорисникот секогаш треба да го има на своја сметка, а не носи никаква камата. Така на пример ако кредитокорисникот користи 100 000 долари кредит од банка, банката може да бара од кредитокорисникот да чува минимум 10 000 на својата сметка, со изјава дека на сметката не смее да има помалку од 10 000 долари. Кредитокорисникот ќе биде обврзан да плаќа камата и на тие 10 000 долари, иако истите не може да ги користи. Оваа пракса е вообичаена во деловниот свет.

⁴⁰ Во пракса ова значи дека, на пример, нето вредноста на компанијата во однос на средствата, не може да падне под одредена вредност. Средствата на компанијата мора да останат на некое одредено ниво, приходите на компанијата не смеат да паднат под некое одредено ниво и сл.

компанија, кој е осигурен со инвентар и примања на компанијата. Компанијата А сака да позајми дополнителни 500.000 долари од банка, средства потребни за финансирање на нова производна линија и да купи нова опрема. Опремата би била доволна да се осигури новиот кредит. Како и да е, доколку компанијата А банкротира, банката е хипотекарен побарувач од прв ред, а малата инвестициона компанија - хипотекарен побарувач од втор ред. При подмирување на кредитните обврски, малата инвестициона компанија е втора по ред, после банката. Токму ова ја прави малата инвестициона компанија „субординирана“. Но, под претпоставка дека кредитот ќе и помогне на компанијата А да ги оствари своите цели, конвертабилната клаузула овозможува малата инвестициона компанија да го конвертира својот субординиран долг во акции по цена која се утврдила во времето на давањето на кредитот или во време на самата конверзија. Во суштина, долгот е субординиран, но исто така е и конвертибилен во акции.

1.8.4. Извори на финансирање со долг

1.8.4.1. Комерцијални банки

Банките се традиционални даватели на осигурани краткорочни или среднорочни кредити. Овие кредити, вообичаено, се револвинг линии за финансирање на дополнителен инвентар и опрема, и често се сезонски или се одобруваат за некоја посебна потреба. Банките, исто така, даваат хипотекарни кредити на долг рок, каде како колатерал се јавуваат зградите, земјата, и опремата.⁴¹

Комерцијални банки

Трошоци	Флукуирачки каматни стапки, околу 5 процентни поени над примарната каматна стапка
Доспевање	од 30 до 90 дена, кредитни линии до 3 години, долгорочни хипотекарни до 7 години и повеќе

⁴¹ Во основа банките не даваат неосигурани кредити или кредити на компании кои штотуку започнуваат со своја работа (т.н. start-up компании).

Употреба	Обртен капитал, инвентар/опрема, сервисирање на постојни кредити, машини
Колатерал	Неосигурени, осигурени со конкретни средства, лични гаранции
Предности	Обично пониски трошоци од други организации кои се занимаваат со позајмување, многу распространета мрежа (филијали и експозитури)
Недостатоци	Преферира бизниси кои се веќе етаблирани, бара лични гаранции и/или колатерал

1.8.4.2. Комерцијални финансиски компании

Финансиските компании обезбедуваат кредити врз база на средства, врз основа на очекувани финансиски резултати, врз основа на примања во иднина, а повремено и врз основа на заложување на постојниот инвентар. Нивните каматни стапки, обично се повисоки од оние на банките, и потребно е месечно усогласување на нивниот колатерал (примања/инвентар).

Финансиски компании

Трошок	Флукуирачки каматни стапки до 7 процентни поени над примарната
Достасување	Во зависност од обемот на кредитот; обично од 1 до 8 години
Употреба	Обртен капитал, аквизиции, машини, опрема, недвижности
Колатерал	Во прв ред средствата на компанијата, лични гаранции

1.8.5. Лизинг компании

Лизинг компаниите можат да понудат поголема флексибилност отколку банките. Компанијата може да земе под лизинг средство (опрема), или истото може да го купи, да го продаде на лизинг компанијата, а потоа да го изнајми

истото тоа средство. Изнајмувањето може да се направи и за подолги периоди и со различни планови за наплата. Плаќањата можат да бидат месечни, квартални, полугодишни, а во некои случаи и годишни.

Лизинг компании

Трошоци	Примарна каматна стапка плус 6 до 8 процентни поени
Достасување	Договорно: оперативните лизинзи до 6 месеци; финансиските лизинзи до крајот на корисноста на самото средство
Употреба	Машини, опрема, недвижности, аквизиции
Предности	Едноставни зделки, 100% финансирани, лизинг компанијата го сноси ризикот
Недостатоци	Висок трошок, нема сопственички бенефити

1.8.6 Штедни и кредитни здруженија

И покрај големите проблеми, јавно објавени во минатото, штедните и кредитните здруженија сеуште опстануваат како извор на позајмување. Овие здруженија повеќе се насочени кон финансирање на реалниот имот.

Штедни и кредитни здруженија

Трошок	Конкурентни со банките, фиксна или варијабилна каматна стапка поврзана со примарната стапка
Достасување	Долг рок до 15 години, повремено кредитни линии
Употреба	Недвижности, дел обртен капитал, опрема
Колатерал	Секогаш осигурени, лични гаранции
Предности	Атрактивни каматни стапки, искусни позајмувачи за недвижности
Недостатоци	Висок минимум средства за позајмување, рестриктивни договори.

1.8.7. Позајмување во крајна инстанца (краен позајмувач)

Компанијата мора да биде одбиена од другите позајмувачи за да се квалификува за кредит од позајмувач во крајна инстанца (во Америка попознат како SBA – Small Business Administration). Во повеќето случаи, SBA ќе обезбеди гарантирани, осигурени заеми до 500.000 долари. Постојат различни кредитни програми со различни услови. Ратите се разумни, но програмите се предмет на одобрување од страна на владата, има многу рестриктивни услови, и бара доста “административна” работа.

SBA

Трошоци	Променливи и фиксни каматни стапки, поврзани со примарната каматна стапка
Достасување	7 до 25 години
Употреба	Обртен капитал, машини, опрема, недвижности (само кога се одбиени од останатите)
Колатерал	Право на задржување на средството со кое се гарантира кредитот, лични гаранции

1.8.8. Индустриски приходни обврзници

Индустриските приходни обврзници најмногу се употребуваат за финансирање на големи проекти на недвижности или компании кои имаат потреба од многу опрема. Не се за strat-up компании или за компании во рана фаза од својот развој, освен за оние компании кои имаат задоволително капитално финансирање (доволно недвижности). Исто така, во многу случаи, агенцијата која ја испорачала опремата ја задржува сопственоста и истата ја дава под лизинг на компанијата.

Индустриски приходни обврзници

Трошоци	Променливи или фиксни каматни стапки кои се 70% до 85% од примарната, ослободени од данок
Достасување	Обично 5 до 15 и повеќе години

Употреба	Недвижности, опрема, машини, аквизиции
Колатерал	Осигурани со фиксни, основни средства
Предности	Ниска каматна стапка, добро достасување
Недостатоци	Условено е од пазарната расположивост, строги владини правила, високои трошоци на затварање, особено судски

1.8.9. Компании за животно осигурување и пензиски фондови

Овој вид на финансирање е специфичен за компании кои располагаат со значителен износ на недвижности и обезбедува средства за финансирање на големи инвестициони проекти вредни милиони долари.

Животно осигурување и пензиски фондови

Трошоци	Фиксни рати поврзани со долгорочни пазарни трендови
Достасување	5 до 25 или 30 години
Употреба	Недвижности, машини, опрема
Колатерал	Осигурени средства; обврзници
Предности	Каматни стапки, достасување на долг рок
Недостатоци	Високи минимални износи, рестриктивни кредитни договори.

1.8.10. Leverage Buyouts (LBOs)

LBO е форма на финансирање која е базирана на превземање, или на реструктурирање на компанијата со позајмени средства, а целта е да се користи паричниот тек на стекнатата/реструктурираната компанија за враќање на долгот (или да се приватизираат компании со позајмени средства). Купувачите често продаваат дел од стекнатите средства за да го намалат долгот, и како дел од нивните оперативни процедури, драстично да ги намалат оперативните трошоци, како би го зголемиле паричниот тек. Извори за финансирање на LBOs се комерцијалните банки, кредитори базирани на средства, индустриски

обврзници, и приватни инвестициони здруженија. Иницијалното финансирање, LBOs го обезбедува од инвестиционите банки.

1.8.11. Други опции

Претходно беа наведени бројни начини на финансирање со помош на долг, т.н. долговно финансирање. Но претприемачот би требало да знае дека постојат и други алтернативи, како што се јавните понуди и полуприватните понуди за капитално финансирање. Постојат многу професионално управувани компании, каде се инволвирани софистицирани инвеститори чија единствена задача е пронаоѓање на шпекулативен капитал. За тоа е потребен способен, добро информиран менаџмент, кој е во можност да пристапи до таквиот вид на капитал.

Во понатамошниот дел од текстот ќе бидат наведени некои форми на капитално финансирање.

1.8.12. Професионално ризичен капитал

Професионално управуваните компании кои се занимаваат со управување на високо ризично финансирање, обезбедуваат ризичен (шпекулативен) капитал кој се обезбедува од такви институции, како што се осигурителните компании, пензиските фондови, и некои ограничени партнерства.

Професионално ризичен капитал

Износ на располагање	Обично од 500.000 \$ па нагоре; повремено за start up
Структура	Конвертабилни приоритетни акции
Трошоци	Обично минимум 30% годишно зголемување на повратот
Употреба	За многу голем пораст на продажбата, од 50 милиони долари па нагоре
Предности	Расположив голем износ на средства
Недостатоци	Мора да постои голем потенцијал за раст

1.8.13. Партнерство за истражување и развој

Пред даночните измени од 1986 година, партнерството за истражување и развој, во САД бил важен извор на средства за малите компании. Некои форми од ова партнерство сеуште постојат, на пример сеуште се формираат партнерства за недвижности. Некои мудри претприемачи се поврзуваат со партнерства за недвижности со цел финансирање на позначајни реновирања на згради. Тие формираат вакви партнерства за истражување и развој за да купат зграда која ќе се употребува како нивен деловен простор.

1.8.14. Компании за инвестирање во мали бизниси

SBA дозволуваат и обезбедуваат левериџ финансирање на компании за инвестирање во мали бизниси, кои за возврат обезбедуваат различни форми на ризичен капитал за претприемачки претпријатија, обично во форма на конвертабилен/субординиран долг.

Компании за инвестирање во мали бизниси

Износ на располагање	од 100.000 \$ до 1.000.000 \$
Структура	Конвертабилен долг, кредит со гаранти
Трошок	Умерени каматни стапки, дивиденди, имот
Употреба	Обртен капитал, аквизиции; LBOs
Предности	Субординиран капитал, 5-годишен долг, фиксна каматна стапка
Недостатоци	Разводнување на капиталот, мора да покаже брз раст

1.8.15. Грантови за мали бизнис иновации и истражувања

Некои грант програми се финансирани и администрирани од разни владини агенции. Грантовите, во основа се расположливи за развој на нов производ. Производот, ако успешно се развие, припаѓа на компанијата, но

вообичаено, владата има опција да ја откупи технологијата. Овие грантови подеднакво се достапни и на компаниите и на индивидуални лица.

Грантови за мали бизнис иновации и истражувања

Износ на располагање	Прво ниво 50.000\$, второ ниво 500.000 \$
Структура	Грант од владина агенција
Трошок	Мора да биде поднесен документиран предлог
Употреба	За истражување и развој на нов производ
Предности	Ниски трошоци, нема потреба од давање на капитал
Недостатоци	Лимитирани средства

Забелешка: Во САД достапни се бројни грантови од страна на владата, фондации, и приватни извори, кои не се исклучиво наменети само за истражување и развој. Утврдено е дека вкупните грантови изнесуваат околу 100 милијарди \$ годишно. Списокот на најважните грантови кои се расположиви во САД се објавува од страна на Службата за управување и буџетирање.

На крајот, едно дополнително значење на потрагата по дополнителни извори на средства, што често се превидува од страна на претприемачите. Комбинирањето на разни извори на финансирање. Земајќи ги во предвид сите можни расположливи извори, комбинирањето на повеќе извори на капитал (секако важно е и пропорционалното учество на секој извор) можеби е одговорот за создавање на успешен и профитабилен бизнис.

1.8.16. Школки

Школките се алтернатива што претприемачите треба да ја земат во предвид при трансформирање на компанијата од приватна во јавна. Тие можат да заштедат многу напори, проблеми, нервози при трансформирањето на компанијата во јавна преку ИПП-а. Но, исто така, можат да предизвикаат и

многу повеќе главоболки од трансформирањето на компанијата во јавна преку регуларен процес.

Најдобра општа дефиниција за јавна школка (public shell) е неактивна јавна компанија, компанија која нема тековни деловни активности, и со чии акции тековно се тргува или не се тргува, компании кои мораат или не мораат да доставуваат одредени известувања до регулаторните агенции, особено до КХВ.

Школките се привлечни поради повеќе причини. Една е заштедата на време и пари во споредба со трансформацијата на компанијата во јавна со користење на монотониот и скапиот процес на ИЈП-а. Исто така, некои компании не се доволно гламурозни за да генерираат интерес и по трансформирањето во јавна, но кај кои сопствениците веруваат дека би имале одредени предности. Причината може да биде акциите на компанијата да бидат јавни, со нив да се тргува на берза, да бидат достапни за нивните вработени, или да се воспостави начин за трансфер на сопственоста од оние основачи кои сакаат да се пензионираат. Најлесен начин, сопствениците на компанијата, да ги остварат овие цели е купување на компанија “школка” - компанија која еднаш станала јавна и која повеќе не е активна - и спојување на нивната приватна компанија со компанијата школка; на тој начин автоматски се создава јавна компанија.

Тоа е основната разлика помеѓу трансформирање на компанијата преку ИЈП-а и трансформирање на компанијата во јавна преку школка компанија. Карактеристично, кај ИЈП-а, јавноста плаќа за да партиципира во сопственоста, разводнувајќи ја сопственоста на постојните акционери кои ја контролираат компанијата, и зголемувајќи ја нето вредноста на компанијата. Во случај кога се употребува школка, со малку или со никакви средства, оригиналните акционери обезбедуваат зголемување на нивната нето вредност по акција бидејќи акциите на школката немаат никаква или имаат сосема мала вредност.

Ако и има некои средства, можеби на другата страна постојат и обврски, како на пример хипотека на деловната зграда. Или пак постојат одредени акумулирани обврски, можеби од правните застапници, книговодителите, можеби наемнини, закуп на опрема и сл. што не биле платени. Обично постојат обврски, и нема или има сосема малку средства. Овие аспекти треба да се земат предвид кога се купува јавна школка; тие постојат токму за да бидат оперативни, јавно тргувани компании. Многу од нив, најверојатно се формирале

за време на „жешкиот” пазар од страна на претприемачи со најдобра намера и со големи очекувања за брз развој на компанијата.

Најпосакувани школки се оние со малку средства или без средства, со минимални или без обврски, и со минимална или не негативна нето вредност, со акционерска база од неколку акционери, база која може да се контролира. Тие луѓе можеби се оригиналните-првите основачи на компанијата, кои заедно со другите прават напори, се надеваат дека еден ден некој ќе дојде и ќе им понуди, ако не профитабилен откуп за нивниот контролирачки пакет на акции, барем фер откуп и решение за сите нејзини инвеститори (акционери).

Секоја школка има свои предности и недостатоци. Не постои совршена школка, но ако е „обработлива”, тогаш е погодна. Претприемачот, школката треба да ја анализира доста внимателно, и да поставува многу прашања. На пример, колку финансиски е чиста? Колкави се нејзините средства? Доколку во школката постои кеш, школката станува поатрактивна. На компанијата можеби ќе ѝ требаат пари за покривање на трошоци за комплетирање на извештаите потребни за започнување на активности на компанијата. Компанијата, потоа, ќе ги „купи” парите, но најверојатно ќе треба добро да плати - наместо обезбедување на 90% контрола над компанијата, претприемачот може да добие само 70% контрола. Во зависност од потенцијалната цена на акциите, тоа може да биде скапа размена. Исто така, доколку постојат нето основни средства, дали тие ги оправдуваат зголемените трошоци за добивање на школката? Што се однесува до обврските, претприемачот можеби сака да знае дали кредиторите се спремни за дисконтирање на долгот или истиот да се подмири со акции. Нето обврските, или техничко банкротство не ја прави школката неупотреблива.

Фаворизирана школка е онаа која постои доволно долго време, поради што истекол периодот за ограничување на продажбата на нејзините акции, како и застарување на нејзините обврски. Како и да е, ваквиот вид на школка има други проблеми. Повеќето заспани, неактивни компании ги прекршиле обврските за доставување на извештаи пред навистина да престанат со нивното делување. Како резултат на тоа, сите недоставени извештаи, квартални и годишни, треба да бидат ажурирани пред компанијата повторно да биде котирана за тргување. Реконструкцијата на овие извештаи може да биде скапа, како и да бара доста време, а во некои случаи може да доведе до тоа да школката биде сосема неприфатлива.

Некои школки не се обврзани за целосно известување, односно немаат обврска за поднесување на квартални, туку само на годишни извештаи. Компанија која е обврзана за целосно известување мора да поднесува и квартални и годишни извештаи. Доколку школката не е обврзана за целосно известување, нејзиното купување може да не биде толку добар потег, поради тоа што процесот на пререгистрање може да биде обемен, сложен и скап како и ИЈП-а.

При стекнувањето на школка, мора да се превземат следните четири чекори:

1. Новиот менаџмент тим стекнува контрола над школката со купување на контролниот пакет акции од постојните акционери.
2. Потоа формираат нова подружница, во целосна сопственост на матичната компанија, чие единствено средство се акциите на матичната компанија.
3. Подружницата ја купува приватната компанија во замена на акциите од матичната компанија, со што се зголемува контролата на новиот менаџмент.

Со оглед на тоа што матичната компанија поседува 100% од подружницата, гласа за спојување со подружницата (превземање).

Забелешка во врска со школките: изгледа дека школките се движат во циклуси. Кога се намалува бројот на ИЈП-и, се зголемува интересот за школките.

1.9. Трошоци за реализација на процесот на трансформирање на компаниите од приватни во јавни

Без сомнение, наградите и бенефитите кои се можни кога компанијата се трансформира од приватна во јавна, можат да бидат неверојатни. Од друга страна, трошоците неопходни за да се реализира процесот, можат да изгледаат уште поневеројатни.

Не би требало стравот од овие трошоци да биде пречка во намерата за трансформација на компанијата од приватна во јавна. Она што е битно е пристапот кон трошоците, односно трошоците да се разберат како неопходни трошоци за реализација на активностите на компанијата. Најголемиот дел од

реализираните ИПП-и се направени врз основа на гарантирање каде потписникот-гарант се обврзува да ги откупи евентуално непродадените акции, со цел истите потоа да ги препродава на јавноста. Трошоците се зголемуваат за време на процесот и истите ги сноси емитентот, независно дали сите акции од емисијата се продадени или не. Затоа, главниот извршен директор, или менаџментот на компанијата, при донесувањето на конечната одлука за започнување на процесот на ИПП-а мора да биде подготвен да потроши одредена сума на пари. Независно од трошокот, добро изверзираните претприемачи знаат дека преку ИПП-а може да се обезбедат многу повеќе пари од било кој друг метод на капитално финансирање. **Тоа значи, дека компанијата зема пари за да прави пари.**

Продажната провизија и надоместокот за гарантирање се обратно пропорционално поврзани со обемот на емисијата. Вкупните трошоци за помали ИПП-и можат да достигнат од 24% до 39% од емисијата или од остварените средства од реализираната емисија. За експертите во овој бизнис, овој процент и не е толку голем. На пример, анализата на 478 помали ИПП-и во доцните 80-ти години од минатиот век, покажува дека општите трошоци, во кои биле вклучени и издатоците за гарантите, адвокатите, ревизорите, одговорните за печатење, и разни други провизии, се движеле од 6,4% до 41,4%. Трошоците можат значително да варираат.

Значајно е да се наведат следните трошоци:⁴²

- Трошоци за гарантирање.
- Професионални трошоци.
- Директни трошоци и трошоци кои однапред се плаќаат.
- Скриени и идни трошоци.

1.9.1. Трошоци за гарантирање

Во трошоците за гарантирање спаѓаат провизиите и трошоците кои не можат однапред да се утврдат. Имено, овие трошоци или се однесуваат на

⁴² Lee I., Lochhead S. and Ritter JR (1996) The costs of raising capital *Journal of Financial Research* XIX (1/Spring): 59-74; Ritter JR (1987) The costs of going public *Journal of Financial Economics* 19: 269-281

гарантите или пак се во корист на гарантите. Се поставува прашањето што претставуваат провизиите?

Провизиите се најголем поединечен трошок од трошоците за гарантирање. Познати се уште и како дисконт за гарантите, дисконт за осигурувачите на емисијата. Во основа, тоа се однесува на провизијата што гарантите ја земаат за обезбедувањето на средствата од ИПП-а и процентот што гарантите го земаат од секоја продадена акција. Општо прифатен процент кај ИПП-и за гарантите е 10%. Во теоријата, овој износ е предмет на договарање. Но, во праксата, во голема мерка гарантот го диктира износот.

Трошоци кои неможат однапред да се утврдат. Овие трошоци се наплатуваат во корист на гарантот а на товар на емитентот. Имено, тие се однесуваат на трошоците кои не можат да се претстават како интегрален дел на понудата. Тие се утврдуваат како надокнада на трошоците кои гарантот ги плаќа “од својот џеб”, како што се: поштенски трошоци, трошоци за телефон, за печатење, репрезентации, маркетинг издатоци, дури и трошоци наменети за најмување на правник (за да ја контролира работата на правникот вработен кај емитентот). Иако овие трошоци не можат однапред да се утврдат, на пример, во Америка, National Association of Securities Dealers (NASD) бара гарантот да ги оправда, односно да ги објасни истите.

Гарантите, дел од нивните трошоци кои не можат однапред да се утврдат, ги користат за компензирање на: дел од промотивните трошоци за ИПП-а; за појавување на објавувањето на ИПП-а во финансиски весници, или во финансискиот дел на локалните весници; трошокот за длабинска анализа (due diligence); и др. Висината на трошоците кои не можат однапред да се утврдат, се движат помеѓу 1% до 3% од вкупно остварените средства од ИПП-а. Стандардна пракса е компанијата, една третина од овие трошоци да ги плати во време на потпишување на писмото за намера, кое едноставно значи дека компанијата има намера да го реализира процесот на ИПП-а. Остатокот вообичаено се плаќа после комплетирањето на понудата. Исто така општо е прифатено дека овие трошоци се неповратни.

Треба да се истакне дека, кога писмото за намера е потпишано со гарантот и почетното плаќање е направено, компанијата ги губи тие пари, дури иако подоцна може да се случи ИПП-а да биде откажана.

1.9.2. Професионални трошоци

Професионалните трошоци се однесуваат на правните трошоци, сметководствените, ревизорски трошоци како и на инвестиционите банкири и/или консултанти.

Правни трошоци. Правните трошоци се втори по големина трошоци по трошоците за гарантирање на емисијата. Овие трошоци се наменети за истражување на историјата на компанијата⁴³ (зависат од тоа колку е потребно историски- временско истражување), дали се инволвирани акции од други компании, дали компанијата делува и надвор од своите граници, односно дали делува и во други земји, дали компанијата располага со одредени патенти и лиценци, како компанијата во иднина ќе биде структурирана - вработување на нов кадар, каква ќе биде сопственоста на компанијата и сл.

Доколку компанијата има своја долга историја овие трошоци се поголеми. Во овој случај потребно е да се анализираат записниците од состаноците на менаџментот и записниците од годишните собранија. Исто така правниците мора да ги прегледаат формалните договори помеѓу компанијата и другите заинтересирани страни, договорите поврзани со целокупното работење на компанијата, од изнајмување (лизинг) на апарати за копирање до договори за нарачки потпишани со купувачите. Ваквиот процес може да резултира со промени на одредени услови во одделни договори, што секако бара повеќе време и работа, но истата, мора да се заврши пред било какво “нудење”.

Сметководствени/ревизорски трошоци. Како и правните трошоци исто и сметководствено/ревизорските трошоци можат многу да варираат. Обично се минимални за start-up компаниите.

Иницијални трошоци. Иницијалните трошоци вклучуваат воспоставување на сметководствен систем и ревизија која мора да биде направена пред ИП-а. Ревизорот односно ревизорската фирма ги прегледува и верификува податоците наведени во извештајот за регистрирање и подготвува „потврдно” писмо. Ова писмо е на одговорност на ревизорот кој во основа истакнува дека ревизорската компанија е задоволна со методите употребени во прикажувањето на финансиските извештаи на компанијата. Ако процесот на

⁴³ Start-up компании се компании кои немаат историја и се најлесни за реализација.

регистрирање стане комплексен, ревизорот може да утврди неопходност за дополнителна ревизија на податоците, и тоа за временскиот период од последната ревизија, која вообичаено се прави на крајот на фискалната година, до почетокот на процесот на ИЈП-а, и изготвување на уште едно, дополнително „потврдно” писмо со кое се потврдува дека, сè останува онака како што е претходно соопштено.

Овие трошоци за постојните компании се поголеми. Правилата на Комисијата за хартии од вредност бараат минимум двегодишни ревидирани финансиски извештаи. Со оглед на тоа што неопходните информации би требало да се достават за минатиот период од делувањето на компанијата, ревизорот мора да ги усогласи финансиските извештаи од минатите години со барањата на Комисијата за хартии од вредност. Ако постојната компанија нема ревизија во претходните две години, пред започнување на процесот на ИЈП-а, или пописот на средствата не е ревидиран, тогаш сметководствено-ревизорската работа станува монументален проект за компанијата.

Поради големата важност на финансиските извештаи во креирањето на соодветна атрактивност за инвестирање во ИЈП-а, како од страна на финансиската заедница, така и од страна на индивидуалните инвеститори, вообичаено е сметководителите/ревизорите да бидат едни од клучните членови во менаџмент тимот при процесот на ИЈП-а.

Инвестициони банкари и консултанти. Инвестиционите банкари и консултанти се луѓе кои го насочуваат и одржуваат процесот на ИЈП-а во правилна насока. За менаџмент групата која е одговорна за процесот на јавна понуда тоа се експерти кои ќе остварат соодветно влијание, кои ги знаат проблемите, и кои можат да помогнат во правилното реализирање на самиот процес. Инвестиционите банкари вообичаено работат за провизија и/или за провизија и за дел од емисијата, што може да вклучи акции или опции. Нивното учество и провизии, исто така, мора да биде објавено во изјавата за регистрирање.

1.9.3. Дополнителни трошоци

Претходно беа наведени примарните трошоци кои се плаќаат однапред со кои компанијата се соочува при процесот на ИЈП-а. Покрај трошоците за

поштенски марки, хартија, телефонски разговори, посебни формулари, трошоци за забава, канцелариски материјал, овие трошоци ги вклучуваат и таксите за регистрирање и трошоците за печатење.

Печатење. Првата работа која треба да се печати е изјавата за регистрирање. Следно што компанијата која треба да го печати и објави е преелиминарната понуда, (понуда која подлежи на одобрување од страна на Комисијата за хартии од вредност-КХВ, во САД попозната како црвена харинга “red herring”)⁴⁴.

Количината зависи од барањата на гарантите, од обемот на продажниот синдикат и од конечната дистрибуција на акциите. Следниот трошок е за печатење на самите акции. Таму каде акциите се целосно дематеријализирани не постојат вакви трошоци.

⁴⁴ Црвената харинга е верзија на понудата каде на првата страница во црвена боја, многу јасно е наведено дека станува збор за преелиминарен документ. После тоа следува дефинитивниот проспект, кој проспект ги содржи комплетните информации за понудата. И црвената харинга и дефинитивниот проспект можат да содржат фотографии во боја и графикони.

ГЛАВА 2

2. ПЛАНИРАЊЕ НА ИНИЦИЈАЛНАТА ЈАВНА ПОНУДА

Независно колку е компанијата спремна, независно колку ги сака производите и услугите кои се подготвени да ги сподели со јавноста, ако пазарот е во надолна линија, ако економијата е во рецесија, компанијата би требало да застане за момент и да се запраша *дали светот е навистина подготвен за нејзината емисија независно од состојбите на пазарот?* Дури и ако одговорот е потврден, компанијата треба да причека додека пазарот и економијата не дадат „зелено светло“ за почеток на процесот.

Понекогаш, иако компанијата е подготвена да стане јавна, доколку пазарните услови не се поволни – **треба да се причека!** Маркет мејкерите, аналитичарите, и економистите имаат научено дека пазарот е склон кон неочекувани и брзи пресврти, оставајќи ги гарантите и компаниите сами да се снаоѓаат. Поради тоа, мудро би било да се игра на “сигурно”. На тој начин компанијата ќе си помогне самата на себе и ќе ја оствари визијата да стане јавна компанија, како и да обезбеди доволно дополнителни средства за понатамошен развој. Компанијата треба да биде подготвена да настапи со својата ИПП-а во време кога состојбата се менува од лоша во добра. Гарантите исто така треба да бидат подготвени да ја реализираат ИПП-а со цел да ги искористат предностите на биковиот пазар⁴⁵, со оглед на тоа што цените на акциите од ИПП-а можат драматично да се покачат.

Компанијата е должна да внимава и да ги следи пазарните услови. Кога пазарот е отворен ќе се јават и други компании кои се подготвени да го започнат процесот на ИПП-а. Вреднувањата можат значајно да се зголемат, и ИПП-а може да ги зголеми своите вредности (или планираните средства) 30 до 40 пати. Ова се бројките за кои всушност и се сонува. Во такви времиња се зголемува бројот на ИПП-и, и претприемачите и гарантите се натпреваруваат да ги добијат пред да се затвори пазарот, односно пред промената од биков во

⁴⁵ Биков пазар се однесува на оној пазар каде цените на акциите се движат во нагорна линија

мечкин пазар⁴⁶ (од пазар со нагорен во пазар со надолен тренд на цени). Некои успеваат, додека некои не успеваат да го направат тоа.

Претходно споменатото наведува кон тоа дека треба да се започне со ИЈП-а кога ќе дојде вистинското време за тоа. Тоа е добар совет. Но, ако компанијата го пропуштила големиот бран и пазарот почнал да се движи по надолна линија, компанијата не треба да ја губи надежта. Треба да ги разгледа алтернативите на ИЈП-и, за да преживее додека пазарот повторно не се “отвори”. Променливоста тешко може да се разбере. Успешниот влез на компанијата на пазарот зависи од многу фактори кои не можат да се контролираат. Тоа се:

- Тековните и идните меѓународни трендови,
- Личните и владините економски предвидувања,
- Тековните и проектираните каматни стапки,
- Домашниот и меѓународниот политички развој,
- Стапката на инфлација.

Исто така зависи и од тоа дали компанијата е во “жешка” индустрија - она што е актуелно во моментот. Големиот проблем со “жешките емисии” е во тоа што желбата за богатство може да го сруши целокупниот пазарен систем. Луѓето играат на пазарот, но компанијата не може да ја искористи предноста од тоа. Со текот на времето цената на акцијата се намалува се до нејзината права вредност.

Процесот со кој компанијата од приватна се трансформира во јавна има два дела. Прв дел е *подготовката за регистрирање*, и втор дел е *самата регистрација*. Времето потребно за *подготовка за регистрирање* може да се контролира од менаџментот. Вториот дел од овој процес доаѓа по поднесување на изјавата за **регистрирање** до комисијата за хартии од вредност од страна на компанијата, кога всушност започнува и т.н. “игра на чекање”, која во основа зависи од обемот на работа и времето со кое располага тоа регулаторно тело.

2.1. Предпонудна процедура на иницијалната јавна понуда

Во предпонудната процедура на иницијалната јавна понуда важно е да постои изготвен бизнис план за да може потенцијалните инвеститори да знаат

⁴⁶ Мечкин пазар се однесува на пазарот каде што цените се движат во надолна линија.

каде ќе ги инвестираат нивните пари. Бизнес планот претставува камен темелник на успешно финансирање. Ако компанијата ги сака парите на инвеститорите, треба да им понуди добра причина за да инвестираат во нејзините акции. Исто така потребно е постоење на анализа (due diligence) за да се утврди дали компанијата ги има исполнето сите законски одговорности. Емитентот и неговите директори ја превземаат целокупната одговорност за точноста на податоците содржани во проспектот. Со due diligence-от се обезбедува целосно информирање, со што се намалува можноста за било каков ризик. Понатаму во процесот следува вреднување на компанијата, потоа утврдување на цената на акциите кои ќе бидат предмет на издавање. И на крајот се пристапува кон формирање на тим за ИПП-а. Многу е важно сето ова да се спакува во една навистина интересна инвестициона приказна. Ова се клучните детерминанти во процесот на предпонудната процедура а подолу во текстот следи образложение на нивната важност во процесот.

2.1.1. Бизнес план

Професионалните инвеститори ретко би разгледале предлог за ИПП-а на приватна и јавна компанија доколку претходно не е презентираан добро структуриран бизнис план. После вреднувањето на изводливоста на овој бизнис план тие би ги инвестирале првите пари. Бизнес планот е пишана презентација која внимателно го објаснува бизнисот, неговиот менаџмент тим, неговите производи или услуги, неговите цели, како и стратегиите за остварување на целите. Претприемачот, или било кој друг кој го пишува бизнис планот, најверојатно ќе утврди дека тоа е внимателен и доста сложен процес. Треба да се има во предвид дека бизнис планот е продажно средство. Не може да биде напишан само за да постои. Колку компанијата и да има потенцијал, ќе биде одбиена пред самиот нејзин почеток, доколку нејзиниот бизнис план е несоодветен, лошо напишан, двосмислен.

Бизнис планот има **две основни цели** и тоа:

- Првата цел се однесува на добро претставување на компанијата односно шанса за инвестирање со помош на интересни информации за тоа како ќе се одвива бизнисот во наредните три до пет години и подолго.

- Втората цел се однесува да се обезбедат дополнителни средства за реализација на планираните цели.

Претприемачот мора, сите услови и сите потреби да ги инкорпорира заедно во еден уреден и привлечен пакет. Човечките и физички ресурси мораат да бидат поврзани со маркетиншките, оперативните и финансиските стратегии на компанијата.

Не постојат едноставни, брзи правила за подготвување на бизнис план. Потребна е инвентивност. Истиот *не би требало да биде преобеман и комплициран*. Но, *мора да биде информативен и релевантен*. Треба да се карактеризира со логичност и ред, да ја прикаже компанијата како ефикасно позициониран субјект и како поволна можност за добра инвестиција. Тој треба да биде лесен за читање; да биде пазарно ориентиран; да ја процени конкуренцијата; да го презентира дистрибуциониот план; да ја искористи уникатноста на компанијата; да презентира атрактивни проекции; да обезбеди различни пристапи за различни целни групи; и да заврши со предвидување за големината на успехот.

Во основа потребни се два до три месеци за изработка на бизнис план и многу часови за подготовка на презентација на истиот. Потребно е да се искористат специфичните карактеристики на компанијата и да се прикажат како нејзини конкурентски предности.

2.1.2. Длабинска анализа (due diligence)

Длабинската анализа (*due diligence*) е процес кој би требало да се реализира пред емисијата да се понуди на јавноста. Целта е да се осигури дека компанијата ги исполнила сите законски барања воспоставени од страна на Комисијата на 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 анализата (*due diligence*) обично е адвокатот на компанијата чија задача е да го прегледа, анализира и потврди:

- основањето на компанијата,
- статутот,
- патентите,

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

Колку и да звучи чудно, адвокатот мора да потврди и дека компанијата постои. Од законска перспектива, анализата (due diligence) ја намалува цивилната (и/или криминалната) одговорност на емитентите: директорите, инвестиционите банки, адвокатите и др. од неуспехот при креирањето на соодветно известување. Стандардите на due diligence-от се специфични за секоја трансакција и се во зависност од видот на емисијата, емитентот, инвеститорите, тековно расположивите информации за надворешниот пазар и специфичните законски барања и практики.

2.1.3. Вреднување и/или утврдување на цената на акциите

Еден од најважните аспекти на процесот на ИПП-а е *креирањето на инвестициона приказна*. Инвестиционата приказна се состои од 4 или 5 уверливи причини зошто потенцијалниот инвеститор да ги купи акциите. Со креирањето на инвестиционата приказна се доаѓа до вредноста на компанијата, а подоцна и до цената по која акциите ќе бидат понудени на јавноста. Најзначајното несогласување помеѓу гарантот и претприемачот при ИПП-а е несогласувањето околу цената на емисија на акциите на компанијата. Претприемачот секогаш е убеден дека акциите се многу повредни одколку цената на понудата на новата емисија. Но, гарантот сака да креира побарувачка за новата емисија, и тоа да го направи многу брзо. Најдобар начин за тоа е да понудат акции по цена доволно ниска за да ги привлече потенцијалните инвеститори да се упатат кај своите брокери и да ги купат, пред да почне нивната цена да расте. Претприемачот, во основа ја разбира суштината на психолошката игра, и неволно го прифаќа експертскиот совет на гарантот. Двајцата, конечно го потпишуваат договорот, со кој ниту еден од нив не е сосема задоволен. Кај поголемите понуди, овој процес обично трае до денот кога емисијата е подготвена за продавање. Кај помалите понуди, кога се работи за помалку пари, компанијата и гарантот, за цената на акциите, се договараат многу побрзо. Она што е важно во процесот на предпонудната процедура на ИПП-а е да се разјасни прашањето на вреднување наспроти утврдување на цената.

Вредноста и цената се два важни фактори на ИПП-а. 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 преелиминарното вреднување. Други аспекти, кои би требало да се земат предвид при вреднувањето, се следните:

- Коефициент на ефикасност (продажба по вработен);
- Коефициент на левериџ (долг во однос на капитал);
- Покриеност на каматата;
- Профитни маргини, бруто и нето;
- Употреба на приносите;
- Коефициент на заработувачка (нето, како процент на продажбата и нето вредност на средствата);
- Историја на делување на компанијата;
- Активности на компанијата (регионални, национални, или меѓународни);
- Бројност и квалитет на менаџментот;
- Диференцијација на производите и иновација; и
- Сопственост на патенти и лиценци.

Цената се однесува на цена по акција која ќе се понуди при јавната емисија и во основа се заснова на тоа што пазарот ќе го поднесе. При одлучувањето, секако дека имаат влијание и информациите наведени во бизнис планот на компанијата кои детално ги објаснуваат постојните активности, како и активностите кои се проектирани за во иднина.

При понудата кај поголемите компании, гарантите настојуваат да излезат на пазарот со минимум 500.000 акции.⁴⁷ Тие сакаат да обезбедат широка дистрибуција на акциите, како и да обезбедат ликвидност на пазарот по завршувањето на ИПП-а. Друга причина за таков минимум е поради тоа што институционалните инвеститори обично купуваат блокови од 10.000 до 50.000 акции. Со оглед на тоа што правилата на КХВ бараат сопствениците на минимум 5% од вкупно издадените акции на компанијата, да обелоденат што ќе прават со акциите, многу познати купувачи на големи блокови акции од

⁴⁷ Понекогаш, се согласуваат на минимум од 300.000 до 350.000 акции (free float-акции во сопственост на јавноста).

одделни компании купуваат нешто под 5% од вкупно издадените акции на компанијата за да ги избегнат известувањата.

Инвеститорите не сакаат да преплатат, тие повеќе сакаат да купуваат дисконтирани компании одколку компании со кои веќе се тргува на пазарот. При утврдувањето на оваа круцијална точка од инвестиционата приказна, учесниците во емисијата мораат да предвидат индикативно вреднување (ценовен ранг) на самиот почеток од процесот на понудата. Всушност, првото вреднување на компанијата обично се прави при одредувањето на тоа која инвестициона банка ќе биде менаџер. Со цел да ја добијат работата, тие ќе го истакнат преелиминарното вреднување на компанијата.

Вреднувањето ќе биде *редифинирано* кога банкарите ќе научат повеќе за компанијата за време на процесот на длабинската анализа (*due diligence*). Начелно, цената на ИЈП-а се утврдува со преговарање помеѓу инволираните продавачи и инвестиционите банки. При понуда со фиксна цена, водечкиот менаџер има ограничено влијание врз побарувачката од страна на инвеститорите. При понудата со запишување (*bookbuilding*), менаџерите преземаат екстензивен маркетинг за да ги анкетаат мислењата на инвеститорите и во однос на цената и во однос на бројот на акциите. Пред да започне запишувањето, менаџерите го утврдуваат ценовниот ранг и го доставуваат до инвеститорите за да се види нивната заинтересираност, како во поглед на цената така и во поглед на бројот на акциите. Ценовниот ранг е само индикативен и може да биде прилагодуван, понекогаш драматично за време на маркетингот на понудата.

Вреднувањето врз основа на компарација со релативно слични компании, користи различни инвестициони односи при детерминирањето на вредноста на потенцијалниот емитент. Кога станува збор за тоа какви видови вреднувања постојат, може да се истакнат следните видови вреднување:

- Вреднување врз основа на слични компании,
- Вреднување по пат на дисконтиран паричен тек,
- CAPM (Capital Asset Pricing Model).

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 користат различни техники на вреднување. Фазата од развојот на компанијата исто така влијае на изборот на методот за вреднување. Во ситуации кога нема слична група на компании или компанијата е во многу рана фаза од својот развој, можеби е неопходно да се користи вреднувањето со дисконтиран паричен тек.

- **Вреднување врз основа на слични компании**

Најчесто користен, во многу случаи и многу лесен за имплементирање е методот на вреднување на акциите на компанијата со споредба на бројни финансиски и инвестициони коефициенти со оние на компании од иста или слична дејност, кои веќе се котирали на берзата. Во основа, полесно е да се пресметаат коефициенти за други компании. Овој метод особено е корисен кога постојат неколку споредливи компании кои пазарот ги вреднувал сосема коректно.

Одредувањето на тоа што е „споредлива“ компанија не е секогаш јасно, и е во зависност од самата интерпретација. Кога се одбираат споредливи компании, аналитичарите и банкарите бараат сличности во:

- Обемот и идниот развој
- Ризици во работењето
- Обем на понуда на производи
- База на потрошувачи
- Географска распространетост
- Тековна и идна профитабилност

Постојат бројни коефициенти што можат да се употребат во споредувањето на вредностите:

- Капитализација на приносите (или цена/добивка)
- Цена / ДПКД (добивка пред камата и данок)
- ПВ / КВ (пазарна вредност / книговодствена вредност)
- ВК / ДПКДДА (вредност на компанијата / добивка пред камата, данок, депрецијација и амортизација)
- ВК / Приходи (вредност на компанијата / приходи)

Првите три показатели даваат проценка за вредноста на капиталот (пазарна капитализација) на компанијата. Другите два, базирани на вредноста на

компанијата, даваат проценка на вредноста на капиталот, како и, проценка на вредноста на долгот на компанијата. Се разбира дека има и бројни други инвестициони коефициенти кои можат да бидат употребени. Некои од нив се поупотребливи во одредени индустрии од други. Претходно наведените пет коефициенти се најраспространети и широко користени.

Објаснувањето на релативните вреднувања ќе биде илустрирано преку пример: Компанијата А размислува за ИПП-а. Како дел од процесот на одлучување, биле прашани повеќе инвестициони банки да обезбедат проценка на вредноста. Табелата 3 е типична „споредлива табела”, конструирана од инвестиционен банкарски аналитичар. Аналитичарот, скоро дипломиран на врвен универзитет, треба да анализира многу поголема група на компании во индустријата на Компанијата А, и почетната група компании да ја намали на пет, кои имаат најслични карактеристики.

Табела 3. Избрани споредливи компании

1 Компанија	2 Цена	3 Пазарна капитал. (мил.\$)	4 Цена/ добивка 2008	5 Цена/ добивка 2009	6 Цена / ДПКД	7 ПВ / КВ	8 ВК / ДПКДДА	9 ВК / Приходи
Б	47,9	534	18,7	14,3	7,4	1,00	6,9	1,24
В	21,6	287	14,4	13,5	6,9	0,16	7,3	0,64
Г	37,8	900	7,6	7,1	4,0	0,55	4,5	0,70
Д	5,3	456	11,8	7,3	6,0	0,25	3,9	0,51
Ѓ	77,3	175	13,8	12,7	7,1	0,79	6,6	1,01
Просек			13,3	11,0	6,3	0,55	5,8	0,82
Медијана			13,8	12,7	6,9	0,55	6,6	0,70

Извор: Адаптирано од Geddes R., (2005), “IPOs&equity offerings”

Пазарна капитал. = пазарна капитализација (број на акции * цена на акција)

Цена / Добивка = коефициент цена / добивка (2008 и 2009)

ПВ = пазарна вредност (пазарна капитализација)

КВ = книговодствена вредност на акционерскиот капитал

ВК = вредност на компанијата

ДПКД = добивка пред камата и даноци

ДПКДДА = добивка пред камата, даноци, депрецијација и амортизација

Цената може да се однесува или на цена по акција, или на пазарна капитализација, во зависност од именителот во коефициентот. Треба да се акцентира дека средината (просекот) и медијаната (средната вредност, средниот член) во статистичките податоци се логично блиску до повеќето коефициенти. Ова укажува на тоа дека само неколку вредности можат да бидат надвор од рангот.

Аналитичарот обично ги елиминира овие вредности од пресметките на средните вредност на анализираната група.

Табелата 4 ги претставува збирно финансиските извештаи за Компанијата А за 2008-та година. За 2009-та година се очекувало нето добивката да порасне од 17 милиони \$ во 2008-та на повеќе од 20 милиони \$.

Табела 4. Збирни финансиски извештаи (милиони \$)

Биланс на успех	2008	Биланс на состојба	2008
Приходи	300	Основни средства	400
Трошоци на продажба	<u>(250)</u>	Тековни средства	100
Добивка пред камата, даноци, депрецијација и амортизација	50	Тековни обврски	60
Депрецијација	<u>(14)</u>	Долгорочни обврски	80
Добивка пред камата и даноци	36	Акционерски капитал	360
Трошоци за камата	<u>(12)</u>		
Добивка пред даноци	24		
Даноци	<u>(7)</u>		
Добивка после даноци	17		

Извор: Адаптирано од Geddes R., (2005), "IPOs&equity offerings"

Сега ќе се задржиме на компаративното вреднување базирано на претходно споменатите пет коефициенти.

- **Капитализација на приносите или коефициент цена/приноси**

Најчесто користен метод на вреднување на приносите е коефициентот цена/приноси. За да се одреди вредноста, годишните одржливи приноси се множат со просекот на коефициентот цена/приноси на секторот или споредливите компании. Понекогаш овој метод се нарекува и метод на “капитализација на приносите”, и се формулира како: **Одржливи приноси по акција \times мултипликаторот цена / приноси = цена на акцијата или Одржлив нето профит \times мултипликатор цена / приноси = пазарна капитализација**

Првиот чекор е утврдување на одржливи приноси (нето профит или нето принос) кои можат да се припишат на акционерите кои поседуваат обични акции. Банкарите и инвеститорите ќе ги анализираат следните податоци:

- Историскиот раст на приносите
- Квалитетот на приносите (т.е. стабилноста или еластичноста)
- Можните сметководствени прилагодувања
- Надворешните фактори кои можат да влијаат на идните приноси.

Покрај проценувањето на одржливите приноси, кои самите во себе инволвираат неколку претпоставки, одредувањето на соодветен мултипликатор е исто несигурно. Инвеститорите ќе го земат во предвид индустрискиот просек, или уште подобро, просечниот мултипликатор на оние компании кои најмногу можат да се споредат со компанијата.

Како едноставен пример, да се разгледа компанија со претпоставени одржливи приноси кои можат да се припишат на акционерите кои поседуваат обични акции од 5 милиони \$. Аналитичар кој верува дека соодветна стапка на капитализација е помеѓу 8 и 12 пати, ќе ја вреднува компанијата помеѓу 40 милиони \$ и 60 милиони \$. Ако компанијата има намера да емитира 10 милиони акции, тогаш, претпоставената цена за една акција би била помеѓу 4 \$ и 6\$. Алтернативно, банкарите можат да ги анализираат приносите (нето профитот) од минатата година, да ги претпостават приносите до крајот на тековната година, како и да ги претпостават приносите за идната година, од компанијата, и да ги споредат истите со проценетиот коефициент цена/приноси на групата споредливи компании. Кај примерот со Компанијата А, гледаме дека просечниот коефициент цена/приноси за 2008-та година за петте наведени

компанијата бил 13,3 пати, додека во 2009 година тој коефициент изнесувал 11 пати. Применувајќи го индустрискиот просек на Компанијата А, нејзината предвидена пазарна капитализација била помеѓу 220 милиони \$ и 230 милиони \$:

Табела 5. Пазарна капитализација

Година	Мултипликатор	X	Нето профит	=	Пазарна капитализација
2008	13,3	X	17 милиони \$	=	226,1 милиони \$
2009	11,0	X	20 милиони \$	=	220,0 милиони \$

Додека користењето на мултипликаторот цена/приноси или приодот на одржливи приноси е еден од најисправните методи на релативно вреднување, тој не е совршен. Според Financial Times (10 Март 1997): “Најголемата слабост е ненанучниот пристап при вреднувањето на растот.”

Други недостатоци, односно аспекти кој овој пристап не ги зема во предвид се:⁴⁸

- Разлики во пристапот на пресметка (домашни и меѓународни) (т.е. амортизација на гудвилот),
- Разлики во нивоата на задолженост,
- Разлики во даночните стапки.

И покрај неговите недостатоци, пристапот со коефициентот цена/приноси при вреднување на компанија, продолжува да биде еден од најмногу применуваните методи. Релативно е едноставен за пресметка и употреба, и разбирлив за сите учесници на пазарот, вклучувајќи ги и индивидуалните инвеститори. Како и да е, ни еден одговорен банкар нема да се задржи само на пристапот на капитализација на приносите. Тој ќе разгледа и други споредливи коефициенти за да ги потврди бројките добиени при користењето на коефициентот цена/приноси.

⁴⁸ Geddes R. (2005), “IPOs&equity offerings”

- ***Цена/ДПКД***

Алтернативен метод за вреднување на приносите (добивките) е употреба на коефициентот на цена/ДПКД (добивка на компанијата пред камата и даноци). Се користи истата процедура како и кај капитализација на приносите (добивките), освен што ДПКД е замена за нето добивката. Коефициентот е особено корисен за вреднување компании кои тековно создаваат загуби или имаат големи обврски (односно кога употребата на коефициентот цена/приноси базиран на историски податоци е невозможна). Овој коефициент исто така го отстранува влијанието на различните даночни стапки.

- ***Пазарна вредност наспроти книговодствена вредност***

Коефициентот ПВ/КВ (пазарна вредност/книговодствена вредност) е често користен инвестиционен коефициент. Пазарната вредност на акциите на компанијата се дели со книговодствената вредност на акциите (акционерскиот капитал поделен со бројот на издадени акции); или пазарната капитализација се дели со акционерскиот капитал. Важноста на овој коефициент е поголема кај некои сектори (пр. финансиски услуги) отколку кај други сектори (пр. висока технологија, софтвер). Некои аналитичари го фаворизираат овој коефициент, бидејќи книговодствената вредност е релативно константна што го олеснува споредувањето низ времето, или споредувањето со други компании. Коефициентот може да биде пресметан за компании кои прават загуби и за компании со негативна ДПКД. Книговодствената вредност на акционерскиот капитал на Компанијата А била 360 милиони \$. Користејќи го коефициентот ПВ/КВ од 0,55, претпоставената пазарна вредност изнесува 198 милиони \$.

- ***Вредност на компанијата / ДПКДДА***

Овој коефициент почнал широко да се употребува во средината на 1990-те години. Вредноста на компанијата се пресметува како пазарна капитализација на компанијата (број на издадени акции помножен со цената по акција) плус пазарната вредност на нејзините неподмирени обврски. Коефициентот ја споредува вредноста на компанијата со ДПКДДА (добивка пред камата, данок, депрецијација и амортизација), која логично е блиску до нејзиниот паричен тек. ДПКДДА е корисен податок, особено за компаниите или

индустриите кои забрзано растат, и кои сеуште можеби не оствариле профитабилност. Користите од овој коефициент се бројни. Истиот може да се пресмета за компании кои имаат нето загуби и може да биде посоодветен за индустрии кои бараат значителни инвестиции во инфраструктурата и долг период за поврат на средствата. При купувањето на компании со долг (LBO), ДПКДДА обезбедува согледување на можноста на компанијата да создаде паричен тек кој може да биде употребен за поддршка на подмирувањето на долговите во краток временски период. Конечно, ДПКДДА обезбедува споредување на компании со различна структура на капиталот.

Ако се погледни компанијата А, ќе се види дека ДПКДДА за 2008 година била 50 милиони \$. Просечниот коефициент ПВ/ДПКДДА на групата пет споредливи компании била 5,8 пати. Што значи дека проценетата вредност на Компанијата А би била 290 милиони \$. Одземајќи ја вредноста на долгот на компанијата, во износ од 80 милиони \$, ќе се дојде до вредност на компанијата од 210 милиони \$, нешто под (но сепак, во линија на) бројките добиени со користење на коефициентот цена/приноси (добивка).

- ***Вредност на компанијата / приходи (продажби)***

Коефициентот вредност на компанијата/приходи е најкорисен кај цикличните индустрии, каде добивките и ДПКД се често негативни за време на надолжниот тренд на индустрискиот циклус. Една силна страна на овој коефициент, е дека кај повеќето индустрии, мерењето на приходите е прецизно и не се предмет на различни сметководствени пресметки, како што тоа можат да бидат трошоците. И покрај тоа што овој коефициент може да биде поконзистентен отколку претходно споменатите коефициенти, истиот не е во можност да ги разликува компаниите со добра и лоша маржа, ниту пак ги зема во предвид растот или ризикот.

Во индустријата на Компанијата А, просечниот коефициент вредност на компанијата/приходи е 0,82 пати, што овозможува проценка на вредноста на компанијата од 246 милиони \$, базирано на 300 милиони \$ годишни приходи. Откако ќе се одземе долгот, проценетата вредност на капиталот на Компанијата А би била 166 милиони \$, значително под вредноста пресметана со другите коефициенти. Кога со некој показател - коефициент се добие вредност која значително отстапува од просекот, аналитичарот би требало да „копа“

подлабоко, а не само да ја прифати вредноста и да ја стави во просекот на вредности. Ако се погледне во табелата 3, може да се види дека колоната во која е наведен коефициентот вредност на компанијата/приходи, е со најголема варијација, со вредности од 0,51 пати до 1,24 пати. Можеби, овој коефициент не е најсоодветен за индустријата на Компанијата А. Ако ова е причината, тогаш аналитичарот би требало да го отстрани овој коефициент од неговите пресметки.

Табелата 6 дава преглед на вкупното споредливо вреднување на Компанијата А. Направени се упростени претпоставки, каде просекот од петте компании е соодветна бројка за четирите коефициенти, која е погодна за вреднување на Компанијата А.

Табела 6. Вкупно вреднување

Коефициент	Предвидена вредност на капиталот (мил.\$)
цена/добивка (2008)	226
цена/добивка (2009)	220
цена/ДПКД	227
ПВ/КВ	198
вредност на комп./ДПКДДА	210*
Ранг	198 – 227
Просек	216

*Вредност на капиталот базиран на вредноста на компанијата од 290 милиони \$ намалена за 80 милиони \$ долг.

Даден е едноставен просек од 216 милиони \$ и прилично тенок ранг за вреднување, при што логичната претпоставка за вредноста би била од 205 до 225 милиони \$. Во вистински ситуации, аналитичар со добро познавање на индустријата на Компанијата А, може да даде поголемо значење на резултатите добиени од претходно споменатите коефициенти.

- **Вреднување по пат на дисконтиран паричен тек**

Во една изјава Ritter вели: “Во основа вреднувањето на ИЈП-и не е поразлично од вреднувањето на други стоки. Во пракса, бидејќи многу ИЈП-и

сè за млади брзо растечки компании, во високо технолошката индустрија, историските сметководствени податоци се недоволни во проектирањето на идните профити или парични текови.”⁴⁹

Од теоретски аспект, вреднувањето со дисконтиран паричен тек обезбедува најреални индикации за вредноста на компанијата, но, неговата употреба во пракса е секогаш ограничена од недостаток на доверливи-веродостојни предвидувања за паричниот тек и бројни потребни претпоставки.

При одредувањето на вредноста на компанијата, со помош на дисконтиран паричен тек, постојат пет чекори, и тоа:

- Прогноза на идните парични текови за наредниот бизнис циклус, или најмалку за пет години. Ако прогнозата е направена врз база на финансиските извештаи на компанијата, треба да се провери дали е направено соодветно прилагодување за депрецијацијата и амортизацијата, трошокот на капиталот и промените во обртниот капитал,
- Да се направи проценка на вредноста на компанијата за период по периодот на проценка (ова е таканаречена резидуална или крајна вредност),
- Користејќи соодветна дисконтна стапка да се пресмета сегашната вредност на сите парични текови,
- Да се додаде било каков вишок на кеш или акции кои можат да се продадат и неоперативни средства за да се одреди вредноста на компанијата, и
- Да се направи прилагодување и со неисплатениот долг на компанијата при одредувањето на вредноста на нејзиниот капитал.

Во првиот чекор износот на слободниот паричен тек пресметан со методот на дисконтиран паричен тек комбинира информации и од билансот на успех и од билансот на состојба (на пример, трошоците на капитал може да претставуваат значителна употреба на кеш, но не се појавуваат во билансот на успех на компанијата). И депрецијацијата и амортизацијата се трошоци во билансот на успех, но не придонесуваат за било какво движење на кеш. Кај особено нестабилните или несигурни индустрии, периодот за предвидување

⁴⁹ Ritter, 1998

(прогноза) може да биде само три години, додека кај постабилните индустрии или онаму каде има долгорочни договори паричниот тек може да се прогнозира и за наредните десет или повеќе години. Иако би можело да биде тешко, финансискиот аналитичар би требало да се обиде да опфати еден бизнис циклус.

Добивка пред камата и данок (ДПКД)

Минус: Националните даноци

Се добива: Нето Оперативен Профит После Даноци (НОППД)

Плус: Непарични трошоци, особено Депрецијација и Амортизација

Минус: Капитални трошоци
Зголемување (намалување) на непаричниот обртен капитал

Се добива: Слободен паричен тек

Нето оперативниот профит после даноците НОППД, понекогаш се нарекува и Нето Оперативен Профит Намален за Прилагодени Даноци НОПНПД.

Табела 7. Предвидување на парични текови

	милиони \$				
	Год.1	Год.2	Год. 3	Год. 4	Год. 5
ДПКД	100	106	112	119	126
Национална даночна стапка (30%)	30	32	34	36	38
	70	74	78	83	88
<i>Плус:</i>					
Депрецијација	25	28	30	33	37
<i>Минус:</i>					
Капитални трошоци	30	32	33	35	36
Зголемување на обртниот капитал	12	15	16	10	(5)*
	53	55	59	71	94

* Ова претставува намалување во обртниот капитал, или ослободување на кеш

Зголемувањето на непаричниот обртен капитал (некогаш се нарекува и работна инвестиција) претставува употреба на кеш, додека неговото намалување ослободува кеш и би требало да се додаде, а не извади, за да се добие крајниот резултат (табела 7).

Слободниот паричен тек е кеш, кој теоретски е расположив за враќање на оние кои го обезбедиле капиталот, и на оние кои ѝ позајмиле на компанијата, како и на акционерите. Од слободниот паричен тек, корпоративниот финансиер започнува да ја одредува вредноста на компанијата. Претходната табела, прикажува поедноставен пример на пет-годишно предвидување на слободниот паричен тек, за бизнис, чија ДПКД расте околу 6% годишно. Кога се вреднува бизнис кој расте, аналитичарите мораат исто така да ги земаат во предвид и трошоците на капиталот, како и порастот на инвестициите во обртен капитал, кој ќе го поддржат тој развој.

Вториот чекор се однесува на одредување на резидуална (крајна) вредност. Во наједноставните случаи конечната или резидуалната вредност на компанијата е остатокот на вредноста на основните средства. Кога компаниите се вреднуваат со неодреден или недефиниран животен век, мора да се одреди вредност на бизнисот или компанијата и по завршувањето на периодот за кој се прогнозираат одредени вредности. Секогаш крајната, резидуалната вредност го содржи најголемиот дел од вреднувањето.

Постојат три заеднички пристапи за утврдување на крајната вредност на проектите или компаниите:

- Вредност на средствата
- Релативни или споредливи мултипликатори (пресметковен пристап)
- Вреднување на вечен паричен тек (економски пристап)

Вредноста на средствата во одредени, многу специфични вреднувања, особено на природните извори или индустриите кои се занимаваат со искористување и преработка на природните богатства, крајната-резидуална вредност на бизнисот е едноставно вредноста на фабриката и опремата по целосното искористување на рудникот, изворот или бунарот. Да се потсетиме, дека резидуалната вредност на средствата би можело да биде негативна, ако, на пример, на крајот биде потребно да се направат значителни трошоци за чистење на околината.

Релативно вреднување (пресметковен приод). Овој приод сугерира употреба на компаративни мултипликатори, кои се наведени претходно во овој текст. Ако, аналитичарот употреби релативно вреднување за да ја одреди крајната-резидуална вредност, би требало да го употреби или коефициентот - вредност на компанијата/приходи или да биде сигурен во зголемувањето на коефициентот - вредност на компанијата со антиципираните неизмирени долгови.

Така, мултипликаторот ДПКДДА на крајот на петтата година, би можело да биде предвиден врз база на користење на тековниот просек на мултипликаторот ДПКДДА, и да се искористи во одредувањето на добивката пред камати, даноци, депрецијација и амортизација во петтата година. Недостатокот на овој метод е во несигурноста при изборот на мултипликаторот на идната ДПКДДА. Мултипликаторите се зголемуваат и намалуваат со текот на времето, па поради тоа е многу тешко точното одредување на идната вредност.

Дисконтиран паричен тек (економски пристап). Според финансиската теорија, економскиот пристап е најсоодветниот метод на утврдување на резидуалната вредност. Ќе разгледаме две можности. Првата, претпоставува дека нема да има пораст во слободните парични текови во годините кои следат по последната година од периодот за кои се вршат предвидувањата. Втората, претпоставува дека порастот ќе продолжи. Првиот пристап на дисконтиран паричен тек, претпоставува дека, слободните парични текови и во наредните години остануваат исти, како и слободниот паричен тек на последната година од периодот за кој се врши предвидување. Дисконтната стапка (r) која се користи при пресметката на бесконечен паричен тек е просек од трошокот на капиталот. Формулата за пресметка на постојан паричен тек засекогаш е:

$$\text{Крајна (резидуална вредност)} = \text{паричен тек} / r$$

Во некои случаи, приодот на „постојан-непроменлив“ паричен тек е несоодветен. Некои компании или проекти, можат, сосема законски, да претпостават дека ќе се развиваат и растат и по периодот за кој се вршат предвидувањата. Ако се претпоставува дека растот ќе биде постојан, резидуалната вредност може да биде проценета со користење на математички

концепт на вечен пораст. Формулата за пресметка на резидуалната вредност во услови на вечен пораст е:

$$\text{Крајна (резидуална вредност)} = [CF_n \cdot x(1 + g)] / (r - g)$$

каде CF_n е паричен тек во последната година на предвидувањето, g е стапка на пораст и r е дисконата стапка.

Во основа, препорачливо е максималната стапка на раст која се употребува во пресметките да не ја надмине долгорочната одржлива стапка на раст на економијата. За компаниите кои делуваат во Европската унија или на неамериканските пазари, вечна стапка на раст од 2% до 3% би било максимален логичен раст.

На пример, следната табела укажува на крајната вредност, базирана на паричен тек од 94 милиони \$ во последната година од периодот за кој се врши предвидување, и две различни претпоставки за раст: нула и 2,5%. Во двата случаи, употребена е дисконтна стапка од 10%. Иако разликата во стапката на пораст изгледа мала, 2,5%, сепак, разликата во крајната-резидуална вредност е близу 37%.

Табела 8. Споредување на крајна-резидуална вредност со различни стапки на раст

	% Раст	2,5% Раст
Паричен тек 5-та година	94 мил.\$	94 мил.\$
Пресметка	94/0,10	$\frac{94 \times 1,025}{(0,10-0,025)}$
Крајна-резидуална вредност	940 мил.\$	1.285 мил.\$

Чекорот три се однесува на дисконтирање на паричните текови. Кога е завршено со предвидувањето на слободните парични текови, и пресметана крајната-резидуална вредност, инвестициониот аналитичар мора да ги дисконтира паричните текови со соодветна дисконтна стапка, со цел да дојде до вредноста на бизнисот. Табелата 9 ги зема слободните парични текови од табела

8, претпоставувајќи дека нема раст во пресметката за крајната-резидуална вредност, и дисконтна стапка од 10%.

Табела 9. Дисконтирање на паричните текови

	Год. 1	Год. 2	Год. 3	Год. 4	Год. 5	Потоа
Слободен паричен тек	53	55	59	71	94	940
Дисконтен фактор	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,621
Сегашна вредност	48	45	44	48	58	584
Сегешна вредност на слободни парични текови	827 \$					

Се забележува дека крајната-резидуалната вредност обезбедува 70% од вкупната вредност на бизнисот. (584 мил.\$ / 827 мил.\$)

Одредување на вредноста на бизнисот. Вредноста на бизнисот на компанијата се пресметува како збир на следните ставки:

Дисконтирани парични текови за периодот за кој се врши предвидувањето + Сегашната вредност на крајната резидуална вредност + Готовите пари (кешот) (вклучувајќи ги и акциите кои можат да се продадат) на датумот на вреднувањето + Вредност на средства кои не се употребуваат на датумот на вреднување = Вредност на компанијата.

Кога кешот посебно се вреднува како во овој случај, важно е оној кој го вреднува кешот, да не ја вклучува каматата од тој кеш за времето за кое се врши предвидувањето. Ова може да резултира во двојна пресметка. Третата ставка од оваа пресметка се средствата кои бизнисот ги поседува, но не ги користи во нејзините вообичаени операции. Доколку тие имаат вредност, средствата треба да се вклучат при пресметката на вредноста на компанијата.

Вредноста на компанијата, која е земена за пример, во табела 10, е 847 мил.\$.

Истата е добиена кога на дисконтираните парични текови кои изнесуваат 243 мил.\$ е додадена сегашната вредност на крајната – резидуална вредност која

изнесува 584 мил.\$, потоа е додаден кешот кој изнесува 10 мил.\$, и на крај е додадена вредноста на средствата кои се во сопственост на бизнисот, но не се употребуваат во редовните активности на компанијата кои изнесуваат 10 мил.\$.

Табела 10. Одредување на вредноста на компанијата

Предвидени дисконтирани парични текови	243 мил.\$
Сегашна вредност на крајна-резидуална вредност	584 мил.\$
Кеш*	10 мил.\$
Средства кои се во сопственост на бизнисот, но не се употребуваат во редовните активности на компанијата*	10 мил.\$
<i>Вредноста на компанијата</i>	<u>847 мил.\$</u>

*Направени претпоставки за конкретниот пример

Вредноста на компанијата се однесува на вредноста на средствата на бизнисот (овде бизнисот може да биде оддел од компанијата, приватна компанија, акционерско друштво котирано на берза или било која друга компанија). Кога овде се зборува за средства, не се мисли на книговодствената вредност, туку на сегашната вредност на паричните текови што средствата на компанијата се способни да ги генерираат. Вредноста на компанијата не се грижи за тоа како средствата на компанијата се финансирани. Од друга страна, инвеститорите на берзата се заинтересирани за вреднување на капиталот, кој се пресметува како што следи:⁵⁰

Вредност на компанијата

Намалена за пазарната вредност на:

Приоритетните акции

Долгот (кој вклучува приоритетни акции, банкарски кредити и други неподмирени долгови)

= Вредност на капиталот

⁵⁰ Geddes R. (2005), "IPOs&equity offerings"

Вредноста на капиталот во бизнисот, едноставно е вредноста на компанијата намалена за пазарната вредност на акциите кои се рангирани пред обичните акции во случај на ликвидација. Кредиторите на компанијата и имателите на приоритетните акции имаат предност во побарувањата од средствата на компанијата. Поради тоа вредноста на акционерскиот капитал (резидуална вредност на бизнисот) е остатокот од вредноста на компанијата по одземањето на приоритетните побарувања.

Во пракса, може да биде тешко одредувањето на пазарната вредност на долгот и приоритетните акции. Во тој случај, банкарите и аналитичарите често ја користат книговодствената вредност, наведена во повеќето тековни финансиски извештаи.

Вредноста на капиталот, која е пресметана како пример во табела 11, изнесува 547 мил.\$. Истата е добиена кога вредноста на компанијата која изнесува 847 мил.\$ е намалена за вредноста на долгот која изнесува 300 мил.\$.

Табела 11. Одредување на вредноста на капиталот

Предвидени дисконтирани парични текови	243 мил.\$
Сегашна вредност на крајна-резидуална вредност	584 мил.\$
Кеш*	10 мил.\$
Средства кои се во сопственост на бизнисот, но не се употребуваат во редовните активности на компанијата*	10 мил.\$
<i>Вредноста на компанијата</i>	<u>847 мил.\$</u>
Се намалува за пазарната вредност на:	
Приоритетни акции*	0 мил.\$
Долг*	300 мил.\$
<i>Вредноста на капиталот</i>	<u>547 мил.\$</u>

*Направени претпоставки за конкретниот пример

Вредноста на капиталот е проценка на пазарната капитализација на бизнисот. Ова би требало да биде почетна точка за аналитичарите и

инвестиционите банкири при одредувањето на цената на ИПП-а. Треба да се истакне дека, иако пристапот на вреднување на дисконтираниот паричен тек е “најнаучен”, истиот има одредени слабости. Постојат грешки при проценувањето на повеќето предвидувања на паричните текови, одредувањето на крајната-резидуална вредност, и секако, најважното, при изборот на дисконтната стапка (трошокот на капитал).

Одредување на трошокот на капиталот. При дисконтирањето на прогнозираните парични текови или крајната-резидуална вредност, аналитичарот би требало да ги користи трошоците на капитал на компанијата (или на одреден оддел или бизнис единица); тоа е износ (во %) што компанијата мора да го плати на доверителите или на акционерите на приоритетни акции. Секој извор на капитал има трошок.

При обидот да се одреди точна дисконтна стапка, аналитичарот би требало да го пресмета пондерираниот просек на трошокот на секоја компонента или извор на финансирање. *Пондерираниот просек на трошокот на капитал (ППТК) би бил еднаков на опортунитетниот трошок на капиталот (т.е. износот на повратот што рационалниот инвеститор би го барал за инвестиција со сличен ризик).*

Формулата за ППТК за компанија со два извора на капитал (обични акции и чист долг) е следна:

$$\text{ППТК} = [(K_d \cdot x(1-t)) \cdot (D/T)] + [K_e \cdot x(E/T)]$$

каде:

K_d е трошок на долгот,

t е даночна стапка,

D е пазарна вредност на долгот,

K_e е трошок на капиталот,

E е пазарната вредност на вкупниот износ на капиталот, и

T е долг + капитал (и двата износа по пазарна вредност).

Треба да се запомнат две клучни работи:

- **Употреба на пазарни вредности** - Пондерирањето употребено во формулата би требало да се базира на пазарни вредности на неизмирениот долг и на капиталот, а не на нивните книговодствени вредности. ППТК е очекуваниот поврат на акциите на компанијата

базирано на нивната тековна цена. Тоа е бараниот поврат на инвеститорот во тоа време.

- **Употреба на оптимални пондери** - Пропорциите употребени во пондерираните просечни трошоци на капиталот можеби не се пропорциите што постојат денес. Тие би требало да бидат очекуваните коефициенти долг/капитал кои би требало да ја финансираат компанијата за време на прогнозираниот период. Посакуваната структура на капитал би требало да биде онаа која го минимизира ППТК, и со тоа ја максимизира вредноста на бизнисот.

На пример, една компанија ги има следните компоненти на трошокот на капитал:

Табела 12. Трошок на капитал

Трошоци на долг (пред данок)	8%
Трошоци на капитал	11%
Даночна стапка	30%
Пазарна вредност на долгот	5 мил.\$
Книговодствена вредност на долгот	5 мил.\$
Пазарна вредност на капиталот	20 мил.\$
Книговодствена вредност на капиталот	10 мил.\$

- Прво, се пресметува трошокот на капитал по одданочување:
$$8\% \times (1-30\%) = 8\% \times 0,70 = 5,6\%$$
- Второ, користејќи ги пазарните вредности, се утврдува вкупниот капитал:
$$5 \text{ мил}\$ + 20 \text{ мил}\$ = 25 \text{ мил}\.$$
- Трето, се утврдуваат пропорциите во долгот и капиталот:
Долг $5 \text{ мил}\$ / 25 \text{ мил}\$ = 0,20$
Капитал $20 \text{ мил}\$ / 25 \text{ мил}\$ = 0,80$
- Четврто, во формулата за ППТК се употребуваат претходно добиените вредности:

$$\text{ППТК} = (5,6\% \times 0,20) + (11,0\% \times 0,80) = 1,12\% + 8,80\% = 9,92\%$$

Трошоци на долгот. Трошокот на долгот на компанијата е трошок за позајмување што компанијата го прави за да ги зголеми фондовите денес. Овој трошок се одзема после даноците за да се спои со паричниот тек кој исто така се пресметува на основа која се добива после оданочувањето. Трошокот на долгот не е купонска рата на неисплатен долг. Тоа е, тековен принос до достасување. Ако компанијата има издадено обврзници со купон од 9,0% и тековен принос до достасување од 7,5%, овој вториот износ ќе биде земен при пресметката на трошоците на долгот, иако компанијата продолжи да плаќа 9% се додека долгот не достаса. Исто така треба да се запомни дека, ако приносот до достасување се промени од иницијалната купонска рата, пазарната цена на обврзниците исто така се менува. Ако приносот до достасување се зголеми, пазарната цена на долгот ќе биде пониска од оригиналната книговодствена вредност, додека ако приносот до достасување се намали, пазарната цена на долгот ќе се зголеми.

Трошоци на капиталот. Треба да се потсетиме дека, за компанијата, трошоците на капиталот, се еднакви на, повратите од инвестирањето во средства на компанијата, очекувани од страна на инвеститорите. Одредувањето на очекуваниот поврат на акциите е тешко, бидејќи постојат две компоненти: идните дивиденди и антиципираното зголемување на пазарната вредност на акциите (капиталот). Финансиерите, би требало да се посветат на академските модели за пресметка на очекуваните поврати, или на трошоците на капиталот.

- **CAPM (CAPITAL ASSET PRICING MODEL).** Независно од многуте недостатоци, CAPM (CAPITAL ASSET PRICING MODEL) е најпопуларен метод на одредување на трошоците на капиталот.⁵¹ CAPM е теорија на поврзаноста на ризикот на средствата (акциите на компанијата) и бараната стапка на поврат на инвестираните средства. Опортунитетниот трошок на капиталот е еднаков на повратот на безризичните средства плус системскиот ризик на компанијата (бета) помножен со пазарната цена на ризикот (пазарна премија за ризикот), и тоа како следи:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Каде K_e е трошок на капиталот,

⁵¹ Bruner et al., 1998; Geddes, 1998

r_f е безризична стапка на поврат,

β е бета,

r_m е (очекуваниот) пазарен поврат на капиталот; и

$(r_m - r_f)$ е премија за ризик, која е еднаква на разликата помеѓу повратот на инвестициите на пазарот (со одреден пазарен ризик) и безризичните инвестиции.

CAPM започнува со една логична премија која инвеститорите ја бараат како стапка на поврат и тоа барем онаа која би можеле да ја заработат при инвестирање во безризични средства (т.н. безризичен поврат). Вторит чекор на овој модел, вели дека, за да бидат привлечени да инвестираат на берзата, инвеститорите бараат премија за да го компензираат дополнително инволвируваниот ризик. Ова е претставено со $(r_m - r_f)$ и се однесува како премија за ризик на капиталот, или премија за пазарен ризик. Основна претпоставка на CAPM е дека, единствено пазарниот ризик, односно движењата на пазарот како целина, влијае на движењето на цената на акциите на компанијата. CAPM го квантифицира ризикот на акцијата на поделната компанија со нејзиниот бета фактор. Бета е мерка на ризикот на соодветната акцијата спореден со ризикот на берзата како целина.

Безризична стапка. Безризичната стапка е поврат на хартијата од вредност која воопшто нема ризик. Теоретски, тоа е стапката на поврат на секоја хартија од вредност издадена од страна на државата. За вреднување на компанијата, приносот на среднорочна (10 годишна) обврзница издадена од владата, обично се зема како безризична стапка.

Премија за ризик на капиталот / премија за пазарен ризик. Премија за ризик на капиталот, всушност е разликата помеѓу очекуваната стапка на поврат на берзата (портфолио на пазарот) и безризичната стапка на поврат. Обично се користат историските просеци на премијата за ризик, и тоа доколку постои релативно стабилна поврзаност помеѓу повратите на берзата и безризичните поврати. Треба да се знае дека краткорочната врска (за период до 10 години) може значајно да варира.

И во Англија и во Америка, премија помеѓу 4 и 6 % над приносот од владините обврзници, вообичаено се зема како премија за ризик на капиталот.

За време на биковиот пазар има тенденција на прекумерен или ирационален оптимизам, така што и банкарите и инвеститорите секогаш бараат помала премија за ризикот.

Бета. Бета го мери степенот на поврзаност на движењето на повратите на акцијата со оние на пазарот како целина. Таа е мерка на релативниот ризик. Бета 1.0, значи дека акциите на компанијата се очекува да се движат во линија на пазарот. Бета 1,5 значи дека доколку берзанскиот индекс се промени за 1,0%, цената на акциите ќе се промени за 1,5%, и тоа во истиот правец како и движењето на берзата. Компаниите кои се поризични одколку берзата во целина, имаат бета поголема од 1,0, додека оние кои се помалку ризични имаат бета помалку од 1,0. Бета -1.0, значи дека акциите на компанијата се очекува да се движат во спротивно од движењето на берзата. Бета -1,5 значи дека доколку берзанскиот индекс се промени за 1,0%, цената на акциите ќе се промени за 1,5%, и тоа во спротивен правец од движењето на берзата. Бета 0 значи дека не постои никаква поврзаност на движењето на повратите на акцијата со оние на пазарот како целина.

Одредувањето на цената на емисијата е тешка задача, исто како и вреднувањето на компанијата. Финансиската индустрија е подложна на одредени психички влијанија кои имаат свој одраз на одредувањето на цената. Повеќето гарантите се условени да следат одредени историски традиции при утврдувањето на цената на акциите. Цената не треба да биде ниту превисока ниту прениска. Акции чија цена е под 5\$, на пример, може да се сметаат како преризични, а акции со цена повеќе од 20\$ можат да привлечат премногу внимание за емисијата. Некои брокерски куќи сметаат дека акции под 10\$ се премногу шпекулативни, додека пак акции над 20\$ држат на страна многу инвеститори, бидејќи не можат да купат доволен број на акции.

Една формула за одредувањето на цената, која гарантите сакаат да ја употребуваат е “подценувањето”. Гарантите секогаш настојуваат цената на новите акции да ја одредат 15 до 30% пониско од она што тие веруваат дека е вистинска пазарна вредност. Тоа ги поттикнува инвеститорите да ги инвестираат своите пари во новата емисија и нуди можност за брз поврат, барем на хартија.

Тајмингот е исто така многу важен при одредувањето на цената на емисијата. Гарантите внимателно ги анализираат најновите случувања во

економијата, во конкретната индустријата и кај конкурентните компании; конечната цена може да не биде утврдена сè до денот на понудата. Вреднувањето и одредувањето на цената за поголемите гаранти повеќе се базира на интуиција отколку на факти. Во раните фази од процесот на ИПП-а може да се дефинира рангот, а цената да се рedefинира кога ќе биде изготвен извештајот за регистрирање. Кога е дистрибуиран преелиминарниот проспект, водечкиот гарант, бара, а по извесен временски период и добива, индикации за интерес од одреден број брокерски куќи инволвирани во продажниот синдикат.

Гарантот изготвува книга на индикации на интерес, каде се наведуваат сите детали на заинтересираните страни во продажниот синдикат. Оваа книга покажува колку акции секоја фирма е спремна да запише и по цена, по која верува дека ќе може да ги продаде акциите, што претставува добар инпут при конечното одредување на цената. Интересот покажан од продажниот синдикат му укажува на гарантот колку акции пазарот може да прими, по која цена, и колкав дел од компанијата би требало да се даде за најмал број на акции. При конечното одредување на цената се користат сите претходни информации, како и, секоја дополнителна информација обезбедена од истражувањето за вреднувањето на компанијата и од коефициентот цена-заработка. Бројот на акциите што ќе биде понуден, како и цената по која ќе се нудат акциите се објавува во конечниот проспект.

Вреднувањето и одредувањето на цената кај помалите ИПП-и, кога цената на акциите е ниска и вкупната понуда е мала, е многу поедноставно. Кај помалите емисии, компанијата во основа го информира гарантот дека треба заедно да изготват бизнис план и му го соопштува износот на средства кој треба да се оствари со емисијата. На пример, компанијата му соопштува на гарантот дека има потреба од 4 милиони евра за да се реализира бизнис планот и му објаснува како планира да ги употреби средствата. Ако презентацијата на компанијата се темели на солиден и реален бизнис план, во кој верува гарантот, тогаш гарантот заедно со компанијата понатаму ја одредуваат цената на акциите.

Понекогаш компанијата може да одлучи да изврши мерџирање на акциите, односно нивно спојување. Пример, 10 акции да ги спои и да креира една акција, со што акционерот наместо 10 сега ќе поседува само една акција; 10.000 акции по мерџирањето ќе станат 1.000 акции. Ако 1 акција пред мерџирањето вредела

40 центи, имателот на 10 акции сега ќе поседува само една, вредна 4 \$. Од гледна точка на компанијата, free float (број на акции во сопственост на јавноста) од 100 милиони акции ќе се намали на 10 милиони и ќе прикаже поприватлив коефициент цена-заработка за инвеститорите. Мерџирањето може да биде атрактивно за регионалните брокерски фирми, кај кои правилата не им дозволуваат да работат со акции чија цена е ниска. Мерџирањето на акциите не се прави само за да се намали бројот на акциите во оптек, ниту пак само за да се зголеми цената по акција. Мерџирањето се прави и за да се прикаже подобар коефициент цена-заработка.

2.1.4. Создавање тим за иницијална јавна понуда

Во процесот на предпонудна процедура на иницијалната јавна понуда важно е да се создаде тим кој ќе биде составен од внатрешни и надворешни учесници.⁵²

Во внатрешните учесници спаѓаат:

- Менаџмент тимот,
- Бордот на директори,

додека во надворешните учесници спаѓаат:

- Инвестиционите банки и
- Агентите.

Менаџмент тим. Во бизнисот, тимската работа овозможува компанијата да работи успешно. Овој успех во бизнисот се должи на менаџментот кој треба да има визија, мисија, насока, како и да знае како да го мотивира тимот. Менаџментот треба да има контакти, одговорности, квалитет. *Главниот извршен директор е информациона и комуникационен архитект на компанијата*, информирајќи го тимот што би морало да се направи, додека работејќи заедно, тимот ги реализира тие активности. Друга одговорност на менаџмент тимот кај јавна компанија е да биде сигурен дека компанијата работи во согласност со правилата на КХВ. Општо познато е дека тимот работи подобро кога е добро мотивиран. Во јавна компанија, мотивацијата на менаџментот обично се согледува преку платата, опциите за акции, бонусите,

⁵² Arkebauer James B., (1998), "Going Public"

што ги мотивира индивидуалните играчи да делуваат добро и ефикасно, а со тоа и да придонесат тимот да функционира перфектно.

Во денешниот бизнис свет, претприемачкиот главен извршен директор е основен креатор на сите нови бизниси. На почетокот на 20-от век, 80% од сите Американци биле самовработени. До 1950-та година, оваа бројка се намалила на 18%. До 1970-та година, се намалила на 9%. Во 1980-те години се забележал обратен тренд, кога претприемачите почнале да ги користат предностите на слободното претприемачко општество.⁵³ Резултатите од претпримаштвото и креативноста на претприемачите, насекаде во светот, не е само зголемување на квалитетот на животот на обичниот човек, туку предизвикале и револуционерни промени во секојдневниот живот на луѓето. Вредноста на добриот менаџмент тим е неспорна, но изборот на прави луѓе при формирање на одреден тим може да биде фантастичен предизвик за главниот извршен директор. Потребно е внимателно вреднување на нивните вештини како би можело да се одредат дополнителни способности кои би требало да се обезбедат од останатите во менаџмент тимот.

Одлуката на главниот извршен директор би требало да се заснова на знаење на бизнисот, и што пооделните членови на менаџмент тимот можат да придонесат за понатамошен развој на тој бизнис. Нивното образование и искуство во бизнисот е од суштинско значење за компанијата. За главниот извршен директор - претприемач, исто така, од круцијално значење е да ја земе во предвид личноста и карактерот на секој член од менаџмент тимот и неговата способност да се справува со менаџмент проблемите кои ќе се појават со текот на работата. Со други зборови, покрај тоа што треба да поседуваат посебни вештини, членовите на тимот мораат да бидат подготвени да живеат во аквариум како златни рипки, дури и јавно да ги обелоденат нивните плати. Ова се само некои од факторите кои влијаат на важните одлуки што претприемачот/главниот извршен директор мора да ги донесе, а кои се однесуваат на менаџмент тимот, делумно и на создавањето на силен тим кој ќе ја раководи јавната компанија.

Претприемачот/главниот извршен директор, мора да разбере, исто така, дека кредибилитетот и искуството на менаџмент тимот треба да се разгледува

⁵³ Arkebauer James B., (1998), "Going public"

исто како и останатите кои се вклучени во инвестициониот процес, вклучувајќи ги регулаторните тела, јавните инвеститори, приватните инвеститори, гарантите, консултантите, правните застапници, адвокатите, сметководителите и ревизорите. Менаџмент тимот мора да знае како да ја зголеми способноста на компанијата за обезбедување на потребните дополнителни средства. Бидејќи едноставно, во тоа е и целата суштина на играта.

Се разбира, функционирањето на менаџмент тимот е различен во зависност од природата на компанијата. На пример, некои компании можеби имаат потреба од оддел за истражување и развој, додека услужните компании можеби немаат таква потреба. Компанија за производство на техничка опрема и компанија за брза исхрана имаат потреба од различни видови менаџмент тимови. Специфичните менаџмент способности доаѓаат до израз во специфични области.

Борд на директори. За успешно реализирање на процесот на ИПП-а главниот извршен директор има потреба и треба да бара најдобра можна помош при донесување на важни одлуки. Тој би требало да започне со назначување на силен борд на директори. Постои добар и лош борд на директори. Добриот борд на директори, воглавно се состои од надворешни лица. Доколку главните извршни директори настојуваат да ангажираат луѓе кои се инволвирани во секојдневните операции на компанијата (како што се на пример, членовите на менаџмент тимот), тогаш *се вели дека се работи за лош борд на директори.*

Добра причина за ограничување на бројот на внатрешни членови во бордот на директори е заштита на самите извршни директори од грешки. Не постои некој во светот кој ги знае сите одговори, но кога главните извршни директори неможат да одговорат, нивната лидерска позиција слабее во очите на менаџментот. Не е добра идеја, подредените да знаат кога главните извршни директори се фрустрирани и не се во состојба да го решат проблемот, или да откријат дека главните извршни директори не се големи водачи како што изгледале.

Надворешните членови на бордот на директори играат многу важна функција во компанијата. Тие се надворешни лица само затоа што активно не учествуваат во работата на компанијата, како вработените или менаџментот. Надворешен член на бордот може да биде главниот акционер (оној кој има најмногу акции) (најважно), некој од бизнис заедницата (важно), или

инвестиционен банкар (добро). Прифатливи, но подолу рангирани на скалата, се правниците, ревизорите, и снабдувачите со финансиски удел во компанијата. Општо чувство е дека тие, при донесувањето на било каква одлука ќе размислат и анализираат многу внимателно затоа што можеби имаат лични интереси. Други одлични кандидати за бордот се луѓе вработени во бизнис различен од оној на компанијата, кои можат да го предвидат и разберат ризикот од водење на јавна компанија. Дobar член на бордот извршува многу задачи - од асистирање во формулирањето на долгорочните политики и планови, до критикување на постојните финансиски, производни или маркетинг практики. Но, најважна негова улога е да биде доверлив човек и ментор на главниот извршен директор. Со добар борд, директорите се инволвираат во утврдувањето на политиките и стратегиите на компанијата, како и во анализирањето на оперативните резултати.

Во основа, бордот на директори би требало да покаже респект кон главниот извршен директор. Директорите би требало да го почитуваат главниот извршен директор, и да сакаат тој да успее. *Тие би требало да имаат неспорен интегритет, добра логика, соодветно искуство, вештини за решавање на проблеми, и способност за превземање на акција и соодветен ризик.* Токму поради тоа, тешко е да се најде добар борд на директори.

Што би требало да се очекува од бордот на директори, а што не???

Бордот на директори не раководи со компанијата. Бордот на директори не раководи со компанијата; менаџментот раководи со компанијата. Бордот контролира дали компанијата е добро раководена.

Бордот на директори не ја развива стратегијата на компанијата. Главниот извршен директор и менаџментот ја развива стратегијата на компанијата. Како и да е, инпутот од бордот може да биде неопходен, и истиот се реализира со тестирање и евалуација на стратегијата на менаџментот. Бордот на директори би требало да биде доволно флексибилен за да својата работа ја реализира во најдобар интерес на компанијата.

Членовите на бордот на директори би требало да бидат експерти во своите области. Идеалниот борд е составен од луѓе кои се експерти во индустријата, како што е научник со интерес од бизнис делување, поранешен

главен извршен директор на јавна компанија, или поранешен политичар со бизнис позадина.

Членовите на бордот мора да присуствуваат на состаноците. Согласно сегашните позитивни законски прописи, одборот на директори, минимум, треба да одржува месечни состаноци. Фреквенцијата на состаноците зависи од потребата на компанијата. Согласно една анализа спроведена од Korn/Ferry International, најголема светска истражувачка компанија, од 1971 година наваму, просечниот број на состаноци на одборите на директори изнесува 8. Помалите јавни компании, start up компаниите, или оние кои во раната фаза од својот развој се трансформираат во јавни, можеби имаат потреба од 10 до 12 состаноци на одборот на директори на годишно ниво. Како треба да се **наградуваат членовите на одборот на директори???** Компензацијата за ангажирањето на членовите на одборот може да земе различни форми, вклучувајќи годишна надокнада, надокнада по час, или компензација по одржан состанок, плус трошоците.

Друга форма на компензација, особено погодна за компаниите кои имаат недостаток на кеш, е доделување на акции наместо пари. Оваа пракса, со текот на времето се покажала како недостаток, поради тоа што ги прави надворешните членови на одборот, внатрешни. Да кажеме, на пример, дека членот на одборот истовремено е и акционер. Ако бордот има намера да донесе одлука која би можела да има влијание на вредноста на акциите, тој член на бордот можеби нема да ја има потребната објективност. Исто така, вредно за размислување е и фактот што кога членовите на одборот стануваат акционери, истите стануваат предмет на можен судски спор.

Како се врши **составување на бордот???**

Согласно нашиот Закон за трговски друштва, одборот на директори има најмалку три а најмногу 15 членови, од кои најмалку една четвртина од неизвршните членови се независни членови на одборот (согласно Законот за хартии од вредност, најмалку една третина). Бројот на членови на одборот на директори зависи од обемот на компанијата, егото и личните карактеристики на главниот извршен директор. Петчлен одбор на директори е сосема доволен, од неколку причини. Тоа е непарен број, со што се избегнува нерешеното гласање, заземање на одредена страна, и остри лични битки. Одбор составен од три

члена, можеби не дозволува доволна диверзификација на мислења, или пак е недоволен за пополнување на слабите подрачја во менаџментот.

Во надворешните учесници спаѓаат:

Инвестициона банка/гарант. Подготвувањето на компанијата за ИЈП-а, бара учество на голем број учесници, секој со своја специфична улога. Водечкиот учесник, обично првиот назначен советник, е банката продавач или некоја инвестициона банка.

Во меѓународните понуди, водечката банка е позната како водечки менаџер или глобален координатор. Како што пазарот се развива и станува пософистициран, лицата вовлечени во новите емисии стануваат специјалисти. Само неколку луѓе во водечката инвестициона банка, вовлечена во процесот, во целост го разбира статусот, законските и маркетиншките аспекти на јавната понуда. ИЈП-а за секоја компанија е една од најважните моменти во нејзиниот корпоративен живот - се случува само еднаш, и додека компаниите станат стручни за аквизиции и поделби, тие немаат слична можност да станат искусни во реализирање на ИЈП-и. Така, улогата на водечки менаџер во организирањето и водењето на компаниите и нивниот менаџмент на пазарот, е пресудна.

Видови гаранти. Видот и природата на гарантите, варира низ текот на финансиската историја. Од самиот почеток – во средината на 1950-те години, гарантирањето претставувало основен извор на приход за компаниите кои се занимавале со хартии од вредност. Од тогаш, поради нестабилноста на берзата, најголемиот дел од гарантите почнале да делуваат како брокери-дилери, остварувајќи приход и од провизии од гарантирање, како и од провизии од тргување. Повеќе немало никава разлика помеѓу продавање на големо, продавање на мало, или нивна комбинација. Разлика може да се појави само кај поголемите фирми кои создале посебни оддели: оддел за продажба на големо и посебен оддел за продажба на мало. Како и да е, играта е иста.

National Association of Securities Dealers (NASD) реализирала студија која се обидувала да утврди дали поврзаноста со поголеми фирми кои се занимаваат со гарантирање, обезбедува поголеми бенефити за самиот процес на ИЈП-а. Резултатите се презентирани подолу:

Големи фирми. Тоа се национални фирми, секогаш со стотина брокерски канцеларии лоцирани насекаде низ земјата и илјадници индивидуални брокери на мало со милиони индивидуални сметки. Нивниот интерес за ИЈП-и се

исклучиво гарантирање на емисија од минимум 20 милиони \$. Овие големи фирми обично имаат инвестиционо банкарски оддели што можат да обезбедат помош и експертиза за било што, почнувајќи од иницијално финансирање па сè до големи институционални приватни пласмани и на обврзници и на акции, вклучувајќи ги и мерцирањата, аквизициите, аквизиции со задолжување (leverage by out) и софистицирани трговски банкарски функции. Тие можат да делуваат на локално, национално или на интернационално ниво. Анализите на NASD укажуваат дека 43% од овие големи фирми имаат финансиско советнички односи со нивните клиенти - јавни емитенти.

Средни фирми. Во основа, овие се регионални фирми, кои покриваат ограничено географско подрачје, со неколку деловни единици и неколку стотина брокери. Многу од нив делуваат во една држава, или група држави кои се дефинирани како регион. Во основа се заинтересирани за ИЈП-и од 10 до 20 милиони\$, за компании со профитабилна деловна историја. Нивните инвестиционо банкарски оддели обично нудат комплетни услуги, но со помалку вработени и помала експертиза од големите фирми. Анализите на NASD укажуваат дека само 14% од средните фирми имаат финансиско советнички односи со нивните клиент - емитенти-јавни компании.

Мали фирми. Во споредба со минатото, денес постојат помалку мали фирми. Делувањето на малите фирми со комплетни back-office услуги наменети за индивидуални клиенти, едноставно финансиски не се исплатува. Како резултат на тоа, многу од нив се споиле или биле превземени и интегрирани во една од средните фирми. Тие што останале се “бутик” фирми, кои обично се специјализирале за одделни активности или за акции со ниски цени кои се тргуваат преку шалтер. Повеќето мали фирми немаат одделни инвестиционо банкарски оддели. Тие се инволвирани во ИЈП-и од помал обем (од 7 до 10 милиони \$).

Видови на гарантирање. Како што е спомнато и претходно во текстот, во основа постојат два вида гарантирања и тоа: *цврста обврска* и со *најдобар напор*. И двата вида можат да имаат свои подвидови⁵⁴:

⁵⁴ Адаптирано од Dunbar CG (1998) The choice between firm-commitment and best-efforts offering methods in IPOs: The effect of unsuccessful offers *Journal of Financial Intermediation* 6:60-90 и Arkebauer James B., (1998), “Going public”

- ***Цврста обврска***

Ова е најпосакуван вид на гарантирање. Како што покажува и самото име, гарантот се согласува да направи цврсто обврзување дека ќе ја купи целокупната емисија на компанијата независно од неговата способност да ги препродаде тие хартии од вредност на јавноста. Во основа, акциите обично се препродадени пред потпишување на било каков договор со компанијата-емитент. Како и да е, ако гарантот или синдикалниот член погрешно проценил, и не може да ги препродаде хартиите од вредност, тие едноставно ги купуваат и ги ставаат на нивна сопствена сметка и покасно ги препродаваат, со што ја уверуваат компанијата-емитент дека таа ќе ја прими сумата пари на однапред одредената дата, обично 5 до 7 дена по датумот на регистрирањето. Се разбира, дека за гарантот тоа е огромен ризик, но овој вид гарантирање е вообичаен за повеќето големи и регионални фирми, а станала стандардна процедура и за некои помали фирми. Секогаш, гарантите со компанијата-емитент потпишуваат договор за гарантирање со цврста обврска за постоење на опција “зелен чевел” (подетално објаснето подолу во текстот). Ова е променлива опција за цврстото гарантирање, и истата му овозможува на гарантот да откупи одреден број на дополнителни акции од компанијата-емитент, обично 10% до 15% од вкупната емисија.

- ***Најдобар напор***

Овој вид договор подразбира дека гарантот ќе се потруди најдобро што може да ги продаде акциите на компанијата, но не се согласува да ги купи непроданите хартии од вредност за своја сметка. Всушност, *гарантот делува како агент на емитентот*. “Најдобриот напор” не е толку посакуван вид на гарантирање како “цврстата обврска”, но тоа е договор што вообичаено се користи за ИПП-и кои се мали по обем. Големите гаранти не склучуваат договори за гарантирање од видот “најдобри напори”.

- ***Опции***

Во некои договори на гарантирање со најдобар напор вметнати се разни опции кои се однесуваат на “сè или ништо”, кои истакнуваат дека гарантот мора да ги продаде сите акции или целата емисија ќе биде повлечена. Денес, во многу

договори, опцијата “сè или ништо” е заменета со минимум/максимум, клаузула која дозволува компанијата да го одреди средниот износ на понуда. На пример, да кажеме дека емисијата изнесува 4 милиони \$. Минимумот е одреден на 3 милиони \$, додека максимумот на 4 милиони \$. Тоа значи дека ако гарантот обезбеди продажба на акции во износ од 3,2 милиони \$ со вид на гарантирање “најдобар напор”, компанијата ќе ја одобри емисијата, односно нема да ја откаже, со оглед на тоа што се обезбедени средства над утврдениот минимум. Очигледно, целта е да се обезбеди целокупната сума од 4 милиони \$. Но, утврдувањето на минимално прифатлив износ претставува можност да се надмине залудното губење на време, пари и напори, што би се случило кај гарантирањето со најдобри напори “сè или ништо”.

Избор на гарант – водечка инвестициона банка. Во основа, постојат четири суштински аспекти, кои треба да се земат во предвид при изборот на гарант: перформансите, искуството, дистрибуцијата, и состојбата на пазарот по завршување на емисијата. Секој од овие аспекти е важен и бара посебно внимание. Во финалните анализи, нивната компатабилност е исто така многу важна. Менаџмент тимот на компанијата и гарантите би требало да делуваат заедно со цел да успее процесот на трансформација на компанијата. И покрај нивното заедничко делување, секој тим ќе го тестира трпението на другиот тим. Она што навистина се случува при нивната соработка е дека *компанијата сака да ги обезбеди планираните средства од емисијата, додека гарантот настојува да ја продаде емисијата.*

При процесот на избор на гарант, исто така, треба да се разгледа можноста, компанијата во иднина, да може да бара дополнително финансирање во форма на долг, капитал, или комбинација на истите. Менаџментот би требало да биде задоволен доколку потенцијалниот гарант може да ја обезбеди оваа услуга, како и да понуди континуирани финансиски совети кои можат да опфатат спојувања или преземања. Пред да се донесе конечната одлука околу изборот на гарант, менаџмент тимот би требало да ги истражат остварувањата кои гарантот ги реализирал во претходни понуди. Добрите гаранти мораат да го штитат својот углед, што воедно може да биде и значаен фактор во привлекувањето на нови инвеститори. Врвните фирми, многу често имаат стандарди при гарантирањето кои ги надминуваат оние од КХВ и Берзата.

Кога се избира водечка инвестициона банка, емитентот или акционерите кои продаваат, ги бараат следните критериуми.⁵⁵

- **Искуство во индустријата.** Банката би требало да има искуство во ИЈП-и на компании кои работат во областа од каде потекнува и самата компанија-емитент и да е блиска со компанијата и нејзиниот бизнис. Исто така, би требала да биде во можност да го советува емитентот, како пазарот би ја “примил” емисијата во време кога компанијата планира да стане јавна.
- **Искусен аналитичар.** Банката би требало да има добро познат аналитичар во индустријата. Имањето аналитичар со висок профил во соодветниот сектор е многу голема предност.
- **Индивидуални банкари.** Емитентите мора да станат свесни дека постарите искусни банкари не се инволвирани во процесот на дневна основа. Компанијата би се чувствувала покомотно со назначени индивидуални банкари за самиот процес.
- **Углед и внимание.** Повеќето добро познати инвестициони банки можеби нема да им обрнат доволно внимание на помалите компании како што тоа би го направиле помалку познатите инвестициони банки. Од друга страна, помалку познатите инвестициони банки може да не се во состојба да обезбедат доволно извори како добро познатите инвестициони банки.
- **Сила за дистрибуција.** Потенцијалниот водечки менаџер и емитентот треба да дискутираат за структурата на понудата. Одбраните инвестициони банки би требало да имаат соодветни интернационални и институционални канали на дистрибуција или ако е потребно и канали на дистрибуција на мало.

Широка дистрибуција на акциите од ИЈП-а е цел на секоја компанија, бидејќи тоа значи дека акциите се продадени во мали количини на многу индивидуални инвеститори, што обично резултира во поголем и постабилен пазар за акциите, по завршувањето на емисијата.

Поддршка по реализирањето на ИЈП-а (aftermarket активности). Потребни се добри перформанси и динамични активности со хартиите од

⁵⁵ Адаптирано од Greenstein et al., 2000

вредност во периодот по нивното појавување на пазарот. Тоа бара ангажирање како на гарантот, така и на сите членови на продажниот синдикат, и насочување на сите нивни напори кон создавање на пазар за хартиите од вредност. Тоа значи дека тие ги одржуваат трговските активности на купување и продавање на хартиите од вредност, со купување и продавање за нивни сметки делувајќи како агенти. Голем дел од активностите по појавувањето на емитираните хартии од вредност на пазарот се насочени кон одржувањето на интересот на акционерите и привлекување на нови акционери. Тоа може да се постигне со соработка помеѓу маркет мејкерите и водечкиот гарант, од кој се очекува да ги информира членовите на синдикатот со анализи за активностите на компанијата. Компанијата е должна да обезбеди континуиран тек на информации до аналитичарите на пазарните состојби. Ако гарантот има репутација дека ги подржува хартиите од вредност по завршувањето на ИЈП-а во одредена индустрија, логично е да се претпостави дека аналитичарите на фирмата исто така имаат соодветно добра репутација (пр. на Wall Street) за нивната експертиза во таа индустрија. *Особено е важен аспектот на евентуален конфликт на интереси*, односно дали банката би била инволвирана во други ИЈП-и во истиот сектор и време кога е планирана ИЈП-а на емитентот.

Репутација. Carter i Manaster (1990) создале систем на рангирање на банки инволвирани во американските ИЈП-и за да ги подржат нивните хипотези дека потценувањето би било помало за процеси водени од гаранти со поголем углед. Со анализирање на 501 процес од 1979 до 1983 година, развиена е скала од 0 (најмалку угледна) до 9 (најмногу угледна). Кај неуспешните процеси не била пронајдена ниту една компанија со ранг „9”. Рангирањето ја рефлектира способноста на компанијата за гарантирање. Банка која води многу ИЈП-и, можеби не е високо рангирана доколку е вклучена на ниска позиција при здружувањето со други водечки менаџери. Од 117 гаранти на емисии, кои биле, во тој период, рангирани во Америка, само 5 го добиле највисокиот ранг 9:⁵⁶

- First Boston Corporation
- Goldman Sachs & Co.
- Merrill Lynch White Weld

⁵⁶ Arkebauer James B., (1998), “Going public”

- Morgan Stanley & Co.
- Salomon Brothers Inc

При ажурирањето (1998), Carter, Dark i Singh (CDS) повторно ги рангирале гарантите, во контекст на испитување на долгорочните поврати на ИЈП-и и угледот на водечкиот менаџер. Овој пат, само четири компании го добиле рангот 9, иако многу компании беа рангирани помеѓу 8 и 9. Првите четири, во 1998-та година, биле: First Boston, Goldman Sachs, Hambrecht & Quist i Salomon Brothers.

Табела 13. Компании кои го воделе реализирањето на процесот на ИЈП-и во Америка (1995-2002)

Водач на процесот	Износ (милиони \$)	Број на ИЈП-и
Goldman Sachs	76.112	241
Morgan Stanley	71.983	255
Merrill Lynch	52.350	222
Credit Suisse First Boson	35.474	113
UBS Warburg	20.992	56
Citigroup-Saomon Smith Barney	20.276	55
Mediobanca	15.376	11
Dresdner Kleinwort Wasserstein	13.648	36
Nikko	10.573	2
ABN-Rothschild	10.459	55

Извор: Carter, Dark i Singh (2002)

И покрај тоа што претходно беше спомнато дека ИЈП-и долгорочно вообичаено го потценуваат пазарот, CDS утврдиле „дека во просек, долгорочните поврати на пазарот се помалку негативни кај оние ИЈП-и кои се донесени на пазарот од страна на угледни гаранти.“ Во 2001-та година, Ritter и Loughran, повторно го ажурирале рангирањето (Табела 14). Ritter користел нешто поразлични критериуми за да дојде до листата на “угледни” инвестициони банки. Оваа група од 18 банки би имала ранг помеѓу 8 и 9 на скалата на Carter-Manaster и CDS.

Табела 14. „Угледни” американски инвестициони банки (2001)

ABN Amro
Banc of America Securities
BancBoston Roberston Stephens
Bear Stearns
CIBC World Markets
Credit Suisse First Boston
Chase H&Q (откако се спои со JP Morgan)
Deutsche Banc Alex Brown
Donaldson Lufkin Jenrette (по купувањето од страна на CSFB)
Goldman Sach
JP Morgan (по спојувањето со Case Hambrecht & Quist)
Lehman Brothers
Merrill Lynch
Morgan Stanley
Paine Webber (откако беше купен од страна на UBS)
Salomon Smith Barney (наследник на Саломон Бротхерс, а потоа од Citigroup)
Thomas Weisel Partners LLC
UBS Warburg

Извор: Ritter и Loughran (2001)

Синдикат. Водечката банка, наречена водечки менаџер или глобален координатор, организира *синдикат* на банки или брокери за полесна реализација на емисијата. За секоја посебна ИЈП-а се формира нов различен синдикат, иако некои банки се чувствуваат многу подобро со некои други банки и ги вклучуваат истите во повеќето трансакции. Бројот на членовите на синдикатот зависи од обемот и структурата на понудата и можните постојни релации на банката со емитентот.

„Историски, синдикатите постоеле делумно поради законските барања околу висината на капиталот и поради диверзификација на ризикот, како и поради зголемување на можноста за дистрибуција на емисијата”⁵⁷

Писмо за намера. При меѓусебните преговори гарантот и компанијата мора да постигнат некој договор кој ќе биде на взаемно задоволство. Овој договор доаѓа во форма на писмо за намера, што всушност претставува договор за договор. Во пракса, ова писмо е со цел да се елиминираат, што е можно повеќе, недоразбирања, особено во врска со прашањата за кои договорните страни ќе се договараат. Со неколку исклучоци, писмото за намера, е необврзувачки договор. Кога гарантот ќе се согласи со условите на договорот,

⁵⁷ Chen i Ritter 2000

мора да депонира одреден износ на средства за да ја увери компанијата дека е финансиски способен за комплетирање на процесот. Ова не се однесува на гарантирањето со најдобри напори. Содржината на писмото за намери е доста обемна. Покрива многу точки за кои би требало да се постигне согласност во конечниот договор.

Договор за гарантирање. Дефинитивниот договор за гарантирање е скоро непотребен, освен за утврдување на конечната цена и бројот на хартиите од вредност што треба да се издадат. Сите точки претходно темелно се дискутирани и усогласени. Документот обично е чиста формалност, и истиот се потпишува по затварањето на пазарот, еден ден пред започнувањето на понудата. Во тој момент, компанијата сè уште има законско право да се повлече од процесот, но е одговорна за сите евентуално настанати трошоци околу процесот на понудата. Водечкиот гарант, оној кој менаџира со процесот на гарантирање, претходно би требало да се запознае со сите членови на продажниот синдикат, и би требало да има склучено договор со подгарантите, документ во кој е утврдена одговорноста на секој гарант за одреден број на хартии од вредност, и овластување на главниот гарант да го потпише договорот за гарантирање со компанијата во корист на синдицираните членови. Покрај другото, договорот помеѓу гарантите ги утврдува условите на договорот помеѓу водечкиот гарант и членовите на продажниот синдикат, во врска со провизиите, трошоците, и дистрибуција на гарантите.

2.2. Процес на иницијална јавна понуда

Без разлика дали станува збор за ИПП-а или пазарна втора понуда, корпоративна емисија или приватизација, зголемување на капиталот или излез на постојните акционери, домашни или меѓународни, се применува ист основен процес за управување со успешна понуда. Процесот на ИПП-а има 5 фази:

- Корпоративни одлуки
- Понудена структура
- Регулација и документација
- Маркетинг и одредување на цената и алокација
- Фаза на почетно појавување на берзата

Процесот на ИПП-а е покомплексен од секундарната понуда. *Прво*, многу од стратешките одлуки кои мораат да бидат донесени се однесуваат само на компаниите кои издаваат акции за прв пат. *Второ*, подготвувањето на документацијата вторпат или третпат е полесно бидејќи при повторното подготвување на документацијата компанијата може да се потпре на проспектоот изготвен при првата емисија како и врз годишните извештаи. *Конечно*, маркетингот и утврдувањето на цената е полесно со самиот факт што со акциите на компанијата се тргува на берза.

2.2.1. Корпоративни одлуки и структура на понуда

За многу компании кои имаат намера да станат јавни една од поважните одлуки е одлуката каде да ги продадат своите акции, односно, на која берза/берзи да бидат котираани. Ако компанијата е поголема, добро развиена, профитабилна и дел од старата економија истата ќе биде котирана во рамките на националната берза и ќе ги продава своите акции на домашни инвеститори. Помладите, помалите, поспекулативните компании преферираат да бидат котираани на домашниот секундарен пазар (берзи кои специјално се развиени за вакви компании). Во секој случај, компанијата ќе биде предмет на правилата на домашното законодавство и законски прописи регулирани од домашната комисија на хартии од вредност (КХВ).

Во одредени случаи, одлуката за котирање ќе биде потешка доколку компанијата се котира на странска берза и тоа кога прави конкурентски јавни понуди на две или повеќе берзи.

Вообичаената структура на понудата е детерминирана од планираниот обем на емисијата и од цената на акциите. Помалите емисии скоро секогаш ќе бидат емитирани исклучиво на една локална берза. Поголемите понуди секако дека бараат и поголеми маркетиншки активности (можно котирање на повеќе пазари). Првиот чекор е да се вклучат странски институции во понудата, на начин како приватна понуда. Ако понудата е значително голема, или емитентот делува во многу земји, секундарната јавна понуда може да се реализира на позначајните пазари. Во контекст на горенаведеното ИПП-а може да се реализира како:

- Домашна јавна понуда,

- Млади наспроти стари берзи,
- Комбинација на домашни и меѓународни понуди.

Домашна јавна понуда

За помалите понуди дистрибуцијата се фокусира на ситни инвеститори и по можност на мали инвестициони понуди. Поголемите, главни институционални инвеститори ги избегнуваат многу малите понуди поради малата ликвидност која следи по понудата. Постојат три фактори што ја обесхрабруваат институционалната поддршка на ИЈП-и на малите компании: потешкотиите во обезбедувањето на таков број на акции што би претставувало значаен дел од портфолиото; недостаток на ликвидност по појавувањето на пазарот; и напорот за надгледување на релативно малите компании кои треба да се истражуваат. Поголемите понуди би биле дистрибуирани како на институционалните, така и на поединечните мали инвеститори. Во просек, компаниите настојуваат да алоцираат $2/3$ на институционалните инвеститори додека само $1/3$ на индивидуални инвеститори. Обемот на исклучиво домашните понуди, многу зависи од капацитетот на домашниот пазар.⁵⁸

Млади наспроти стари берзи

Преку 90% од компаниите се котираани само на нивните домашни берзи. Откако е донесена одлука за котирање само на домашните берзи, емитентот треба да размисли дали да се котира на “постарите” или на “помладите” берзи. Потребно е да се види дали компанијата ги исполнува барањата за котирање на постарата берза или не. Во основа, секундарните пазари се “полесни” места за котирање, со оглед на тоа што ги немаат истите барања кои се однесуваат на времетраењето на компанијата, профитабилноста или нето средствата.

Во Европа најважните пазари имаат развиено “секундарни пазари”. Компаниите настојуваат да се котираат на младите берзи за да може брзо растечките компании да имаат разни национални и паневропски избори.

⁵⁸ Американска компанија може да порасне на една милјарда долари без никаква потешкотија на нејзиниот домашен пазар, но Шведска компанија ќе заглави во растот ако се базира само на нејзините домашни инвеститори.

Табела 15. Втори (секундарни) пазари во Европа

Франција	Nouveau Marché
Германија	Neuer Markt
Италија	Neuvo Mercato
Шпанија	Neuvo Mercado
Швајцарија	SWX New Markwr
Англија	Alternative Investment Maret (AIM)
Пан-Европа	EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation system)

Табела 16. Пазарна капитализација и промет на вторите пазари во Европа

Берза	Пазарна капитализација (во милиони евра)	Промет (во милиони евра)
Neuer Markt	53.190	4.142
Nasdaq Europe	7.733	83
Neuvo Mercato	15.354	3.620
NouveauMarché	16.000	770
AIM	17.999	637

Извор: Германска берза, Факти и бројки, Јануари 2002

Комбинирање на домашни и меѓународни понуди

Кога еднаш е донесена одлука да се прошири истражувањето и на недомашни инвеститори, водечката банка се случува да има дилема, дали компанијата да реализира ИЈП-а на странскиот пазар или делумно ИЈП-а да се реализира и како домашна понуда. Втората одлука всушност укажува на тоа, како да се организира истражувањето на емисијата, со утврдување на бројот на траншите. Транша е понуда што покрива една земја или една група на земји. Подолу се наведени пет различни структури на понуда:

- Домашна јавна понуда (плус) меѓународен приватен пласман
- Домашна јавна понуда (плус) меѓународен приватен пласман + правило 144а за пласман во САД
- Домашна јавна понуда (плус) меѓународен приватен пласман + јавна понуда во САД
- Повеќекратни јавни понуди (вклучувајќи го и домашниот пазар) (плус) меѓународен приватен пласман

➤ Меѓународна јавна понуда.

Се поставува прашањето што значат наведените структури на понуда??? Имено, одговорот се наоѓа во образложението на наведените комбинации на структури на понуди.

Домашна јавна понуда + меѓународен приватен пласман

Како наједноставно проширување и на странски инвеститори, домашната јавна понуда ќе биде комбинирана со меѓународен приватен пласман (понуда насочена кон институционални инвеститори). За емитент од Европа, меѓународно може да значи Англија или Швајцарија, или би можело да биде целиот свет. Тоа зависи од обемот на понудата и дали станува збор за ИПП-а или за секундарна понуда. Повеќето американски понуди на капитал ја следат оваа структура. Американските понуди по правило се алоцирани помеѓу 10 и 20% од понудата на неамерикански инвеститори. Дистрибуцијата на овој дел од понудата обично е раководена од деловна просторија во Лондон, но продажбата на акциите се прави низ цела Европа, Средниот Исток и Азија.⁵⁹

Домашна јавна понуда + меѓународен приватен пласман + правило 144а за пласман во САД

Истражувањето укажува дека присуството на американски инвеститори во понудите води до помало потценување (Ljungqvist, Jenkinson and Wilhelm (LJW)). Најлесен метод за обезбедување на широк ранг на американски институционални инвеститори е преку правилото 144а за приватен пласман. Користењето на правилото 144а значи дека од емитентот не е баран проспект од страна на SEC или изготвување на финансиски извештаи согласно американските GAAP.⁶⁰

Домашна јавна понуда + меѓународен приватен пласман + јавна понуда во САД

Повторно, меѓународно, може да има потесно или пошироко значење. Бидејќи барањата за известување за американските јавни понуди се многу строги, американските правници обично го преземаат водството при изготвувањето на проспектот.

⁵⁹ Преземено од www.newissues-IPO.com

⁶⁰GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) – општо прифатени сметководствени принципи . Широко прифатен сет на правила, конвенции, стандарди и процедури за известување финансиски информации утврдени од страна на финансискиот одбор за сметководствени стандарди.

Повеќекратни јавни понуди (вклучуваќи го и домашниот пазар) + меѓународен приватен пласман

Конечно, емитентот може да одлучи да издаде повеќекратни јавни понуди кога предвидената побарувачка ќе го оправда трошокот.⁶¹ Треба да се истакне дека, компаниите кои се котираат на повеќе од една берза, мораат да одредат една примарна берза. Компанијата потпаѓа под правилата и процедурите на таа берза како и на правилата и процедурите на КХВ од таа земја.

Меѓународна јавна понуда и котација.

Понекогаш околностите диктираат компанијата да котира на берза надвор од својата земја, игнорирајќи ја домашната берза. Ова е вообичаено кога фирмата делува во индустрија каде нема други претставници котирани на домашниот пазар.⁶²

Имајќи го во предвид она што досега беше кажано за видовите структури на понуди добро би било да се разгледаат и општите фактори кои имаат влијание при изборот на берза. Во раната фаза, емитентот треба да одлучи на која берза треба да се котира. Кога компаниите избираат помеѓу домашна и странска берза каде ќе ги котираат своите акции, би требало да водат сметка за следните критериуми:

1. Барања за котација
2. Број на веќе котирани поврзани компании (познати на инвеститорите)
3. Постојани барања
4. Ликвидност и идно финансирање
5. Иницијални провизии и годишни провизии за котирање

2.2.2. Понудена структура – меѓународна понуда

Во овој дел подетално ќе бидат објаснети два важни аспекти на ИЈП-а. **Прво**, дали компанијата би требало да го прошири својот маркетинг надвор од

⁶¹ На пример ИЈП Deutsche Post во износ од 15 милјарди долари (2001), вклучувала јавна понуда во сите европски земји. Ова било направено за прв пат за една ИЈП, при што Deutsche Post реализирал 14,8 милјарди \$.

⁶² За време на 1990-те гофине, околу 13% од ИЈП кои се реализирале од страна на емитенти надвор од Америка и Канада, биле од компании кои одбрале да го заобиколат целосно нивниот домашен пазар. Од компаниите кои го направиле тоа, 58% избрале да одат на Американскиот пазар, понатамошни 10% го одбрале Американскиот пазар и друга берза, и конечно трет избор е неамериканска берза за ИЈП. Поновите примери ги вклучуваат MTS и Wimm Bill Dann, руска компанија која одлучила да ги зголеми своите средства со ИЈП во Америка и котирање на берзата во Њу Јорк.

домашниот пазар. Меѓународната понуда ги зголемува трошоците и комплексноста на ИЈП-а, но резултира со доста погодности. Компаниите имаат долгорочна понуда на акции надвор од границите на својот домашен пазар.⁶³

Табела 17. Најголеми меѓународни понуди на капитал до 2000 год.

Бр.	Дата	Компанија	Земја	Износ (милиони \$)	ИЈП / СПК*
1	Ное-87	NTT	Јапонија	40.260	СПК
2	Окт-88	NTT	Јапонија	22.400	СПК
3	Ное-99	ENEL	Италија	18.900	ИЈП
4	Окт-98	NTT DoCoMo	Јапонија	18.000	ИЈП
5	Окт-97	Telecom Italia	Италија	15.500	СПК
6	Фев-87	NTT	Јапонија	15.097	ИЈП
7	Ное-99	NTT	Јапонија	15.000	ИЈП
8	Јун-00	Deutsche Telekom	Германија	14.760	СПК
9	Ное-96	Deutsche Telekom	Германија	13.330	ИЈП
10	Окт-87	British Petroleum	Англија	12.430	СПК
11	Апр-00	ATT Wireless	Америка	10.600	ИЈП
12	Ное-97	France Telekom	Франција	10.530	СПК
13	Ное-98	Telstra	Австралија	10.500	ИЈП
14	Окт-99	Telstra	Австралија	10.400	СПК
15	Јун-99	Deutsche Telekom	Германија	10.200	СПК
16	Дек-90	Regional Electricity Companies	Англија	9.995	ИЈП
17	Дек-91	British Telecom	Англија	9.927	СПК
18	Дек-89	UK Water Authorities	Англија	8.679	ИЈП
19	Дек-86	British Gas	Англија	8.012	ИЈП
20	Јун-98	Endesa	Шпанија	8.000	СПК
21	Јун-97	ENI	Италија	7.800	СПК
22	Апр-00	Oracle Japan	Јапонија	7.500	ИЈП
23	Јул-93	British Telecom	Англија	7.360	СПК
24	Окт-93	Japan Railroad East	Јапонија	7.312	ИЈП
25	Дек-98	NTT	Јапонија	7.300	СПК
26	Окт-97	France Telekom	Франција	7.080	ИЈП
27	Јул-99	Crédit Lyonnaise	Франција	6.960	ИЈП
28	Фев-94	Elf Aquitaine	Франција	6.823	СПК
29	Јун-97	Halifax Building Society	Англија	6.813	ИЈП
30	Јун-98	ENI	Италија	6.740	СПК

*СПК - Секундарни понуди на капитал (понуди кои следат по ИЈП)

Извор: Arkebauer James B., (1998) "Going public" и Megginson, Nash, Netter i Schwartz, 2000

⁶³ На пример, железниците во Северна и Јужна Америка, никогаш не би биле изградени ако не се обезбеделе средства од Европските инвеститори во текот на 19-от век. Како и да е, феноменот на меѓународни понуди (кога компаниите истовремено ги нудат своите акции и на домашните и на меѓународните пазари, е релативно нов). Првата меѓународна понуда се реализирала кон крајот на 1983-та година, кога UBS управувала со секундарните понуди на двете големи Канадски компании, Bell Canada и Alcan.

Второ, кој механизам за утврдување на цената ќе се употреби: запишување, фиксна цена или аукција. Во некои земји, изборот е диктиран од страна на локалните регулатори или деловната пракса. Во други земји, емитентот го врши изборот. Повеќето меѓународни понуди го користат запишувањето. Кое е објаснувањето на меѓународната понуда? Емитентот може акциите да ги продаде исклучиво на домашни инвеститори, или може да се одлучи за меѓународна понуда. Домашна понуда, вообичаено се избира за повеќето помали емисии. Поевтино е, а и самата процедура е поедноставна. Меѓународните понуди можат да достигнат и неверојатни големини, како што е наведено во табела 17.

2.2.2.1. Предности на меѓународните понуди

Постојат многу причини, зошто емитентите се определуваат за меѓународни инвеститори при нивните ИЈП-и:

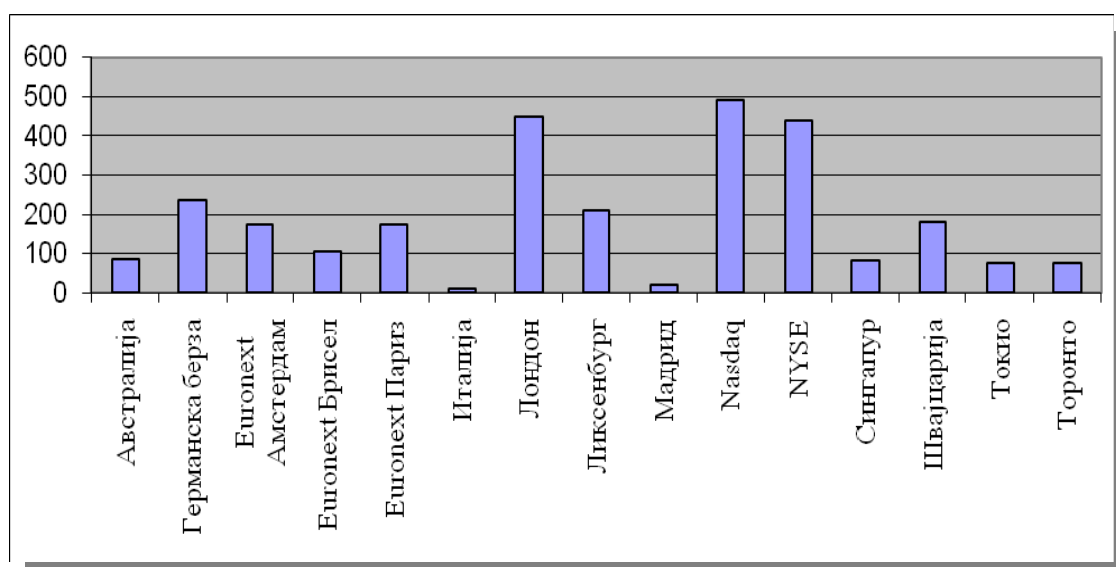
- Ограничена големина на домашниот пазар
- Поширока база на инвеститори
- Максимизирање на приносите од емисијата
- Спојувања и превземања
- Различни вреднувања

Големина на локалниот пазар. Емитентите секогаш се свртени кон меѓународните пазари бидејќи нивниот домашен пазар е премногу мал за да ги обезбеди потребните средства. Присуството на меѓународни инвеститори во процесот на приватизација ја зголемува побарувачката, обезбедувајќи ѝ на владата што продава, да го максимизира износот кој ќе го добие по завршување на приватизацијата. Дури и во земјите со големи и длабоки пазари на капитал постојат компании кои реализираат емисии на меѓународниот пазар. На пример, повеќето Американски понуди преку 250 милиони \$ вклучуваат меѓународна транша, и покрај тоа што домашниот пазар би можел лесно да абсорбира емисија со таква големина.

Поширока база на инвеститори. Пошироката база на акционери веројатно би влијаела на зголемување на побарувачката за акциите и на тој начин би се влијаело на максимизирање на вредноста на понудата. Меѓународниот профил на компанијата сигурно ќе се зголеми со понуда на

акции надвор од својата земја, што може да донесе маркетиншки бенефити. Двата најголеми извори на меѓународна побарувачка за акции се Англија и Америка. Ова е поддржано од бројот на меѓународните котации на главните берзи во овие две земји. Графиконот 5 покажува дека берзата во Лондон, NASDAQ и берзата во Њујорк се најпопуларни берзи за котирање на компании надвор од нивните земји.

Графикон 5. Бројот на странски компании котирани на наведените берзи (2000)



Извор: FIBV (Federation Internationale des Bourses de Valeurs)⁶⁴

Максимизирање на приносите од емисијата. Максимизирањето на приносите е една од примарните цели на компанијата. Со продавањето на акциите на повеќе пазари банкарите се во можност да го претстават емитентот на многу поголем број потенцијални акционери, отколку ако се ограничени само на еден пазар. Максимизирањето на приносите се заснова на создавање притисок на цената и способноста на оние кои управуваат со емисијата да создадат состојба во која една група на инвеститори е против друга (натпреварувачки дух во обидите кој побрзо ќе дојде до акциите).

Спојувања и превземања. Друг бенефит - меѓународната дистрибуција на акциите на компанијата се корисни при активности околу спојувања и превземања, односно аквизиции. Теоретски, ако акциите на компанијата се

⁶⁴ Меѓународна Федерација на берзи. Нејзиното седиште се наоѓа во Париз и таа поттикнува соработка на политики наменети за стимулирање на слободен проток на капитал преку националните граници.

добро познати надвор од нејзиниот сопствен пазар, акциите би можеле да се искористат како валута за меѓународни превземања.⁶⁵

Различни вреднувања. Во одредени индустрии, компаниите ги согледуваат вредностите од меѓународниот пазар бидејќи инвеститорите надвор од нивниот домашен пазар повисоко ги вреднуваат акциите отколку домашните инвеститори. Ова би можело да биде резултат или на тоа дека меѓународниот пазар има повеќе искуство во одредена индустрија, или поради привремени аномалии.⁶⁶

2.2.2.2. Недостатоци на меѓународното продавање на акции

Меѓународните понуди на капитал имаат и свои недостатоци, како што се:

- Трошоци и сложеност.
- Зголемени барања за известувања.
- Поврат назад.

Трошоци и сложеност. За да се подготви понуда за повеќе пазари мора да се потроши дополнително време. А ова особено важи ако емитентот планира јавна понуда во повеќе од една земја. Најчесто, меѓународните приватни понуди бараат само дополнително време за маркетинг (една или две недели). Кога се реализираат јавни понуди во повеќе земји мора да се изготви повеќе од еден проспект и притоа мораат да се исполнат различните барања од законодавците во соодветните земји. Ова особено се однесува кога компанијата планира јавна понуда во САД. Компанијата мора да подготви извештај за регистрирање што ќе ја задоволи SEC.⁶⁷ Американскиот извештај за регистрација може да содржи значително повеќе информации од оние кои се барани во повеќето пазари. Контролирањето на извештајот за регистрирање трае најмалку шест недели, а за

⁶⁵ На пример, Daimler Benz од Германија ги котираше своите акции на берзата во Њу Јорк кон крајот на 1993- та година, неколку години пред да ја превземе Chrysler Corporation, со замена на акции и ја создал Daimler Chrysler.

⁶⁶ Еден ваков пример бил двојното котирање на многу англиски компании од областа на кабловската телевизија на берзата во Лондон и Nasdaq- берза во Америка во 1994-1995 година. Инвеститорите во Америка имале многу искуство во индустријата за кабелска телевизија отколку оние во Англија, и биле спремни да платат повисока цена за акциите. Со цел да се максимизираат приносите од понудите, водечките менаџери голем дел од понудите ги алоцираат на американски инвеститори за кои се смета дека биле спремни да платат повисока цена за акциите отколку англиските инвеститори.

⁶⁷ SEC (Securities and Exchange Commission) – Комисија за хартии чија одговорност е да се заштитат инвеститорите од измами и манипулации.

време на “жешки” нови емисии и пазари или за покомплицираните понуди, трае од 10 до 12 недели.

Зголемени барања за известувања. Зголемени барања за известувања нема само кај американските проспекти, туку секоја компанија чии акции се котирали на американска берза, исто така мора да обезбеди континуирани известувања и тоа на ниво повисоко отколку што се бара на нивните домашни берзи.

Зголемените барања за известувања претставуваат пат во два правци. Утврдено е дека зголемените барања за известувања можат да ги намалат трошоците на акционерскиот капитал, а пониските трошоци на акционерскиот капитал придонесуваат за зголемување на вредноста на компанијата.

Поврат назад. Една од најголемите грижи на компаниите при комплетирањето на меѓународните понуди е тоа дека акциите пласирани надвор од границите на сопствената економија (со големи напори и многу време) не се задржуваат од страна на долгорочни меѓународни инвеститори, туку се враќаат назад на домашниот пазар.

Поврат назад секогаш се случува при големи презапишани понуди (понуди во кои запишаните акции се многу поголеми од бројот на акциите наведени во проспектот). Странските инвеститори секогаш ја искористуваат можноста да остварат “брз профит” и ги продаваат акциите на домашниот пазар.

Покрај укажувањето на предностите и недостатоците од меѓународното продавање на акции, значајно е да се образложат кои се меѓународните инвеститори и кои се нивните предности и недостатоци.

Додека претходно беа наведени предностите кои ги тераат компаниите за меѓународни понуди, овде ќе ги наведеме предностите за меѓународно инвестирање анализирано од гледна точка на институционалните инвеститори.

Постојат неколку причини:

- Можноста за избор на акции од повеќе компаниии, индустрии - дури и големите пазари немаат акции во секој сектор.
- Поголеми поврати - многу пазари во развој обезбедуваат повисоки поврати отколку развиените пазари.
- Намалување на ризикот - не сите национални берзи се во подем или пад во истовреме, поради тоа меѓународната диверзификација може да го намали ризикот на портфолиото на инвеститорите.

- Ликвидност - некои институции бараат голема ликвидност за нивните портфолија, која може да се реализира само со инвестирање во најголемите глобални компании.
- Единствена европска валута - многу инвеститори, еврозоната ја сметаат како една земја за портфолио цели. Инвеститор во Франција, на пример, повеќе не ја смета Франција за негова домашна берза, туку целата еврозона ја третира како домашен пазар.

Како и да е, секогаш постојат и некои трошоци. Акционерството, особено на пазарите во развој, може значително да развие активности околу порамнувањето и старателските активности. Помалите институции и индивидуални лица може да се соочат со трошоци околу конверзија на валутите, и кога се купуваат и кога се продаваат акциите, како и секогаш кога се плаќа дивиденда. Недостиг на информации и несоодветни старателски услуги, исто така, може да се придодат на недостатоците на меѓународните портфолио менаџери. Депозитарите се делумно решение за овие емисии и можат да бидат најдобро решение за ефективно меѓународно инвестирање, особено за индивидуалните инвеститори и помалите институции.

2.2.3. Механизми за одредување на цената

Втората главна одлука што мора да се донесе при процесот на ИПП-а е изборот на механизам за одредување на цената. Претходно беше истакнато дека постојат три методи со кои компанијата може да дојде на берза за прв пат.⁶⁸

1. Аукција
2. Понуда со фиксна цена (гарантирање и најдобри напори)
3. Запишување

Аукциите, или тендерите, се најмалку употребувани механизми за одредување на цената, иако продолжуваат да се употребуваат на некои берзи. Инвеститорите се поканети да ги истакнат своите куповни понуди за акциите, и веднаш кога понудата ќе се затвори, акциите се алоцирани по една, чиста цена.

⁶⁸ Benveniste LM and Busaba WY (1997) Bookbuilding vs. fixed price: An analysis of competing strategies for marketing IPOs *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (4/December): 383-403

Од почетоците на американскиот пазар, запишувањето продолжи да се употребува до доцните 80-ти и 90-ти години од минатиот век и на големо ги замени понудите со фиксна цена, особено за големите ИЈП-и. Некои пазари ги задржаа понудите со фиксна цена (за домашните понуди).

Традиционално, англиските понуди се реализирани со фиксна цена.

Во некои случаи, во една понуда може да се употреби повеќе од еден механизам за утврдување на цената. Најчесто понудата со механизам за одредување на цената со запишување продолжува во понуда со фиксна цена. Менаџерите на понудата, запишувањето го насочуваат кон институционалните и меѓународните инвеститори. Кога цената еднаш ќе биде одредена со запишување, акциите се нудат по истата таа цена на домашниот индивидуален инвеститор според механизмот на фиксна цена.

Бројни англиски приватизации се реализирани со комбинација на фиксна цена и аукции. Главниот дел од понудата бил продаван преку традиционална понуда со фиксна цена, но со вклучен краен тендер каде институциите можеле да се наддаваат со цената за акциите над предходно одредената цена, веднаш после затварањето на главната понуда.

Табела 18. Видови понуди користени при ИЈП-и на одделни пазари

Замја	Вид на понуда			
	Запишување	Понуда со фиксна цена (гарантирана)	Понуда со фиксна цена (со најдобри напори)	Аукција
Австралија	X	X		
Канада	X		X	
Франција	X	X	X	X
Германија	X	X		
Хонг Конг		X		
Италија	X	X		
Јапонија	X			(1)
Сингапур		X		
Англија	X	X	X (2)	
Америка	X		X	X

(1) Неупотребено запишување од самотото негово воведување во 1997

(2) Ретко користено

Извор: Ritter JR (2001d) Some factoids about the 2001 IPO market

1. Аукции или тендерски понуди. Аукциите или тендерите се форма на одредување на цената која повеќе не се користи (иако на некои пазари продолжува повремено да се користи-особено Франција и Израел). Други пазари, каде аукциите се сметаат за значаен механизам при утврдувањето на цената на ИПП-и, се Белгија, Чиле, Јапонија (до Септември 1997) и Португалија. Некои аукции одредуваат минимална цена и ги покануваат инвеститорите (институционални и индивидуални), да се натпреваруваат за акциите, или да лицитираат над минималната цена. На инвеститорите им е дозволено да дадат само една понуда на една цена. Последната понудена цена е т.н. ”клиринг цена” (цена на која има доволно понуди со цени кои се намалуваат и се исполнува целиот обем на емисијата) и сите инвеститори за нивните акции се задолжени по таа клиринг цена. Сите акции се продадени по таа единствена цена, иако одредени инвеститори биле спремни да платат и повисока цена. Ако има недоволна побарувачка по минималната цена, аукцијата може да се повтори, но со помала минимална цена или емитентот може да ја откаже или да ја одложи понудата.

Кај други аукции, инвеститорите можат да даваат повеќе понуди со различни цени - креирајќи нивна сопствена крива на побарувачка. Без разлика на различните варијанти кај аукциите, заеднички аспект на аукциите кај ИПП-и е дека сите акции се продаваат по една цена. Се додека сите понуди за купување се со цената на самата понуда, малку веројатно е дека цената на акцијата значително ќе се зголеми на првиот ден на тргувањето, бидејќи нема доволно побарувачка од страна на инвеститори кои не успеале да го запишат целиот број на акции за кои дале понуда при емисијата. Единствен извор на можна побарувачка може да бидат инвеститорите кои не биле анкетирани или оние кои одлучиле да не дадат понуди при аукцијата.

Аукцијата може да биде корисна за самиот емитент - во основа обезбедува пониски трошоци (провизии), и би можел да ги максимизира приносите. Можниот недостаток на побарувачка за акциите, откако тие ќе се појават на пазарот, може да придонесе вниманието на берзата за акциите понудени на овој начин да се намали, што нема позитивно да влијае за било која идна планирана понуда

2. Понуди со фиксна цена. Постојат два начина на утврдување на фиксна цена при понудите: *гарантиран и негарантиран (односно со најдобри намери).*

Кај гарантираната понуда со фиксна цена, водечкиот менаџер, го испитува мислењето на институционалните инвеститори на понеформален начин од запишувањето. Врз основа на прибраните податоци, емитентот и нејзината банка/банки ја одредуваат цената. Кога цената е одредена, банката/банките ја потпишуваат емисијата (тие гарантираат дека емитентот ќе го прими износот на вкупниот број на акции помножен со утврдената цена, намален за трошоците, независно од побарувачката).

Многу понуди со фиксни цени, особено помалите, се потпираат на испитувањето на ограничен број избрани институции, пред да ја одредат цената. Поголемите понуди со фиксна цена, ќе реализираат roadshow, пред да ја одредат цената. Кај ваквите емисии нема формално запишување, но водечката банка и синдикатот, одржуваат блиски контакти со инвеститорите при утврдувањето на тоа која цена би била прифатлива за да биде понудата успешна.

Гарантирање. И понудата со фиксна цена и понудата со запишување, се гарантирани. Банкарскиот синдикат ги купува акциите од понудата на емитентот или од акционерите кои продаваат, а потоа ги препродава на инвеститорите. Кај некои законодавства, синдикатот нема фактичка сопственост на акциите, туку само ја гарантира цената на понудата. Главната разлика помеѓу гарантираната понуда со фиксна цена и запишувањето, е времетраењето и гарантирање на ризикот. Кај понудите со фиксна цена, периодот на гарантирање варира, се менува, но, започнува кога цената е одредена и продолжува до затварање на периодот за запишување (помеѓу два дена и три недели). Ако емитентот настојува да привлече индивидуални инвеститори, тој мора, периодот за запишување да го држи отворен доволно долго за да им овозможи на инвеститорите да одговорат на понудата. Ако понудата е неуспешна, од гарантите се бара да ги превземат (купат) сите непродадени акции согласно нивната обврска како гарант на емисијата. Во понудата на запишување, договорот е гарантиран само тогаш кога синдикатот има сознанија дека постои доволна побарувачка за акциите од понудата. Ако, на денот на одредување на цената, нема доволно заинтересираност, доаѓа до намалување на понудената цена или до намалување на обемот на понудата.

Понудата со фиксна цена е поризична за инвестиционите банки (тие се изложени на непозната побарувачка за понудата во зависност од промената на пазарните услови за период до три недели). Инвестиционите банки тврдат дека

при понудите со фиксна цена се утврдува цената на пониско ниво од онаа што компанијата би можела да ја оствари при емисија со запишување. Степенот на ризик, е една од причините, што големи понуди на капитал ширум светот се придвижуваат повеќе кон процесот на запишување, пред сè, поради претпазливоста на инвестиционата банкарска заедница.

Негарантиран (Најдобри напори). Понудата со фиксна цена - негарантирана, односно понуда со најдобри намери не инкорпорира гарантирање, туку само најдобри напори/намери на менаџерите да ги продадат акциите. Цената е одредена по преговарањето помеѓу менаџерот на емисијата и емитентот, и минималниот, а понекогаш и максималниот обем на понудата. По завршување на периодот за запишување, ако нема доволно барања за да се реализира минималната количина, понудата се откажува.

3. Запишување. Почнувајќи со најверојатниот опсег на цени за акциите на понудата, членовите на синдикатот ја истражуваат, со должно почитување, заинтересираноста на инвеститорите како за цената, така и за бројот на акциите. Запишувањето е процес кој го овозможува максимизирањето на приносите за емитентот. Акциите се понудени на сите инвеститори (институционали и индивидуални) по иста цена. Процесот на запишување им дава на емитентот и водечката банка поголема контрола над дистрибуцијата на акциите. При аукцијата, акциите ги добива оној кој понудил највисока цена независно од временскиот хоризонт на неговата инвестиција. Запишувањето, исто така, му дозволува на менаџерот на емисијата да ја задржи флексибилноста на цената, и обемот на понудата може да се менува (цената се одредува само на крајот на периодот на запишување). По затварањето на процесот на запишување, кога просpektот/извештајот за запишување е одобрен, водечката банка, или раководителот на запишувањето, ја одредува цената и вкупниот број на акции што ќе се понудат. Во оваа фаза, синдикатот ја гарантира понудата (ги гарантира приносите на емитентот).

Синдикатот е изложен на ризик релативно краток временски период (обично помалку од 24 часа), што всушност е период од одредувањето на цената и потврдување на налозите од институционалните и малите инвеститори. Главниот ризик е ненадејна промена на пазарот. За да се заштитат себеси од ваков ризик, банкарите, во договорот за гарантирање, вметнуваат клаузула наречена „force majeure“ кој им дозволува на банкарите да се откажат под

одредени околности. Оваа клаузула за „излез од пазарот“ е карактеристика на сите договори за гарантирање на емисии склучени помеѓу банкарите и емитентите.

Кога кај понудите има запишани повеќе акции, алокацијата на акциите кај потенцијалните инвеститори може да биде или недискретна или дискретна⁶⁹, кога емитентот и неговите банкари имаат значителна слобода во утврдувањето кои инвеститори ќе ги добијат акциите. Во основа постојат два недискретни пристапи: алокација на пропорционална база и со ждрепка (извлекување од шешир). *Повеќето меѓународни понуди се реализираат со помош на запишување, користејќи дискретна алокација базирана на критериуми кои се различни од емисија до емисија.*

2.2.3.1. Видови понуди за купување

Постојат три вида понуди за купување:

- **Лимитирана понуда** (лимитиран налог) - ја наведува максималната цена која инвеститорот е спремен да ја плати за акциите.
- Понуда каде е наведен бројот на акциите (или вкупниот износ) независно од цената на емитирање - т.н. „**strike**“ понуда.
- **Понуда со чекори** - инвеститорот поднесува распоред на побарувачка како „функција на чекори“ (т.е. серија на лимитирани понуди при што цената на секоја наредна понуда е повисока).

Понуда со чекори обезбедува најмногу информации при процесот на запишување, и затоа е највреден. Како и да е, најважните институции ја употребуваат „strike“ понудата.

„Понудувачите можат да поднесат понуди во било кое време и да бидат информирани за претстојниот датум на затварање. Тие, исто така, можат да ги ревидираат нивните понуди со промена на износот или лимитираните цени, може да ја трансформираат понудата од лимитирана понуда во „strike“ понуда (или обратно), и можат да ги откажат понудите. Како резултат на сето ова, бројни понуди за купување можат значително да се променат со текот на

⁶⁹ Ljungqvist AP and Wilhelm WJ (2001) IPO allocations: discriminatory or discretionary? *Journal of Financial Economics* 65 (2/Avgust): 167-201

времето.”⁷⁰ Понудите се доставуваат до оној кој врши нивно евидентирање во соодветна книга од страна на членовите на синдикатот, на дневна основа. Кога процесот на запишување е завршен, водечката банка ги сублимира сите понуди во т.н. крива на побарувачка и ја одредува цената на емисијата, согласно неговото дискреционо право. Не мора да ја одреди највисоката цена која се понудила. Всушност, банката може во целост да ги игнорира понудите со највисоки цени, ако смета дека тоа е во интерес на целокупниот процес.

2.2.3.2. Стратегии на понуди

За време на жешките пазари на нови емисии, институциите секогаш поднесуваат понуди во многу рана фаза. Ова е така, затоа што оној кој го води запишувањето обично им дава предност на оние налози кои се поднеле меѓу првите, и имаат приоритетна алокација. За време на „ладните” пазари на нови емисии, инвеститорите играат спротивна игра - тие чекаат колку што е можно покасно за да ги поднесат своите понуди, надевајќи се дека така ќе влијаат на намалувањето на понудениот опсег на цени.

За време на „жешките” пазари, инвеститорите, не само што ги поднесуваат своите понуди за купување доста рано, туку и во самата понуда наведуваат поголем број на акции. Ако тие очекуваат понудата да биде „презапишана” (побарувачката да биде поголема од понудата), знаат дека нема да ги добијат сите запишани акции. Поради тоа, го зголемуваат бројот на акции на своите понуди, за да ги зголемат шансите за обезбедување на саканиот број на акции. Кога има доволна побарувачка, раководителот на процесот на запишување може да одлучи да ја зголеми цената на акциите на понудата (на многу пазари), и, во согласност со емитентот и акционерите што продаваат, можно е зголемување на бројот на акциите што треба да се продадат.

2.2.3.3. Одредување на цената

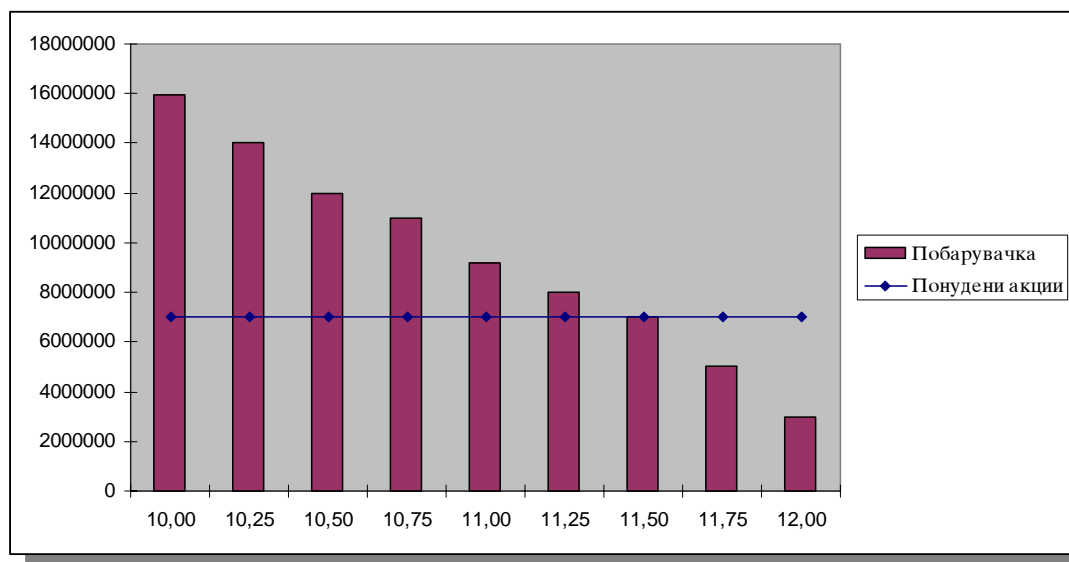
Врз основа на заклучокот од процесот на запишување, водечкиот менаџер ја креира кривата на побарувачка врз база на пристигнатите понуди, и потоа ја одредува цената на емисијата. На пример, емитентот планира да

⁷⁰ Cornelli i Goldreich, 2001

продаде седум милиони акции, по цена помеѓу 10,00 фунти и 12,00 фунти. На крајот на запишувањето ќе се креира нешто слично како Графикон 6 кој го прикажува бројот на понудите за акциите во ценовен интервал од 0,25 центи. Има доволно понуда за купување акции по цена од 11,50 фунти, за да понудата биде целосно запишана. Над таа цена, нема доволно интерес за купување, под таа цена побарувачката е поголема од понудата. Ако раководителот на запишувањето (водечката банка) одреди максимална цена од 11,50 фунти, би имало мала побарувачка по појавувањето на акциите на пазарот.

Поради тоа, цената, секогаш би требало да биде под можната максимална цена. За да се одреди максималната цена за оваа понуда, раководителот на запишувањето би требало да ја анализира книгата на запишување, и тоа, композицијата на понудите по цена помеѓу 10,00 фунти и 11,25 фунти, и да одреди која цена би била најсоодветна. Раководителот на запишувањето има значителна дискреција при одредување на цената. Така, цената скоро секогаш се одредува на пониско ниво отколку онаа цена што се утврдува во процесот на запишување (онаму каде се сретнуваат побарувачката и понудата).

Графикон 6. Крива на побарувачка



Извор: Geddes R., (2005), “IPOs&equity offerings”

Одредувањето на цената е резултат на дискусии/преговори помеѓу емитентот и раководителот на запишувањето. Цената се одредува на ист начин како и кај понудите со фиксна цена, само што учесниците при запишувањето

имаат повеќе информации. Според Cornelli i Goldreich (2001), цената се одредува многу блиску до пондерираниот просек на сите лимитирани цени. Нивото на презапишаност, исто така, влијае на цената на емисијата, но со помал обем. При одредување на цената, раководителот на запишувањето сака да има многу поголемо влијание кај големите понуди за купување, како и кај понудите за купување од пофреквентните инвеститори. Банките секогаш го фаворизираат инпутот од инвеститорите со кои имаат значителни последователни соработки.

Флексибилност на запишувањето. Како што е претходно истакнато, во времето на изготвување на нацрт проспектоот одреден е и опсегот на цената. За време на запишувањето, раководителот може да го зголеми или да го намали индикативниот опсег на цената и да го зголеми или да го намали бројот на акциите на понудата. Секоја одлука е базирана на информација од „книгата”. Водечкиот менаџер има значителна дискреција при одредувањето на цената (во повеќето пазари може да ја одреди цената и надвор од иницијалниот ранг ако има доволна, т.е. недоволна побарувачка).

Делумно прилагодување. Ако процесот се одвива добро и има доволна побарувачка, водечкиот менаџер може да го промени понудениот ценовен ранг, со цел истиот подобро да ја рефлектира побарувачката. Слично, ако процесот е во тешкотија, ценовниот ранг може да се прилагоди надолу. Во друг случај, последната цена на понудата може да биде одредена над врвот или под дното на новиот ценовен ранг.

Во ситуација кога ценовниот ранг бил ревидиран нагоре и цената е одредена на повисоко ниво, ИПП-и имаат повисока премија првиот ден отколку оние кои остануваат во рамките на рангот, или им се утврдува цена под рангот.

Ова е така наречен феномен на делумно прилагодување⁷¹, добро познат во индустријата. Пресот го создал терминот „walk up” за трансакција каде иницијалниот ценовен ранг е одреден повисоко. Банкарите креираат побарувачка за акциите и потоа го зголемуваат ценовниот ранг заради „значителниот” интерес на инвеститорите. Моментот на одредување на цената помага во креирањето на „жешки” понуди. При одредувањето на цената, банката „ја одредува цената само нешто под максимумот од рангот, креирајќи

⁷¹ Ibbotson, Sindelar и Ritter, 1988

на тој начин добро чувство кај инвеститорите кои веруваат дека купиле популарни акции со дисконт.”⁷²

2.2.3.4. Регулација и документација за иницијалната јавна понуда

Сликата е следна - 2 часот наутро, голема непозната сала за состаноци, со маса на која можат да седат истовремено 24 луѓе. Масата е покриена со копии од најнови нацрт верзии на проспекти, згужвани парчиња хартија, стари проспекти, и неколку копии од законски барања. Врз сето тоа, неколку полупразни кутии од пица, бројни празни шишиња од вода и сокови, и на едниот крај од масата, шест адвокати дискутираат околу правното толкување на реченицата на страна 123 од тековниот нацрт проспект. На другиот крај, двајца помлади инвестициони банкари се занимаваат со безбол топче, додека надвор од салата, банкари од средниот менаџмент тивко зборуваат (мумлаат) преку нивните мобилни телефони или ги проверуваат нивните пораки.

Додека ова изгледа гламурозно за студенти од последна година и за МБА студенти, сјајот, брзо исчезнува. Логично, бидејќи сцената може да се случува една ноќ по друга, често, сè до крајниот рок. Гламурозниот сјај на ИЈП-а, ако и воопшто постои, е само маркетинг на процесот. Подготвувањето на документите кои треба да се обелоденат, како и законските договори е навистина тешка работа. Можеби и затоа, сè повеќе нацрт документите се изготвуваат, односно проверуваат и обработуваат од страна на адвокати ангажирани во самиот процес. Основа на целата документација е *due diligence* (т.е. длабинска анализа) на компанијата, на финансиската и бизнис историја на емитентот, како и нејзиниот проспект.

2.2.3.5. Целите на документацијата

Основниот документ што треба да се издаде е изјавата за регистрација која го содржи просpektот - документ што ќе биде дистрибуиран на потенцијалните инвеститори. *Просpektот ги содржи сите финансиски и нефинансиски информации кои ги бараат потенцијалните инвеститори, за да*

⁷² Dovkants, 1999

донесат правилна инвестициона одлука. Проспектот мора да биде и документ за продажба како и да ги исполни барањата на локалниот регулатор.

Проспектот се доставува до инвеститорите поради три причини. **Прво**, при јавна понуда, е законско барање. **Второ**, тоа е документ каде емитентот ја раскажува својата приказна. **Трето**, доставувањето на проспектот кој содржи голем број важни информации за издавачот, го намалува ризикот од измама на потенцијалните инвеститори. Обезбедувањето на усогласеност помеѓу втората и третата причина е круцијално – доколку има премногу маркетинг, доколку документот не обезбедува доволно информации, доколку има премногу законска регулатива при објавувањето и сл., инвеститорите, во своето читање нема да дојдат ни до трета страна од документот.

Во повеќе земји, кога акциите се понудени на индивидуалните инвеститори, локалната КХВ (или берзата) треба да ја одобри содржината на проспектот пред да започне самата понуда. На пазарите каде не постои јавна понуда, овој документ може да биде наречен меморандум за понуда, циркулар за понуда или приватен меморандум за пласман. Информациите содржани во приватниот документ за пласман не се пропишани од страна на регулаторот, но би требало да бидат слични, иако можеби не толку детални, како што се бара за јавна понуда. Она што е интересно да се истакне, е тоа дека, проспектот има и алтернативна употреба при одредувањето дали пазарот е “премногу” жежок.

2.2.3.6. Нацрт проспект

Нацрт проспектот се издава некаде помеѓу втората и шестата недела пред крајниот проспект. Во Америка и Канада, овој нацрт, е познат и како “црвена харинга”, поради предупредувањето печатено во црвена боја на предната страна. Нацрт проспектот ги содржи скоро сите информации што би ги содржел крајниот проспект, со исклучок на цената и, можеби, бројот на акциите што ќе се понудат. Во понудите во САД, нацртот обично не се печати додека SEC не ја контролира неговата содржина и не ги прими бараните измени од компанијата и нејзините адвокати. Во други земји, нацрт проспектот секогаш е отпечатен кога се доставува до регулаторот на пазарот. Во таков случај, може да има значителни разлики помеѓу нацртот и крајниот проспект.

2.2.3.7. Краен – финален проспект

Во понудите кои се базирани на моделот на гарантирана фиксна цена, се печати само еден проспект и истиот се дистрибуира до потенцијалните инвеститори. Проспектот ги има истите корпоративни и финансиски информации како и нацрт проспектот, но со вклучена цена, и , во Европа, датумите (кога), и бројот (колку пати), инвеститорите можат да ги доставуваат своите понуди. Во Америка, Канада и секаде во светот каде се употребува моделот на понуда со запишување, конечниот проспект се печати кога регулаторите на пазарот на капитал, ја одобриле содржината и цената по која акциите ќе се нудат. Веднаш по одобрувањето од страна на регулаторите на пазарот на капитал и одредувањето на цената, се изготвува апликација за запишување на акциите и се доставува до потенцијалните инвеститори, а копија од проспектот се доставува до секој успешен подносител на пополнета апликација.

Секоја земја, комисија за хартии од вредност и берза, има свои специфични барања, од кои на крајот зависи и содржината на проспектот. Како и да е, сите имаат некои општи, заеднички карактеристики. Во 1998 година, Меѓународната организација на комисии за хартии од вредност (IOSCO), издала „Меѓународни стандарди за известување”, со цел да се олеснат меѓународните понуди на капитал и котирањето од страна на меѓународни емитенти.⁷³ Стандардите обезбедуваат споредливост на информациите, како и, повисоко ниво на заштита на инвеститорот.

Стандардите на Меѓународната организација на комисии за хартии од вредност имаат 10 категории (табела 19).

Во основа, ако понудата вклучува повеќе транши, ќе доминира проспектот на домашниот пазар и неговиот стил. Документот кој се употребува во меѓународните транши, доколку е потребно, ќе претрпи мало прилагодување за да ги исполни меѓународните барања. Ако станува збор за јавна понуда во САД, проспектот би требало да се изготви имајќи ги во предвид барањата на

⁷³ За една понуда да се смета за меѓународна, треба истата да е управувана од една или повеќе земји, различни од земјата на емитентот

SEC, и американскиот проспект, де факто ќе стане проспект на „домашен пазар” независно дали емитентиот е Американец или не.

Табела 19. Содржина на IOSCO стандарди

I.	ИДЕНТИФИКАЦИЈА НА ТОП МЕНАџМЕНТОТ, СРЕДНИОТ МЕНАџМЕНТ И СОВЕТНИЦИТЕ
	а. Топ менаџмент и среден менаџмент
	б. Советници
	в. Ревизори
II.	ПОДАТОЦИ ЗА ПОНУДАТА И ОЧЕКУВАНИОТ ВРЕМЕНСКИ РАСПОРЕД
III.	КЛУЧНИ ИНФОРМАЦИИ
	а. Финансиски податоци
	б. Капитализација и задолженост
	в. Причина за понудата и употреба на средствата
	г. Ризични фактори
IV.	ИНФОРМАЦИИ ЗА КОМПАНИЈАТА
	а. Историја и развој на компанијата
	б. Преглед на бизнисот
	в. Организациона структура
	г. Имот, земја и опрема
V.	ПРЕГЛЕД НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ РЕЗУЛТАТИ И ПЕРСПЕКТИВИ
	а. Оперативни резултати
	б. Ликвидност и извори на капитал
	в. Истражување и развој, патенти, лиценци и др.
	г. Тековни информации
VI.	ДИРЕКТОРИ, СРЕДЕН МЕНАџМЕНТ И ВРАБОТЕНИ
	а. Директори и среден менаџмент
	б. Награди
	в. Правила на работа на одборот
	г. Вработени
	д. Учество на компанијата во други компании
VII.	ПОГОЛЕМИ АКЦИОНЕРИ И ТРАНСАКЦИИ СО ПОВРЗАНИ ЛИЦА
	а. Главни акционери
	б. Трансакции со поврзани лица
	г. Учество на експерти и советници
VIII.	ФИНАНСИСКИ ИНФОРМАЦИИ
	а. Консолидирани извештаи и други финансиски информации
	б. Значајни промени
	ПРОДОЛЖУВА...

IX	ПОНУДА И КОТИРАЊЕ
	а. Детали за понудата и котирањето
	б. План на дистрибуција
	в. Пазари
	г. Акционери што продаваат
	д. Разводнување (намалување на процентуалното учество)
	ѓ. Трошоци на емисијата
X	ДОПОЛНИТЕЛНИ ИНФОРМАЦИИ
	а. Акционерски капитал
	б. Меморандуми за соработка
	в. Материјални договори
	г. Контроли од регулаторни органи
	д. Оданочување
	ѓ. Дивиденди
	е. Извештаи од експерти
	ж. Електронски документи
	з. Помошни информации

Вториот дел од изјавата за регистрирање (првиот дел е самиот проспект) содржи информации што не се вклучени во проспектот. Бидејќи е поднесен до КХВ, достапен е за анализа од страна на јавноста. Вообичаено се вклучени информации за:⁷⁴

- Разни трошоци на издавање и дистрибуција.
- Документи за осигурување или обештетување за обврските на одговорните лица и директорите.
- Список на продажба на нерегистрираните хартии од вредност за последните три години (продавањето на нерегистрирани хартии од вредност е незаконски, но специфични видови трансакции, спомнати овде, не мора неопходно да бидат незаконски). Можат да значат приватно зголемени средства пред било каква замисла за организирање и спроведување на ИЈП-а. Доколку се утврди дека имало прекршување на Законот за хартии од вредност, може да има сериозни последици, па поради тоа, компанијата би требало да ги поништи нерегистрираните хартии од вредност и да ги врати парите на првобитните инвеститори и повторно да го реализира инвестирањето согласно правилата на КХВ.

⁷⁴ Cornett MM, Mehran H. and Tehranian H., (1998), Are financial markets overly optimistic about the prospects of firms that issue equity?

➤ Разни субјекти, договор за гарантирање, документ за основање на компанијата, статут, планирани финансиски извештаи, копии од материјалните договори итн.

Во изјавата за регистрирање, сè мора да биде вистинито. Не смее да има никакви пропусти што би можеле да резултираат во полувистини. Крајната одговорност за неточните тврдења е на емитентот, или поточно на одговорните лица и директорите на компанијата. Ако овој стандард на вистинити и целосни известувања не е почитуван, почнувајќи од датумот на понудата, тогаш купувачот на хартии од вредност може да го тужи емитентот. Овој стандард важи за сите купувачи на хартии од вредност, вклучувајќи ги и оние кои купиле хартии од вредност и по завршувањето на емисијата, независно дали купувачот го видел проспектоот или не. Очигледно, одговорните лица и директорите би требало да бидат особено внимателни во овој сегмент, за да не дојде до обелоденување на неvistинитите податоци или до било каков пропуст кој може да резултира во ненавремено обелоденување на некоја ценовно чувствителна информација.

2.2.4. Маркетинг на новите емисии

Маркетингот на нова емисија на хартии од вредност е софистициран процес кој инволвира три фази:⁷⁵

- Фаза пред маркетинг, која ги подготвува инвеститорите за емисијата.
- Фаза на формален маркетинг, кога се остварува директен контакт со потенцијалните инвеститори.
- Одредување на цената, алокација и дистрибуција на акциите.

Маркетинг процесот се одвива истовремено со процесот на документирање и инволвирање на водечката банка. Во зависност од состојбата на пазарот, видот, обемот и комплексноста на понудата, периодот за маркетинг, може да трае од 4 недели до 4 месеци, а некогаш и подолго. Маркетингот за втората понуда може да трае од 2 часа до 2-3 недели, во зависност од структурата и обемот на понудата. Овој дел се концентрира на маркетингот на

⁷⁵ Benveniste LM and Busaba WY, (1997), An analysis of competing strategies for marketing *IPOs*

понуди кои се базираат на запишување. Маркетингот на понуди, базирани на фиксна цена, ги вклучува повеќето од овие исти активности, но одредувањето на цената на понудата се одвива во порана фаза.

Иницијалната фаза е посветена на едукација на инвеститорите, со цел да добијат што е можно повеќе информации за компанијата и индустријата во која таа делува. Најважните истражувачки документи, се издадени од страна на брокерите на емисијата и истите се дистрибуираат до истражувачките институции во период до осум недели пред антиципираната дата на понуда. Додека инвеститорите го анализираат извештајот од истражувањето, водечката банка и консултантите кои одржуваат релации со инвеститорите работат со менаџментот на компанијата за да го подготват менаџментот за втората фаза од маркетингот - средба со инвеститорите.

Фазата пред маркетингот е најваријабилна во поглед на времетраењето. Ако понудата е насочена на институционалните инвеститори, потребна е пократка кампања отколку ако е насочена кон малите инвеститори. Повеќето приватизации се карактеризираат со продажба на мало, па поради тоа потребна е поекстензивна фаза пред маркетингот. Некои потенцијални инвеститори почнуваат со подготовка на пазарот повеќе од една година пред ИПП-а (види табела 20).

Табела 20. *Маркетинг процес за понуда базирана на запишување*

Фаза пред маркетинг	1. Развој на инвестициона приказна
	2. Подготовка на пазарот
	3. Подготовка на менаџментот
	4. Објава на извештајот од истражувањето
Фаза на маркетинг	1. Одредување на ценовниот ранг
	2. Изработка на нацрт проспект
	3. Информирање за продажбата
	4. Road show презентација и презентација “еден на еден”
	5. Истражување кое следи потоа
	6. Запишување
Фаза на одредување на цената и алоцирање	1. Одредување на цената
	2. Алокација
	3. Стабилизација

Втората фаза започнува со обелоденувањето на нацрт проспектоот. Кај поголемиот дел на големи понуди, нацрт проспектоот е издаден околу четири до пет недели пред одредување на цената на понудата. Нацрт проспектоот ги содржи сите неопходни информации потребни да се донесе инвестициона одлука, освен цената. Во овој период, обично, водечката банка ќе иницира ценовен ранг, за да имаат инвеститорите идеја за предвиденото вреднување. На пример, на некои пазари, особено во САД, ценовниот ранг е печатен во нацрт проспектоот.

По објавувањето на нацрт проспектоот, менаџментот на компанијата започнува презентации на институционални инвеститори и синдикати на продавачи, познати како *roadshow*.⁷⁶ Програмот вклучува комбинација од состаноци “еден на еден” со најважните институции, и презентации со одбрана група на фонд менаџери и аналитичари. Институционалните инвеститори се анализирани од страна на инволвираните банки и брокери, за нивниот интерес за купување на акциите. Како што се доближува датумот на одредување на цената, индикативниот ценовен ранг може да биде прилагоден согласно побарувачката. Ова им овозможува на спонзорите на емисијата поточно да ја одредат цената на емисијата. Некои банки користат компјутерски софтвер за моделирање на побарувачката по одредени цени, и на тој начин да ја одредат „оптималната цена на понудата”.

При секундарните понуди, кога постојните акции се тргуваат на пазарот, меѓународните понуди базирани на процесот на запишување настојуваат да ја одредат цената на новата емисија на ниво, или нешто под актуелната пазарна цена. При понуда со фиксна цена, банката и компанијата ја одредуваат цената на понудата врз база на индикации за интересот на институционалните инвеститори и познавањата на банката за пазарот. Откако цената е одредена, доаѓа периодот кога се издава проспектоот и кога се печатат огласите кои содржат информации околу постапката за купување на акции. Синдикатот почнува да ги прима налозите од институционалните или од поединечните инвеститори, претходно доставени до банките.

Истражувачките аналитичари се составен дел од успехот на ИПП-и. Табелата 21 дадена во текстот што следи, ја истакнува фундаменталната улога

⁷⁶ Серија на средби со потенцијални инвеститори и брокери, спроведени од страна на компанијата и незјиниот посредник, пред да се нудат хартии од вредност особено ИПП-и.

на аналитичарите. Тие се вовлечени во самиот процес и дејствуваат во насока на успех на истиот, обликувајќи ја инвестиционата приказна, работејќи со инвеститорите во фазата пред маркетингот, како и во обезбедување на коментари на тековните истражувања кои следат по реализацијата на ИЈП-а.

Табела 21. Приказ на улогата на аналитичарите при големи ИЈП-и

Фаза пред понудата	Фаза пред маркетингот	Маркетинг	По реализацијата на ИЈП-а
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Помага во обезбедувањето на мандат на водечки менаџер. ➤ Објавување на извештај за секторот (опционално). ➤ Зголемување на имиџот на компанијата во комуникација со јавноста. ➤ Информирање на медиумите за бекграундот на компанијата (онаму каде е дозволено). 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Презентации на продавачите и одбрани институции. ➤ Објавување на истражувањата (онаму каде е дозволено). ➤ Активности кои претходат на маркетингот од страна на истражувачкиот тим (посета на институции). 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Roadshow. ➤ Еден на еден. ➤ Групни состаноци. ➤ Прес конференции. ➤ Следат аналитичари или продавачи. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Тековни истражувања. ➤ Обелоденување на резултатите. ➤ Повремени подолги извештаи. ➤ Повратна спрега помеѓу инвеститорите и компанијата.

Извор: Geddes R., (2005), "IPOs&equity offerings"

Мултифункционалната улога, аналитичарот го става во потенцијален конфликт на интереси: чии интереси ги претставува аналитичарот: на инвеститорот, на емитентот или на неговата банка? Второ, кои инвеститори: индивидуалните или институционалните? Перцепцијата на конфликт особено е забележителна кога аналитичарот ги објавува промените на неговото мислење за акциите, од неутрално (ниту да се купува, ниту да се продава, а тоа што се има да се чува) во, "да се купува", и тоа веднаш по појавувањето на аналитичарот како учесник во понудата.

2.2.4.1. Фаза пред маркетинг

Фазата пред маркетинг, обично започнува од околу осум недели до околу три до четири недели пред одредувањето на цената. Некои понуди имаат подолга фаза пред маркетингот поради нивниот обем или комплексност додека други, имаат пократок период. Трансакција која таргетира поголем дел на индивидуални инвеститори бара поголем пред-маркетинг период. Обезбедување доволно индивидуални инвеститори кои би генерирале одредена побарувачка бара значително повеќе напор отколку креирање на истата побарувачка од институционални инвеститори.

Пред-маркетингот им помага на менаџерите и на компанијата во одредувањето на тоа, кој “дух” да го стават во инвестиционата приказна за инвеститорите. Обелоденувањето на истражувачкиот извештај е кулминација на пред-маркетингот при меѓународни понуди. На пример, во САД, SEC забранува обелоденување на истражувањето од страна на инвестициони банки инволвирани во процесот пред ИЈП-а. Така, при понуда со повеќе транши, менаџерите треба да бидат внимателни, истражувачките извештаи и другите пред-маркетиншки материјали, да не се прошират во САД. Слични ограничувања наметнати од страна на регулаторите има во Канада и Јапонија. Многу Европски регулатори не наметнуваат ваков „темен период”, така да истражувањата можат да бидат објавувани и дистрибуирани во било кое време во маркетиншкиот период. Најдобра пракса е да се обезбеди издавање на истражувањата четири недели пред одредувањето на цената на понудата, или барем две недели пред објавување на нацрт проспектоот.

За да го убедат инвестициониот менаџер да направи простор во неговото портфолио за акциите од новата понуда, компанијата и нејзините менаџери мора да развијат и соодветно да претстават адекватна инвестициона приказна. *Инвестициона приказна е збир на најважните продажни цели кои ќе го убедат инвеститорот да ги купи акциите на емитентот.*

Во високо ризична индустрија постои концепт на брзо искачување каде емитентот треба да ја објасни идејата зошто треба да се инвестира во високо ризична индустрија, да им се објасни на инвеститорите дека за многу кратко време ќе се стигне од “приземје до најгорниот кат”. Инвеститорите на јавниот

пазар би сакале, на едноставен и концизен начин, да слушнат што е тоа толку специјално за компанијата.

Главниот дел на инвестиционата приказна би требало да се фокусира на неколку аспекти, наведени како што следи:⁷⁷

- Пазар и раст на пазарот
- Понудени производи и услуги
- Корпоративна стратегија
- Финансиска позиција
- Финансиска историја на компанијата
- Употреба на приносите (остварените средства од емисијата)
- Квалитет на менаџментот

Откако истражувачките аналитичари, банкарите и компанијата ја создале инвестиционата приказна, може да започне предмаркетингот. Главните цели на предмаркетинг фазата се:

- Да се разгледа инвестиционата приказна со потенцијалните инвеститори
- Креирање на максимална свесност на инвеститорот за емитентот пред road show-то на менаџментот
- Прибирање и анализа на feed back-от од инвеститорите
- Вреднување / одредување на ценовниот ранг
- Конечна верзија на инвестиционата приказна
- Идентификување на главната цел на инвеститорите на “состаноците еден на еден”

На пазарите каде е можен телевизиски маркетинг и каде емисијата е доволно голема, се подготвува реклама во траење од 15-30 секунди. Главната цел на рекламата е да ги привлече малите индивидуални инвеститори да се регистрираат за проспектоот или да им соопшти каде проспектоот може да го добијат.

Обемот на предмаркетинг активностите зависи од големината на емисијата. На пример, ИЈП-а вредна 100 милиони долари во многу познат сектор, бара многу помалку време и напор отколку приватизација вредна 8 милијарди евра. За повеќето ИЈП-и, предмаркетингот ќе покрие помеѓу 25 и 75

⁷⁷ Benveniste LM and Busaba WY, (1997), Bookbuilding vs. fixed price: An analysis of competing strategies for marketing IPOs *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (4/December): 383-403

инвеститори, во зависност од домашниот пазар. За многу големи понуди, предмаркетингските активности значително ќе пораснат, покривајќи од 150 до 200 институции.

Со тек на време секој член на синдикатот се обидува да реализира состанок помеѓу неговите аналитичари и што е можно повеќе од главните таргетираните инвеститори. Доколку сите членови на синдикатот учествуваат во предмаркетингот, инвеститорите се чувствуваат почестени од поканите поврзани со понудата. За големите понуди, главните институции сакаат да разговараат со двајца или тројца аналитичари. Ако компанијата која реализира ИПП-а е прва во нејзиниот индустриски сектор (или прва компанија која се придружува на пазарот после долго време) истражувачките аналитичари на водечката банка/банки можат да издадат извештај за секторот, два или три месеци пред понудата. Извештајот за секторот ја покрива структурата на индустријата, статистички податоци кои се однесуваат на индустрискиот раст, главните учесници, интензитет на конкуренцијата, индустриските поврати, и друго.

Како се приближува понудата, истражувачките аналитичари од банките во синдикатот објавуваат истражувачки извештаи на компанијата. Ова истражување содржи дискусии за бизнисот на компанијата, нејзината конкуренска позиција, стратегија, финансиски перформанси и идни перспективи. Во зависност од пазарот и понудата, аналитичарот може да вклучи и некои доволно детални вреднувања користејќи разни методи. По објавувањето на детален извештај за компанијата, аналитичарот на секој член од синдикатот прави презентација на продавачите на капитал во нивната банка. За време на оваа презентација, аналитичарот ја презентира инвестиционата приказна и нејзините детали на продажниот тим. Аналитичарот им дава на продавачите две до четири страни пишан материјал со најважните детали (како што е на пример, временскиот распоред на понудата) кои би требало да бидат покриени преку телефонски разговори со инвеститорите. Пишаниот материјал се изготвува од менаџмент тимот и е контролиран од страна на истражувачкиот аналитичар. По презентацијата, продавачите ќе им постават прашања на аналитичарите, прашања кои сметаат дека ќе им ги постават клиентите. Сесијата „прашања и одговори“ е корисна подготовка за аналитичарите пред посетата на институционалните инвеститори за време на формалниот маркетинг.

Најважниот дел од предмаркетингот е feed back-от обезбеден од инвеститорите. Користејќи го feed back -от од инвеститорите, водечкиот менаџер повратно го информира емитентот и акционерите што продаваат за:

- Пазарните услови
- Реакцијата на инвеститорот во врска со инвестиционата приказна - атрактивност и заинтересираност
- Препораки за ценовниот ранг

За многу директори, презентациите кои ги прават на roadshow-то може да бидат прв јавен говор што тие го имале дури од основно училиште. Друг дел од предмаркетинг процесот е да се подигне нивото на менаџмент презентациите. Првиот нацрт од 20-25 минутна презентација би требало да биде изготвен од страна на менаџментот и инвестиционите банкари кои работеле на изработка на нацрт проспектоот. Тие би ја земале содржината на проспектоот како насока за содржината на презентацијата. За подигнување на квалитетот на презентацијата можат да се ангажираат и професионални советници за презентација, како и тренери за говор. Директорите треба да бидат фокусирани на инвестиционата приказна што треба да се развие, а да не се занимава со одредени прашања.

Последниот аспект на предмаркетингот при понуда базирана на запишување, е одредување на ценовен ранг, кој ќе им користи на инвеститорите за време на маркетинг периодот. Водечкиот/водечките менаџер/менаџери го усогласуваат нивното вреднување со помош на feedback-от добиен за време на предмаркетингот и од општите пазарни услови. Во Американските проспекти, ценовниот ранг (усогласен помеѓу компанијата и менаџерите на емисијата) е наведен на предната страна на проспектоот. Ова е познато како “ценовен разговор”. Во други законодавства, ценовниот ранг може да биде испечатен на проспектоот, или едноставно да се користи од страна на синдикалниот продажен тим при комуникацијата со инвеститорите.

Во зависно од видот на понудата и ценовниот ранг, цената ќе се одреди после предмаркетинг периодот. При понуда со запишување, се одредува ценовен ранг, додека при гарантирана емисија со фиксна цена, се одредува фиксна цена.

2.2.4.2. Маркетинг

Ако една од целите на предмаркетингот е да креира одредено сознание за постоење на емисијата, формалниот маркетинг има за цел да го зголеми тоа сознание, и интересот за емисијата да го претвори во конкретни налози. Времетраењето на формалниот маркетинг зависи од обемот и комплексноста на понудата. Подолу во текстот се наведени фазите на маркетингот како и позначајните активности во рамките на секоја фаза.

1. Обелоденување на истражувањето

- Фокусирање на претставувањето и позиционирањето на компанијата на пазарот;
- Вреднување;
- Дистрибуција до сите таргетирани инвеститори.

2. Брифинзи со продавачите

- Информирање на продавачите од страна на водечкиот истражувачки аналитичар;
- Брифингот овозможува реализирање на предмаркетинг состаноци и утврдување на временскиот распоред на roadshow-то;
- Идни брифинзи насочени кон можни аспекти на интерес од страна на инвеститорите.

3. Активност на аналитичари во предмаркетинг периодот

- Посета на аналитичарите на најзначајните институции и заедничко дискутирање на инвестиционата приказна и вреднувањето;
- Аналитичарите и продавачите обезбедуваат feedback од инвеститорите, што е од голема помош при утврдувањето на ценовниот ранг;
- Feedback-от исто така ја утврдува загриженоста на инвеститорите која треба да биде акцентирана на roadshow-то;
- Идентификување на потенцијалните најважни инвеститори.

4. Roadshow на компанијата

- Лошо roadshow може да го уништи процесот;
- Инвеститорите сакаат да се сретнат со менаџерите пред да ги дадат своите налози;
- Потенцијалните најважни инвеститори имаат средби со компанијата, еден на еден, со цел максимизирање на разговорите;

- Помалите инвеститори имаат групни состаноци.

5. Активност на аналитичарите во периодот кој следи

- Аналитичарите и продавачите ги следат roadshow состаноците;
- Аналитичарите одговараат на сите прашања, нејаснотии, двојби и резервираност;
- Продавачите ги собираат налозите потребни за процесот на запишување.

6. Retail маркетинг

- Преку мрежата на филијали и експозитури на банката;
- Преку мрежата на брокери (Америка и Канада);
- Презентации на тимовите за малопродажба во клучните градови;
- Управување на прес конференциите.

Бројни фактори кои влијаат на должината на маркетиншкиот период се:

- Обемот на понудат (што поголема, толку подолг период);
- Број на транши (што повеќе, толку подолг период);
- Број на конкурентски понуди на пазарот;
- Крајни рокови (пример, крај на владина финансиска година за приватизациите).

Спореден со предмаркетингот, периодот на формалниот маркетинг е поинтензивен. Најкратко може да трае од пет дена до две недели, за време на „жешки емисии“, додека најдолго може да трае до шест недели при глобални понуди на акции со екстензивен roadshow.

За време на периодот на регистрирање постои т.н. забранета реклама. Било какво известување, давање интервјуа, или било какви информации што треба да излезат од компанијата би требало крајно внимателно да се контролираат и проверат од страна на правниот застапник на компанијата и одговорното лице за односи со јавноста за евентуално можно прекршување на правилата. Давањето информации и рекламирањето помеѓу датумот на поднесување и датумот кога изјавата за регистрирање станува ефективна може да го поттикне прашањето-дали *рекламата не е всушност напор за продажба на незаконски начин?*⁷⁸

Покрај забранетата реклама за време на регистрирањето постои и дозволена реклама. КХВ одобрува нормално рекламирање на компанијата за

⁷⁸ www.sec.gov

време на регистрирањето. КХВ јасно истакнува дека, за време на регистрирањето, компаниите можат да го прават следното:

- Можат да продолжат со рекламирањето на производите и услугите; можат да се користат промотивни материјали, разни дисплеи, како и рекламирање на главните производи и услуги на компанијата;

- Можат да продолжат да испраќаат квартални, годишни и други периодични извештаи до акционерите. Исто така можат да се издадат и информации поврзани со финансиските резултати за овие периоди, но не смеат да бидат вклучени ниту краткорочни ниту долгорочни предвидувања за пораст (освен правилно подготвените предвидувања, кои предвидувања ги почитуваат соодветните тековни упатства на КХВ);

- Можат да продолжат со објавување во дневниот печат за развојот на нивните деловни активности и финансиски резултати, како склучување на нови договори, отварање на нова фабрика, или слични настани од интерес за заедницата каде компанијата делува. Информации во врска со нови производи, или одредени постигнувања од областа на истражувањето и развојот, исто така, спаѓаат во оваа категорија, но тие известувања не смеат да содржат предвидувања за тоа како новиот развој ќе влијае на заработката или продажбата, било краткорочно било долгорочно, освен доколку се во согласност со специфичните упатства на КХВ преточени во одредени правила или прописи;

- Можат да одговараат на телефонски прашања на акционерите, финансиските аналитичари, печатот и др., за финансиските и деловните активности истакнати во изјавата за регистрирање;

- Можат да одговараат на разни прашања за одделни фактички состојби, кои прашања можат да ги постават аналитичарите на хартии од вредност, акционери, новинари и други кои имаат легитимен интерес во одделните активности на компанијата;

- Можат да продолжат да одржуваат собранија на акционери согласно нивниот временски распоред и да одговараат на поставените прашања од страна на акционерите.

2.3. Формалности во процесот на иницијалната јавна понуда

2.3.1. Состаноци пред поднесувањето

Вработените во КХВ се вешти во точното одредување на проблемите што можат да се појават за време на процесот на собирање информации за извештајот за регистрирање. Отворено за дискусија е било кое прашање за проспектот или извештајот за регистрирање. Многу прашања околу подготвувањето и поднесувањето можат да се расчистат преку телефон. Ако одреденото прашање е покомплицирано, вработените во КХВ можеби ќе сакаат да организираат состанок во нивните деловни простории, помеѓу одредени советници со соодветна специјалност, вработени во КХВ и соодветни претставници на компанијата за да ѝ помогнат на компанијата при утврдувањето на одредени активности што треба да се превземат или одредени обелоденувања што треба да се направат.

Во основа КХВ одговара на писмено. Но, КХВ не сугерира на јазикот, ниту пак на зборовите што треба да се употребат во извештајот за регистрирање. Основната цел на телефонските разговори или состаноците пред подготовката и поднесувањето на потребната документација е да помогнат во разјаснувањето на деталите што можат да влијаат на регистрирањето и да се избегне многу скапото закаснување откако извештајот за регистрирање ќе биде поднесен.

2.3.2. Формални прописи

По прегледувањето на документите од сите инволвирани страни, комплетниот извештај за регистрирање мора да се потпише од оние кои учествувале во неговото изготвување, и тоа или од одговорните лица во компанијата (извршните директори, финансовиот директор) или од членови на бордот на директори. Под секој потпис треба да стои целосното име на одговорното лице. За да се избегнат било какви доцнења, може да се употреби и полномошно за отсутните потписници. Полномошното мора да биде прикачено заедно со заверена копија од одлуката на бордот на директори со што се

авторизираат таквите потписи. Експертите (правните застапници, сметководителите, и др.) инволвирани во подготовката на извештајот за регистрирање, мораат да ја потврдат валидноста на извештајот. Доколку сите документи не се комплетни, КХВ нема да почне со разгледување на истите. Поради тоа, неопходно е да се достави пропратно писмо каде ќе се наведе дека сите документи, согласно позитивните законски одредби, се изготвени и дека поднесениот извештај за регистрирање е комплетен. Подносителот на извештајот треба да плати на КХВ провизија за разгледување на поднесокот.

2.3.3. Иницијално поднесување

Кога извештајот за регистрирање е примен од КХВ, за тоа е известен подносителот, кој пак го известува правниот застапник, сметководителот, аналитичарот, а кога е потребно и експертот во компанијата за соодветната област. КХВ, на пример, ангажира експерти во областа на производство на нафта, гас, експерти за рударство, кои заедно со вработените во КХВ ги прегледуваат сите документи што се во домен на нивната експертиза. Истите се надгледувани од страна на шефот на вработените кои го реализираат анализирањето и прегледувањето на документацијата. Тие го проверуваат извештајот за да утврдат дали постои било каква неконзистентност и да се осигураат дека извештајот ги исполнува сите барања на Комисијата. Комисијата ретко прави независни истражувања за одредени специфични бизниси, иако има право на тоа. Ако компанијата е инволвирана во нова индустрија, или индустрија која е во голем степен компјутеризирана, КХВ обично реализира детален преглед на извештајот за регистрирање за да на своите вработени им даде шанса да се зближат со таков вид на индустрија. Во основа, колку документот е полесен за читање и поразбирлив, толку е помал надзорот.

2.3.4. Тајминг

Согласно законските одредби во САД⁷⁹, регистрирањето автоматски станува ефективно 20 дена од неговото поднесување, но поради било каква

⁷⁹ www.sec.gov

некомплетност или несоодветност во поднесената документација, правилата имаат клаузула согласно која, автоматската ефективност на регистрирањето 20 дена од неговото поднесување, се суспендира. Во Р. Македонија, КХВ е должна⁸⁰ во рок од 60 календарски дена од денот на доставувањето на барањето, да донесе решение за одобрување или за одбивање на барањето за издавање хартии од вредност. Во најголемиот број случаи, подносителот може да очекува да добие иницијално писмо со коментари од КХВ (во САД) за три до шест недели од првото поднесување.

2.3.5. Писмо со коментари и недостатоци

КХВ го прегледува поднесениот извештај за регистрирање и потоа доставува писмо во кое се наведени недостатоците (доколку ги има), попознато како писмо со коментари, до подносителот. Писмото со коментари го претставува мислењето на вработените во КХВ за чекорите што треба да се превземат за да проспектот биде комплетен и точен.

Треба да се разбере дека “комплетен и точен” е субјективно мислење на вработените во КХВ. За жал, оправдано или не, тешко е да се најде поднесок, за кој не е доставено барем едно писмо со коментари. Коментарите можат да бидат и од видот на печатни грешки, при што, барањето на КХВ е оправдано. Компанијата ги корегира печатните грешки, како и некои други помали недостатоци (доколку ги има), и понудата е успешно потврдена без никакви коментари од било која страна. Честа тема на писмото со коментари е сметководството. КХВ вообичаено бара дополнителни информации, или бара понатамошни сметководствени фусноти, за да разјаснат одредени работи како политики и практики, поврзани трансакции (трансакции помеѓу поврзани страни), невообичаени договори за компензација, методи на вонбилансно финансирање, поврзаност помеѓу разните оддели или субсидијарите, и други делови на финансиските извештаи. Сметководствените коментари рутински се разјаснуваат, со оглед на тоа што правилата и прописите на КХВ за сметководство се доста добро дефинирани. Другите подрачја, каде што се можни коментари во врска со извештајот за регистрирање, можеби нема да

⁸⁰ www.sec.gov.mk

бидат толку добро и јасно дефинирани. Сугестиите и забелешките за проблемите, од страна на вработените во КХВ, можат да бидат ограничени на такви работи како пропусти во исполнувањето на инструкции во формуларот за регистрирање или барање за подетално истакнување на ризичните фактори.

Ако компанијата верува дека сугестиите на вработените во комисијата се несоодветни, или дека критиките не се доволно основани ниту поткрепени со соодветни докази, подобро е истата да се смири и да не реагира премногу остро. Најдобро е едноставно да го исполни барањето ако проблемот е минорен. Тоа, на компанијата ќе и заштеди многу “скапо” време потребно за гарантирање на емисијата во споредба со малата загуба на нејзиното ево.

2.3.6. Видови разгледувања

Во основа, на развиените пазари, постојат четири видови разгледување од страна на КХВ. Сите имаат за цел утврдување на адекватноста на обелоденувањето и кај сите обично следи писмо со коментари или телефонски јавувања.

Одложено разгледување. Во случај, иницијалното разгледување од страна на вработените во КХВ, да покаже дека изјавата за регистрирање е некомплетна, така што не е вредна ниту да се посвети внимание и време за коментари и забелешки на истата, КХВ доставува допис со кој на подносителот му советува да ја повлече изјавата за регистрирање под притисок дека во спротивно ќе биде одбиена (ќе издаде т.н. „стоп налог”).

Брзо, површно разгледување. Овој вид разгледување не се користи често. Писмото со коментари ќе укаже дека вработените во КХВ извршиле брзо, површно разгледување и не нашле некои големи недостатоци и дека нема да следат ниту писмени, ниту усмени коментари. Вообичаено, бараат сите поврзани страни со гарантирањето, да достават допис до КХВ, во кој истакнуваат дека се свесни за одговорноста согласно Законот за хартии од вредност.

Кратко, брзо разгледување. Скоро идентичен како и површното разгледување, краткото брзо разгледување не се користи често. Вработените во КХВ едноставно доставуваат неколку коментари базирани на лимитираното разгледување.

Вообичаено разгледување. Ова посакувано разгледување, вклучува целосно разгледување од страна на вработените во КХВ, во кое се инволвираат сметководители, правници, аналитичари, и сите други потребни експерти, и се доставува писмо со коментари потпишано од одговорното лице во КХВ.

2.3.7. Амандмани

Одговорите на компанијата во врска со писмото со коментари од КХВ се нарекуваат амандмани (на изјавата за регистрирање). Се употребуваат неколку различни видови амандмани.

Амандман за одложување. Овој амандман е проектиран за задоцнување. Ако компанијата примила писмо со коментари, на истото треба да одговори после одреден, точно утврден временски период. Ако компанијата нема доволно време за одговор или за отстранување на наведените недостатоци во писмото со коментари, компанијата ѝ одговара на КХВ со амандман за одложување, со што бара нов датум. Доколку компанијата не постапи на овој начин, тоа може да резултира со неисправно регистрирање и можност КХВ да ја одбие (да издаде “стоп налог”) изјавата за регистрирање како некомплетна. Таквата активност може да резултира со граѓански тужби против компанијата и нејзините основачи, како и против гарантот. Како правило, секогаш кога компанијата одговара на КХВ со вакви амандмани, во целост или делумно, автоматски се добива дополнителен временски период.

Суштински амандман. Овој амандман е вообичаен при корекциите на недостатоците во изјавата за регистрирање. Обично е одговор на писмото со коментари на КХВ. Но, исто така, може да биде и иницијатива на самата компанија за ажурирање на случувањата во компанијата по иницијалното поднесување на изјавата. Изјавата за регистрирање мора да биде точна и ажурна кога ќе стане ефективна (кога ќе се одобри од КХВ). Доколку компанијата навремено не достави било какви амандмани (одговори), КХВ ќе му даде на подносителот одреден временски период после кој регистрирањето ќе биде одбиено.

Ценовен амандман. Овој амандман вообичаено се користи кај големи понуди каде цената и вкупниот број на акциите што треба да се понуди не е одреден се до почетокот на понудата или еден ден пред понудата. Целта на овој

амандман е внесување на тие информации во последен момент. Потоа КХВ ќе декларира дека регистрањето е ефективно.

2.3.8. Преелиминарен проспект

Преелиминарниот проспект е познат под името “црвена харинга” бидејќи деловите кои се предмет на промена се печатени црвено. Прелиминарниот проспект се дистрибуира од страна на компанијата, гарантите, и членовите на продажниот синдикат на потенцијалните инвеститори, со цел привлекување интерес за инвестирање.

Кај поголемите понуди, “црвената харинга” се дистрибуира во исто време со поднесувањето на иницијалниот извештај за регистрање. Кај помалите понуди, печатењето и дистрибуирањето на овој документ може да се реализира откако иницијалната изјава за регистрање ќе биде примена и разгледана од страна на КХВ. Главната причина е трошокот за ново повторно печатење на документот доколку се неопходни одредени измени. Според КХВ, секое лице кое е заинтересирано за купување на хартии од вредност од компанијата треба да прими копија од конечниот проспект како и копии од поднесените амандмани. Сосема очигледно е дека за ова е потребно многу време и пари, па така подобро е “црвената харинга” да не се дистрибуира сè додека не се одговори на иницијалното писмо со коментари, и сè додека компанијата нема чувство за тоа уште колку промени се потребни.

Подносителот, исто така, треба да води евиденција за имињата на сите лица со кои контактирал за новата емисија, вклучително и за лицата до кои ја доставил “црвената харинга”. Иако главната одговорност е кај гарантот, и кај членовите на продажниот синдикат, добро е да се има запис за сите заинтересирани за емисијата.

2.3.9. “Стоп” налог

Ултимативното предупредување на КХВ е наречено “стоп” налог (налог со кој Комисијата ја суспендира ефикасноста на изјавата за регистрање). Кога налогот е веќе издаден, незаконски е рекламирање на понудата, продажбата или доставување на просpektот кој е поврзан со понудата на хартии од вредност.

Ефектот на “стоп” налогот е да се предупреди јавноста дека КХВ во изјавата за регистрирање утврдила невестинитост, измама, несигурност, или недостаток на материјални факти. Овој налог се издава само по истекувањето на однапред утврдениот временски период, кој КХВ го дава на подносителот за да ги елиминира коментарите наведени во нејзиниот допис. Ако компанијата ги корегира недостатоците, КХВ ќе издаде соопштение и изјавата за регистрирање ќе стане ефективна. Очигледно, компанијата настојува да не се доведе до ситуација на издавање ваков налог од КХВ. Ваквиот налог е опасен и може да ѝ наштети на понудата, да ги намали шансите за успешно реализирање на јавната понуда. На крајот, треба да се истакне дека ваквите налози се многу ретки.

2.3.10. Налепници

Во Законот за хартии од вредност е истакнато дека проспектоот мора да ги содржи сите значајни информации за компанијата, од нејзиното основање до одобрувањето на изјавата за регистрирање. Исто така бара и информациите што се наведени во проспектоот (кој е веќе во рацете на инвеститорот) тековно да се ажурираат. Тоа е можно без амандмани, по добивањето на согласност на изјавата за регистрирање, со дополнувања на проспектоот. Информациите се печатат на хартија што е залепена на предната страна на проспектоот, и се познати како стикери, налепници, дополнувања на проспектоот.

Овие стикери обично се изготвуваат во период од 90 дена по добивањето на согласност на изјавата за регистрирање. Но, во пракса се употребуваат и подолго од 90 дена. *Дополнувањата, односно ажурирањата се прават сè додека понудата не е комплетно реализирана.*

За стикерите, односно дополнувањата на проспектоот, не е потребно разгледување од страна на КХВ. Тие се користат за додавање на такви информации како што е склучување на големи договори или да ги информира инвеститорите за ангажирањето на клучни одговорни лица кои во проспектоот биле наведени како можни.

Трошоците за користење на вакви дополнувања (стикери), можат да бидат доста големи. Не само што гарантоот и членовите на продажниот синдикат мораат да бидат снабдени со вакви стикери, и истите да бидат прилепени за

проспектот, туку стикерите мора да бидат дистрибуирани и до оние до кои претходно бил доставен проспектот.

2.3.11. Писмо за забрзување на процесот

Писмото за забрзување е барање да се скрати нормално утврдениот период на чекање пред понудата да биде одобрена од КХВ. Тоа е писмо од правниот застапник на компанијата упатено до КХВ, за да ја извести дека компанијата ги комплетира своите амандмани и ги исполнила сите точки од писмото со коментари на КХВ. Барањето за забрзување на процесот е многу често, и се поднесува заедно со ценовниот амандман, со кој се наведува цената на хартиите од вредност, вкупниот број на хартии од вредност што ќе бидат понудени, провизијата на гарантот, и нето приносот на компанијата. Овој конечен, ценовен амандман, заедно со писмото за забрзување, е важен, бидејќи тоа е барање со кое се истакнува дека хартиите од вредност ќе бидат пласирани на инвестиционата јавност. Причината за ова лежи во фактот што поголемите понуди, најчесто, се гарантирани со “цврста обврска”. Гарантот ги рескира своите пари, и не сака да има било каков ризик од промена на пазарните услови. КХВ го знае значењето на тајмингот и ги прави сите напори за да го почитува.

2.3.12. Поднесување до одделни држави (Закон плаво-небо)

Издавањето на хартии од вредност е регулирано од страна на Законот за хартии од вредност, Законот за трговски друштва и КХВ. Но, секоја држава исто така има свој сопствен закон за хартии од вредност и краен збор, согласно кој хартиите од вредност можат да бидат продадени во рамките на нивната јурисдикција. Овие државни закони за хартии од вредност се познати како закони “плаво небо”. Обично одговорноста на водечкиот гарант е, откако ќе определи во кои држави ќе ги понуди хартиите од вредност, да се осигура дека компанијата ги поднела потребните документи до тие држави во исто време со иницијалното поднесување до КХВ. Многу држави нема да дозволат хартиите од вредност да бидат продадени или да дозволат дистрибуција на преелиминарниот проспект сè додека не се поднесени потребните документи. Законите “плаво небо” исто така бараат регистрирање и на брокерите-дилерите,

како и на инвестиционите компании кои делуваат во државата. Овие закони имаат за цел да ги заштитат “наивните” инвеститори од “безкрупулосните” промотери кои се обидуваат да им продадат “плаво небо” (ова е објаснување за тоа како е добиено името на овие закони).

2.3.13. Прекршоци и повреди

Непочитувањето на државните законски одредби при продажбата на хартиите од вредност може да резултира во прекршочна постапка, а во некои држави и во кривична-криминална постапка. Сите држави имаат одредби што забрануваат измами, кои одредби вклучуваат и соодветни казни. Овие одредби ги овластуваат државните агенции да ги истражуваат емитентите, да даваат јавни забелешки и предупредувања, и да добијат налог и судски позив и да ги испитуваат сведоците, како и да ги разгледуваат деловните записи. Прекршоците, минимум ќе предизвикаат прекинување на продажбата и може да условат надомест на инвеститорите.

ГЛАВА 3

3. АЛОКАЦИЈА НА АКЦИИТЕ ОД ИНИЦИЈАЛНА ЈАВНА ПОНУДА

Алокацијата, како *последна* активност на процесот на ИЈП-а, е многу важна, посебно во делот што се однесува на осигурување дека емисијата на акциите на компанијата е успешна. Алокацијата треба да обезбеди пласирање на акциите кај долгорочните инвеститори. Откако КХВ ќе даде согласност, емитентот и банкарите ја одредуваат цената на емисијата. Кај понуда со запишување, водечката банка (одговорна за запишување), веднаш започнува со алокација на акциите на инвеститори кои дале налози. Сè додека цената не е утврдена, налозите се индикативни, а не конечни. Кај понуда со фиксна цена, банките отвараат период за запишување на заинтересираните инвеститори, кој во зависност од законодавството, трае од два дена до три недели.

Кај понудите со фиксни цени, постои ризик од недоволно пристигнати налози во однос на понудените акции, пред крајот на понудата.

Кај понудите со запишување, менаџерите ја прилагодуваат цената на понудата и бројот на акциите што се нудат, со цел да обезбедат презапишаност за време на понудата. Предноста на запишувањето е во тоа што запишувањето нема да престане сè додека не се обезбеди презапишаност. Како недостаток, може да се јави развлекување на понудата (се мисли временски), што не е случај кај гарантираната понуда со фиксна цена.

Запишувањето му овозможува на водечкиот менаџер да одржува постојан контакт со емитентот во врска со статусот на понудата. Ако запишувањето не се одвива онака како што се предвидувало, ценовниот ранг или бројот на акциите, може да биде намален. Слично, ако понудата е “жешка”, ценовниот ранг и бројот на акциите може да се зголеми.

3.1. Алокација со помош на транши

На самиот почеток на маркетингот за понудата, инвестиционите банкари поставуваат предлог обем на траншите. Тие треба да одлучат колку од акциите

ќе бидат пласирани на домашниот пазар, а колку на странските пазари⁸¹. Многу Американски понуди одредуваат да продадат околу 15% до 20% од понудата на меѓународни инвеститори, без понатамошно специфицирање на алокацијата. Теоретски, сите акции би можеле да се алоцираат на инвеститори во Швајцарија, игнорирајќи ја побарувачката од останатиот дел од светот.

Други понуди ја утврдуваат побарувачката на секој пазар, пред да ја утврдат големината на секоја транша. Глобалниот координатор (одговорниот за запишување) го задржува правото на повторно одредување на големината на траншата врз база на согледаната побарувачка за време на периодот на запишување.

3.1.1. Индивидуални наспроти институционални инвеститори

Во многу приватизации, индивидуалните инвеститори се “заштитени” и траншата за индивидуални инвеститори е одделена од траншата на акции наменета за домашни институционални инвеститори. Доколку е креирана значителна побарувачка од страна на индивидуални инвеститори, секогаш се користи “механизмот за враќање назад”. Во ваков случај, водечкиот менаџер има можност да ја намали институционалната понуда во корист на понудата на индивидуалните инвеститори. Одговорниот за запишување може да го зголеми делот за индивидуалните инвеститори и покрај тоа што има поголема пропорционална побарувачка од страна на институциите. Во приватизациите, “механизмот за враќање назад” се гледа како политички механизам, а не како синдикален механизам.⁸²

“Механизмот за враќање назад” во корист на индивидуалните инвеститори не се појавува кај повеќето корпоративни понуди. Алокацијата на индивидуалните инвеститори е утврдена на почетокот, и истата би можела да се зголеми само ако има недоволна побарувачка кај институционалните или меѓународните транши.

⁸¹ При одлучувањето за тоа колку од акциите ќе бидат пласирани на странски пазари треба да се има предвид и на кои странски пазари ќе се пласираат истите.

⁸² Владите на повеќето европски земји, за време на 90-те години од минатиот век, редовно го користеле “механизмот за враќање назад”. Така на пример за време на приватизацијата на шпанската авиокомпанија Iberia, шпанската влада ја зголемила траншата, т.е. го зголемила делот наменет за индивидуалните инвеститори од 49,4% на 59,4% од понудата. Како резултат на ова институционалната транша (и домашната и меѓународната) била намалена од 45% на 35%, од понудата. Остатокот на акциите бил наменет за вработените во авиокомпанијата.

Иако поголемиот дел на „мали“ инвеститори се всушност индивидуалци, на многу пазари оваа категорија вклучува и помали институции. За големите институции, не е невообичаено да достават налози како мали инвеститори до членовите на синдикатот, со надеж дека ќе обезбедат поголема алокација на акциите. Обезбедувањето на поголема алокација, понатаму би влијаело и на распределбата на продажната провизија.

Синдикалните членови не обезбедуваат „транспарентност“ на налозите за мали индивидуални инвеститори.⁸³ Налозите за мали индивидуални инвеститори се поднесуваат збирно од страна на секој член на синдикатот.

За време на биков пазар, малите инвеститори се чувствуваат запоставени. Тие веруваат дека се исклучени од сите “жешки” емисии, и оставени на милост, додека инвестиционите банки ги фаворизираат големите институции.⁸⁴

Жешките емисии, кога цената е над претходно утврдениот ценовен ранг, имаат тенденција да имаат подобри краткорочни перформанси од емисиите чии цени се под, или во рамките на утврдениот ценовен ранг. Кога се разгледуваат алокациите и на “жешките” и на “ладните” емисии, од статистичка перспектива, се согледува дека нема фаворизирање на институционалните инвеститори.

Иако институциите се подобри при алоцирањето на акции од жешки емисии, изгледа дека се неспособни да ја искористат оваа предност во избегнувањето на инвестирање во преценети понуди.

Гарантите имаат моќ, преку исклучување на инвеститорите од следната жешка понуда, да ги направат институциите подршка на посиромашните понуди.

Во дебатата за институционалниот фаворизам, секогаш се игнорира еден аспект. Поголемиот број Американски инвестициони банки, како и, поголемите Европски и Азиски банки, имаат доста инвестирано во нивната дистрибутивна мрежа. Иако една институција може да реализира многу пари со една

⁸³ Ова значи дека синдикалните членови не им го кажуваат идентитетот на секој налог.

⁸⁴ Иако фаворизирањето на институционалните инвеститори делумно се појавило во доцните 1990-ти години, сепак таа појава не била сосема нова. Уште во 1992 година, коментаторите го исмејуваа статусот на малите инвеститори нарекувајќи ги “селани помеѓу аристократи” (Forbes, 25 мај 1992). Две години подоцна, Business Week (4 Април 1994) проценил дека институционалните инвеститори купуваат 80% од акциите во жешките емисии, додека само 60% од акциите во “нормални” понуди.

трансакција, вкупниот обем на тргувања реализиран преку одделни мали тргувања може да биде значаен.

3.1.2. Домашни наспроти меѓународни инвеститори

Кај приватизационите понуди, фаворизирањето на домашните инвеститори во однос на странските е прифатено како нормална појава. Неприватизационите понуди ги алоцираат акциите онаму каде што има најголема побарувачка и по највисока цена. Во земјите со реалитвно мали берзи, нема да биде невообичаено ако се утврди дека меѓународната алокација е поголема од домашната институционална алокација.

3.1.3. Алокација на акциите

Различни пазари имаат различен пристап во однос на употребата на дискреционо право при детерминирање на алокацијата на акциите. Во Австралија, на пример, нормална е понудата со фиксна цена и пропорционална алокација. На Англискиот пазар, пак, се користи и понуда на база на запишување и понуда со фиксна цена, како и дискреционо право и недискреционо право при детерминирање на алокација на акциите. Кај Германските понуди, во основа се користи процесот на запишување, но според Германската влада мора да се користат “објективни критериуми” при утврдувањето на алокацијата кај малите индивидуални инвеститори. Конечно, во САД и Канада, процесот на запишување се комбинира со универзална дискрециона алокација.

Недискреционите алокации, генерално, се користат при аукции и понуди со фиксни цени. Во случај на презапишување, менаџерите имаат две можности: да ги намалат алокациите пропорционално, или случајно (рандом) доделување со извлекување. При извлекувањето, некои, или сите налози, се ставаат во еден шешир и на оние кои по случаен пат ќе се извлечат од шеширот им се алоцираат дел или сите акции за кои дале налог. Налозите кои нема да бидат извлечени се сметаат за неуспешни.⁸⁵

⁸⁵Во Март 2000-та, Infineon Technologies, Германска компанија за полупроводници, дел од корпорацијата Siemens, реализирала понуда која била најголема неприватизациона ИПП во земјата, која привлечла 5,2 милиони мали индивидуални инвеститори. Нивната побарувачка од 35 милјарди евра го надминала вкупниот број на понудени акции за осум пати (околу 400 евра

Кај пропорционалните алокации, менаџерите можат или строго да се придржуваат кон соодветниот процент на намалување и да го применат на сите инвеститори, или да користат различни проценти. Кај првиот случај, ако има налози за 6,7 милиони акции за понуда од 1,5 милиони акции, секој налог би требало да се редуцира за 22,388%. Индивидуален инвеститор кој дал налог за 500 акции би добил 112 акции ($500 \times 0,22388$). Многу малку понуди се алоцирани врз строго пропорционална база.⁸⁶

Табела 22. *Хипотетичка алокација*

Налог (акции)	Алокација
>100	број на акции наведени во налогот
101 - 500	100 акции
501 - 1.000	500
1001 - 10.000	1.000
10.001 - 25.000	8% од налогот
Над 25.000	5% од налогот

Поверојатно е менаџерите да употребат различни алокациони пропорции. Во основа, овие распределби им овозможуваат на индивидуалните инвеститори реализирање на поголем дел од нивниот налог одколку поголемите институционални налози. Табелата 22 е хипотетична алокациона скала.

Кај аукциите, нема никаков проблем во врска со тоа кој пристап да се употреби. Инвеститорите кои за акциите понудиле цена над клиринг цената ги добиваат сите акции за кои се натпреварувале. Инвеститорите кои понудиле цена еднаква на клиринг цената, добиваат пропорционален дел од акциите наведени во нивните налози и бројот на акциите кој останува за затварање на аукцијата.

на секој Германски граѓанин). Siemens, Infinion и нивните банкири, Goldman Sachs i Deutsche Bank, одлучиле алокација на акциите да се изврши со извлекување, доделувајќи ги акциите на секој шести инвеститор.

⁸⁶Понудата на Англиската Lastminute.com, во Мај 2000-та година, привлела 189.000 мали инвеститори. 113 милиони фунти вредна ИЈП, била презапишана 40 пати. Водечкиот менаџер, Morgan Stanley, одлучил да алоцира 20% од понудата на мали инвеститори, оставајќи им на 189.000 индивидуални инвеститори да поделат 6,6 милиони акции. Компанијата и Morgan Stanley одлучиле да алоцираат точно 35 акции на секој индивидуален инвеститор, или 35 акции или ништо. Од друга страна, институционалните алокации биле направени на дискрециона основа.

Кај понудите со запишување, дискреционите алокации се нормални. Додека одредувањето на цената е неопходно за успехот на емисијата, алокационата политика има важна улога, не само за периодот по појавување на акциите на пазарот, туку исто така и за одржување на јака и стабилна акционерска база. Алокациите вообичаено се реализираат преку неколку типа на инвеститори: главни инвеститори (еден или два), долгорочни инвеститори, приватни клиенти, и конечно, краткорочни инвеститори.

Краткорочните инвеститори инвестираат во нови емисии со надеж дека истите веднаш ќе ги продадат за мал профит, и за да обезбедат моментална ликвидност на акциите. Треба да се истакне дека многу е важна контролата врз алокацијата на акциите на т.н. „играчи“ (елени, флипери) со цел да се ограничи продажбата на акциите во првите денови по емисијата.

При поголемите понуди, синдикалниот менаџер, со помош на Образецот за запишување, ги вреднува налозите добиени од синдикалните членови. Кај помалите понуди, синдикалните членови можат едноставно преку телефон да ги соопштат налозите кои ги примиле, кои потоа се внесуваат во соодветни табели. Во било кој случај, првата работа на синдикалниот менаџер е да ја процени вистинската побарувачка на инвеститорите и потенцијалниот интерес по појавувањето на акциите на пазарот.

Примарна цел на синдикалниот менаџер е да ги алоцира акциите на долгорочни инвеститори, и на оние кои најверојатно ќе сакаат да купуваат акции веднаш по нивното појавување на пазарот. Алокацијата на акциите кај понудите со запишување подлежат на бројни критериуми, некои субјективни, а некои објективни. Кој критериум ќе се избере за алокација, зависи од понуда до понуда, имаќи ги во предвид целите на емитентот, како и, бројот и видот на налозите во книгата за запишување. Без некој однапред точно одреден редослед, наведени се некои од најважните критериуми користени од синдикалните менаџери при одредувањето на индивидуалните алокации.⁸⁷

➤ Рангирање на квалитетот на инвеститорот од страна на менаџерот

⁸⁷ Benveniste L. and Spindt P., (1989), How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues *Journal of Financial Economics* 24: 343-361; Chowdry B. and Sherman A. (1996b) The winner's curse and international methods of allocating initial public offerings *Pacific Basin Finance Journal* 4: 15-30; Hanley KW and Wilhelm JW, (1995), Evidence on the strategic allocation of initial public offerings *Journal of Financial Economics* 37: 239-257

- Највисока цена и сензитивност
- Редослед на налозите / конзистентност со информациите добиени од предмаркетинг
- Учество во маркетинг програмата
- Големина на налогот (особено поврзано со учеството на инвеститорот во секторот)
- Однесување во период по појавување на акциите на пазарот.

Квалитетот на инвеститорот е најсубјективен критериум од групата на субјективни критериуми. Истиот опфаќа и други критериуми, но секогаш се сведува на тоа колку долго инвеститорот би ги држел акциите во своја сопственост. Типичната скала на овој критериум почнува од 1 и завршува со 6:

1. Важен долгорочен инвеститор / најверојатно лидер / големи очекувања во периодот по појавување на акциите на пазарот,
2. Стабилен долгорочен инвеститор,
3. Среднорочен инвеститор / можеби сопственост на специјален фонд,
4. Краткорочен до среднорочен инвеститор,
5. Непозната инвестициона стратегија. Непознато однесување во периодот по појавување на акциите на пазарот,
6. Шпекулативни инвеститори.

Особен акцент се дава на тоа дали инвеститорот доставил налог со највисока цена или налог со цена на затварање. Овие налози се погодни бидејќи обезбедуваат повеќе информации кои му се потребни на одговорниот за запишување. Погодната алокација која следи е компензација за информациите содржани во нивните лимитирани налози.⁸⁸

Порано доставените налози се рангираат повисоко отколку налозите кои се покасно доставени. Одговорниот за запишување, ги евидентира налозите во книгата на налози, врз база на вистинска побарувачка. Ако се претпостави дека емисијата ќе биде жешка, инвеститорите ќе настојуваат да се вметнат во книгата на налози, доставувајќи налози со многу поголеми количини (отежнувајќи го одредувањето на вистинската побарувачка). Слично, одговорниот за запишување ќе се чувствува удобно ако нивото на интерес е конзистентно со оној од периодот на предмаркетинг до денот на одредување на цената.

⁸⁸ Cornelli и Goldreich, 2001.

Налозите доставени во рана фаза, од страна на малите инвеститори, исто така, се многу важни.⁸⁹ Одговорните за запишување веруваат дека инвеститорите кои имале време за презентација или за состанок еден на еден се посериозни со нивните налози. Ако потенцијалниот инвеститор постави добри прашања и покаже знаења за индустријата и добро познавање на компанијата, на него се гледа како на долгорочен инвеститор.

Обемот на емисијата, исто така, е фактор при алокацијата. Одговорниот за запишувањето го разгледува налогот на инвеститорот во однос на неговата големина и изложеноста на пазарниот сектор или земјата. Налозите со голем број акции, можат да се разгледуваат како шпекулативни, кога инвеститорот има намера дел (или сите акции) да ги продаде првиот ден на берзата.

Антиципираната поддршка по појавувањето на акциите на берза, е исто така важен инпут при одлуката за алокација. Со цел да се обезбеди моментална ликвидност и премија на првиот ден од тргувањето, одговорниот за запишување треба да ги алоцира акциите на тој начин што ќе има незадоволена побарувачка. Ако инвеститорите ги добијат сите акции за кои претходно поднеле налози, тие ќе ја подржат цената на акцијата, во првите неколку денови. Конечно, односот на инвеститорот, во минатото, со одговорниот за запишување, може да биде одлучувачки фактор во обемот на алокацијата. Инвеститори кои креираат значајни провизии при секундарното тргување ќе поминат подобро од оние кои не го остваруваат тоа. Во прилог на ова е и фактот што ако поделбата на продажната провизија е направена пред алокацијата, одговорниот за запишување би ги фаворизирал инвеститорите кои нему му доделиле поголем дел од провизијата.

Кај Европските понуди, одговорниот за запишување настојува да ја контролира алокацијата на целата понуда. Ако има понуда со повеќе транши, секој регионален запишувач ќе работи со глобалниот координатор за да ги направи алокациите во неговиот регион. Глобалниот координатор и емитентот се единствените кои знаат каде се дистрибуирани сите акции. Регионалните

⁸⁹ При приватизационата ИЈП на Swisscom во 1998-та година, индивидуалните инвеститори, кои го регистрирале нивниот интерес за купување на акции за време на предрегистрациониот период, имале гарантирана алокација. За да привлечат налози од индивидуални инвеститори што е можно порано, Swisscom и многу други нови емисии им понудиле дисконт на цената на налозите кои биле доставени во рана фаза, во споредба со цената на налозите доставени од индивидуални и институционални инвеститори кои не биле претходно евидентирани.

запишувачи ќе ја знаат дистрибуцијата на акциите во нивниот регион, но не и во другите региони. Сите други менаџери ќе знаат каде ги пласирале акциите, но не и алокацијата на другите менаџери.

Кај Американските понуди, институционалниот дел е алоциран на погоре објаснетиот начин (“линија по линија”), додека алокацијата на акциите на малите индивидуални инвеститори е оставена на индивидуалните менаџери. Ако одговорниот за запишување одлучи дека институциите ќе примат 70% од 100 милиони \$ понуда, тогаш останатите 30% ги доделува на другите менаџери, кои потоа ги алоцираат тие акции на оние инвеститори кои до нив доставиле налози. Повеќето Американски понуди вклучуваат меѓународни транши од 10% до 20% од вкупната емисија. Алокацијата на акциите кај меѓународните транши може да се реализира на база “линија по линија”, или почесто, како домашна транша наменета за мали индивидуални инвеститори. Секој ко-водач или ко-менаџер добива одреден број акции и потоа ги дистрибуира до инвеститорите, без целосна контрола од страна на одговорниот за запишување.

3.1.4. Алокации и продавање

Независно од тоа колку се грижливи менаџерите при алокација на акциите на долгорочните инвеститори, многу од оние кои добиле акции при процесот на алокација, ги продаваат нивните акции во првите денови од тргувањето. Продавањето може да биде мотивирано од повеќе фактори:

- Недоволна алокација
- Цената на акцијата на берзата го достигнала таргетот на инвеститорот
- Прикриени намери.

Кај понуди кои повеќепати се презапишани, алокациите, дури и на најдобрите инвеститори, можат да бидат недоволни, и доколку таа недоволна алокација, инвестицискиот менаџер треба да ја дистрибуира на повеќе фондови кои тој ги управува, тогаш често се случува менаџерот да ја продаде целата своја алокација.

Други инвеститори може да имаат одредено дванаесетмесечен поврат во висина од 30%. Ако добивката од акциите е 30% на првиот ден од тргувањето и продолжува да расте, тешко е да се дискутира за желбата на инвеститорот да го

реализира профитот. Ова е поизразено на пазари каде има многу нови емисии, кога атрактивните емисии се оценуваат на дневна основа. Фонд менаџерот може да одлучи да го реализира профитот и да го реинвестира во нова жешка емисија.

Конечно, инвеститорите не се секогаш искрени со продавачите, и можат да се претстават како долгорочни инвеститори, иако планираат продажба на акциите во краток рок. Исто така, продавачот не е секогаш искрен со неговите синдикални менаџери, сугерирајќи едно, а правејќи друго. Продавачот е заинтересиран за неговиот дел од продажната провизија и ќе тргува со акциите секогаш кога инвеститорот ќе реши да продава.

3.1.5. Превентивно продавање

За да се ограничи алокацијата на акции на продавачите уште во првите денови од тргувањето, некои Американски понуди им дозволуваат на одговорните лица за запишување да воведат казнена провизија. Казнените провизии се вклучени во договорот помеѓу гарантите, познат и како “Синдикален договор” со кој се регулира однесувањето на синдикалните членови.

Казнените провизии му дозволуваат на одговорниот за запишување да бара поврат на продажната провизија од синдикалниот член кога акциите, првобитно продадени од страна на тој синдикален член, се откупени од страна на одговорното лице за запишување, како дел од стабилизацијата на цената на акциите што се случува веднаш по завршувањето на понудата. Казнените провизии се дизајнирани да го стимулираат долгорочното држење на акциите кај понуди кои не предизвикуваат рапидно зголемување на цените.

Со казнените провизии, како карактеристика на понудата, одговорните лица за запишување во САД, настојуваат да ги дисциплинираат другите членови на синдикатот. Успехот на казнените провизии зависи од способноста на синдикалните членови да ги одвратат своите инвеститори од брзо препродавање на акциите во периодот на стабизирање што следи по завршувањето на емисијата.

3.2. Затварање на понуда

Затварањето на понудата го претставува времето кога сите трансакции што се поврзани со неа се комплетирани. Можно е да има повеќе затворања на понудата. Да кажеме, на пример, дека има понуда од 12 милиони \$. Може да се креира едно затварање на минимум 10 милиони и второ затварање, кое ќе биде за дополнителните 2 милиони \$. Затворањата значително се разликуваат помеѓу малите понуди базирани на најдобри напори и поголемите понуди кај кои гарантирањето е врз основа на строга обврска за купување на непродадените хартии од вредност.

3.2.1. Состанок на затварање на понуда

На состанокот на затварање на понуда би требало да бидат присутни сите клучни играчи инволвирани во гарантирањето. Состанокот обично се одржува во конференциска сала на escrow компанијата или банка која управувала со депозитната сметка. Меѓу присутните секако, би требало да бидат:

За компанијата

- Претседателот (главниот извршен директор)
- Главниот финансиски директор
- Правниот застапник на компанијата
- Сметководителите на компанијата со последниот ревизорски извештај во своите раце.

За гарантот

- Извршниот менаџер
- Претставници на синдикатот на брокерите
- Правниот застапник на гарантот
- Менаџерот на back office-лице кое ги контролира одговорните лица за трансфер на хартиите од вредност, дистрибуцијата на хартиите од вредност, евиденција на интересот за хартиите од вредност, доставувањето и примањето на сертификати за хартиите од вредност (онаму каде сеуште не е извршена дематеријализација).

3.2.2. Затварање на понуда со гаранција базирана на најдобри напори

За малите понуди со гарантирање базирано на најдобри напори, затварањето се реализира по комплетирањето на продажниот период. Продажниот период обично трае 60 до 120 дена од денот на одобрувањето на изјавата за регистрирање, со дозволено продолжување од 60 до 90 дена и со заедничка согласност на компанијата и гарантот. Продажниот период е времето помеѓу датумот на одобрување на емисијата и датумот од кога почнува тргувањето со хартиите од вредност на берзата. За да не дојде до некое недоразбирање, периодот на затварање, кај емисиите со гарантирање, базирано на најдобри напори, е наведен во проспектот, обично на предната страна, а секако и во текстот во одделот за гарантирање. Дотогаш, членовите на продажниот синдикат ги имаат собрано паричните средства од индивидуалните инвеститори и сите средства се депонирани на escrow сметката, која потоа ќе биде испразнета со пренесување на средствата во корист на компанијата.

На денот на затварање, се одржува големиот состанок, координиран од правниот застапник на компанијата кој го доставува меморандумот на затварање. Со меморандумот едноставно се информираат присутните за процесот на затварање. Присутните на овој состанок ќе примат одредени оригинални документи и копии од други документи. Сите потребни документи се потпишани од страна на разни учесници во процесот, вклучувајќи ги задолжителните сертификати што истакнуваат дека одговорните лица наведени во извештајот за регистрирање се сèуште во компанијата. Второто потврдно писмо што се презентира е од ревизорите кои ги уверуваат сите присутни дека сè е коректно од финансиска гледна точка.

Конечно, се доставува и евиденција на трансферот на сертификатите на хартиите од вредност (онаму каде нема дематеријализација), што се предмет на емисијата на гарантот, преку трансфер агентите (гарантот потоа ќе ги трансферира хартиите од вредност на индивидуалните купувачи). Редоследот, претходно опишан, понекогаш може да биде и обратен, со давање на дистрибуционата листа на акционери, од страна на гарантот. На крај, escrow агентот ги дава чековите на гарантот за нивната провизија и непредвидените трошоци, а остатокот од средствата на компанијата. Доколку на состанокот се

присутни и акционерите кои продавале свои хартии од вредност, тогаш тие ќе добијат одвоени чекови.

3.2.3. Затварање на понуда со гаранција базирана на цврсти обврски

Затварањето на понуда со гаранција базирана на цврсти обврски е покомплицирано отколку кај понудата која е гарантирана на база на најдобри намери. Се одобрува грејс период за обезбедување на потребните средства (продажба на емисијата) и за потребните документи за затварање на процесот. Документите, кои се поднесуваат и кај понудите со гарантирање базирано на најдобри напори, вклучуваат:

- писмо од гарантите до трансфер агентите во кое се наведени имињата на акционерите и соодветниот број акции;
- заверени документи за регистрација на компанијата и на нејзините субсидијари;
- уверување од компанијата дека ќе ги исполни сите законски барања, дека примила одобрување за сите активности што треба да се реализираат до комплетирање на процесот, и дека нема никаква пресуда ниту настан што може материјално да влијае на понудата;
- потврда од акционерите што ги продаваат своите акции (доколку има такви);
- допис од компанијата до трансфер агентот околу дистрибуирањето на акциите;
- конечно мислење на правниот застапник на компанијата упатено до гарантот;
- писмо во кое е истакната оправданоста на емисијата, упатено до гарантот, а испратено од страна на правниот застапник на компанијата;
- конечно мислење на правниот застапник на гарантот упатено до гарантот; и
- исплата на официјални банкарски чекови во корист на одделни учесници во процесот на понудата.

3.2.4. Разлики во гаранциите

Многу е важно да се препознае основната разлика помеѓу гарантирање на понуда базирано на најдобри намери и онаа каде гарантирањето е базирано на принципот строго обврзување. Кога понудата е гарантирана на принципот најдобри намери, гарантот прави сè што знае и вложува огромни напори за успешно реализирање на понудата. Средствата што се обезбедуваат од продадените хартии од вредност се депонирани за целиот период додека гарантот ги дава своите најдобри напори и додека не се продадат определен минимален број хартии од вредност. Овој период, како што е спомнато претходно, може да трае од 60 до 90 дена, а затварањето не може да се реализира додека парите се депонирани на т.н. escrow сметка. Кај емисијата каде гарантирањето е на база на цврсти обврски, гарантот е обврзан по добивањето на одобрение на емисијата од SEC, на компанијата да ѝ ги исплати средствата за емисијата (број на хартии од вредност помножено со цена по хартија), и тоа пред продажба на хартиите од вредност на јавноста. Всушност, гарантот е во врска со купувачите на хартиите од вредност преку членовите на продажниот синдикат и брокерите-дилерите. Се ризикуваат парите на гарантот на релативно кратко време, но треба да се истакне дека, ризикот е само книговодствен, и се однесува на тоа компанијата да не ги прими сите средства од продадените хартии од вредност до затварањето на процесот.

3.3. Стабилизација

Стабилизацијата може да ги намали осцилациите на цената во првите денови на тргување. Воведување на ограничување на продажбата на акции од страна на постојните акционери, го намалува ризикот од намалување на цената на акциите на секундарниот пазар. Во случај на стабилизација, водечкиот менаџер се обидува да ја одржи, или да ја стабилизира цената на акциите првите денови на тргување. Стабилизацијата⁹⁰ се превзема за да се олесни дистрибуцијата на акциите додека трае периодот на понуда што вообичаено изнесува 30 дена од завршувањето на алокацијата на акциите.

⁹⁰ Hanley KW, Kumar AA and Seguin PJ, (1993), Price stabilization in the market for new issues *Journal of Financial Economics* 34:177-197

По завршување на ИПП-а или секундарната понуда, големото тргување со акции од емитентот, во некои случаи може да доведе до нестабилност на цената. Стабилизацијата значи превенција, забавување или запирање на падот на цената на ново емитираните акции.⁹¹ Само на еден менаџер на синдикатот му е дозволено да ја води стабилизацијата во корист на сите синдикални членови. Во скоро сите случаи, тоа е одговорното лице за запишување. Секоја загуба или добивка како резултат на стабилизацијата се распределува помеѓу сите синдикални членови согласно обврските превземени во договорот за гарантирање. Откако ќе започне тргувањето со акциите емитирани со ИПП-а, одговорниот за запишување ќе даде синдикална понуда за купување по цена на ИПП-а. Ако притисокот од продажбата е доволно голем и го оневозможи купувањето на акции по цена на емисијата, водечкиот менаџер може или постепено да ја намалува цената на своите налози, или да ги прекине напорите за стабилизација.

За да помогне во напорите за стабилизирање, водечкиот менаџер може да продаде повеќе акции од оние што се нудат со понудата, креирајќи на тој начин “кратка позиција” на пазарот.⁹² Ако постои опасност од намалување на цената на акциите, водечкиот менаџер може да ги купи акциите на берза и на тој начин да ја покрие својата “кратка позиција”, креирајќи побарувачка за акциите и обезбедувајќи поддршка на пазарната цена на акциите.

За да се обезбеди водечкиот менаџер и синдикатот со максимална поддршка за акциите од кога тие ќе се појават на пазарот, вообичаено е емитентот да му одобри на синдикатот опција за купување на акции (“опција за презапишување”).⁹³ Оваа опција му овозможува на синдикатот да купува дополнителни акции (до 15% од вкупната понуда) од емитентот или од некој постоен акционер по иста цена и исти услови како и другите акции понудени во емисијата, во период од 30 дена. Ако цената на акциите во месецот по реализирањето на понудата, расте, водечкиот менаџер ја искористува опцијата

⁹¹ Општо прифатена дефиниција за стабилизација е: “купување акции заради спречување или забавување на намалувањето на пазарната цена, со цел да се олесни нивната дистрибуција во јавноста..”

⁹² Водечкиот менаџер продава акции што ги нема.

⁹³ Оваа опција уште се нарекува и “зелен чевел”, според The Green Shoe Manufacturing Company од Lexington, чија понуда во 1963-та година прва ја употреби опцијата за презапишување. Денес, The Green Shoe Manufacturing Company е дел од Stride Rite, јавно котирана компанија.

“зелен чевел”, купува акции, и на тој начин ја покрива својата кратка позиција. Ако цената на акциите паѓа, опцијата “зелен чевел”, водечкиот менаџер нема да ја искористи. Купува акции на пазарот по поевтина цена и на тој начин ја покрива својата кратка позиција. Ако опцијата „зелен чевел” се употреби, расте бројот на емитираните акции, како и износот на средства. Ова ќе го зголеми делот од акциите на компанијата кој го поседува јавноста (free float) и ја зголемува провизијата која ја добиваат банките.

Да претпоставиме нова емисија на 3,5 милиони акции по цена од 10\$ акција, и истата има опција „зелен чевел” од 500.000 акции (14,29%). Гарантниот синдикат издава 3,5 милиони акции. Во време на алокација на акциите, водечкиот менаџер доделува 4,0 милиони акции на инвеститорите.

Сценарио А

Веднаш по завршување на емисијата, цената на акциите паѓа. Со цел да ја стабилизира цената, одговорниот за запишување купува акции на берзата во корист на синдикатот, надевајќи се дека ќе го забави или ќе го сопре намалувањето на цената. За време на стабилизациониот период, одговорниот за запишување купил 500.000 акции по просечна цена од 9,5\$ акција. Кога стабилизациониот период завршува, синдикатот ги испорачува акциите на оние инвеститори од кои ги позајмил (т.е. ја покрива својата кратка позиција). Синдикатот заработил 0,50\$ по акција, или вкупно 250.000\$ намалено за трошоците кои се појавиле за време на стабилизациониот период.

Сценарио Б

Во второто сценарио, цената на акциите расте над цената на емисијата и останува над 10\$ по акција. Синдикатот продал акции кои не ги поседува, и согласно нормалните пазарни услови би требало да ја покрие својата кратка позиција и да претрпи загуба. Како и да е, синдикатот бара акции од емитентот, со цел да ги испорача акциите на инвеститорот на кого биле алоцирани акциите, и на тој начин да ја покрие својата кратка позиција без трошоци за синдикатот. Тој ја заработува својата провизија (да кажеме 4%) на вишокот издадени акции - дополнителни 20.000 \$.

Покривање на кратката позиција

Водечкиот менаџер е соочен со проблемот време, кога продава акции повеќе од оние предвидени во ИЈП-а. Кога е одредена цената и алокацијата е направена, менаџерот не знае дали ќе ја затвори својата кратка позиција со

купување на берза или со искористување на опцијата „зелен чевел.“ Како и да е, тој треба да ги испорача акциите на инвеститорот и тоа на денот на затварање, обично три до четири дена по одредувањето на цената и алокацијата. Со давањето стандарден период од 30 дена за стабилизација, се јавува потенцијален проблем. За да го реши ова, водечкиот менаџер обично позајмува акции од некој постоен акционер, на кој акциите ќе му бидат вратени.⁹⁴

Откриена кратка позиција (Naked shorts)

Понекогаш синдикатот ќе заземе „ Naked shorts“ (откриена, кратка) позиција на берзата, особено при секундарните понуди. Оваа позиција вклучува продажба на повеќе акции од она што компанијата го издала, но без опција „зелен чевел.“ Кога берзата е променлива, тешко е да се определи колку голема би била кратката позиција.

3.3.1. Прописи што се однесуваат на стабилизацијата

Во САД, стабилизационите активности се реализираат согласно Правилото 10б-7 од Законот од 1934. Правилото бара синдикатот, во проспектоот да објави дека може да дојде до стабилизација. За ИЈП-и почетната стабилизациона понуда не може да ја надмине ниту цената на понудата, ниту највисоката цена на независен дилер. Нема точно одредено временски лимит за тоа колку долго може да трае стабилизацијата, но SEC има пропишано „релативно кратки временски лимити“. Индустриската пракса, на водечкиот менаџер му дава време до 30 дена. Всушност, повеќето стабилизациони активности се случуваат првите неколку дена од тргувањето.

Во Декември 2001-та година, во Англија, од страна на FMSA (Financial Services and Markets Act) биле претставени нови правила поврзани со стабилизацијата:

- *Обелоденување*: условите на предложената стабилизација мора да бидат вклучени во проспектоот.
- *Стабилизационен период*: почнува на датумот на првото јавно објавување на понудата, наведувајќи ја цената на акцијата. Завршува

⁹⁴ Акциите ќе му бидат вратени или со акции купени на берза или со акции врз основа на искористување на опцијата „зелен чевел“.

најрано на 30-от ден по затварањето на понудата или 60-от по денот на дополнителното доделување на акциите.

- *Чување на записи:* стабилизациониот менаџер мора да креира регистер во кој ја евидентира секоја трансакција, со цел да спречи било каков иден судски процес.
- *Ценовни лимити:* иницијалната стабилизациона цена не може да биде повисока од цената на понудата. Последователните стабилизациони цени не можат да ја надминат иницијалната стабилизациона цена, освен ако независен купувач или продавач тргува со акциите на емитентот на берзата, по цена која е помеѓу иницијалната стабилизациона цена и цената на емисијата. Во овој случај, таа станува нов стабилизационен ценовен лимит.

3.4. Период на заклучување

Повеќето ИЈП-и и последователните емисии на капитал, во себе содржат договор за заклучување помеѓу внатрешните членови, акционерите што продаваат и компанијата, од една страна и водечкиот менаџер, од друга страна. Со ова не се дозволува продавање на ниту една акција за одреден временски период, без претходна дозвола од водечкиот менаџер. Условите за забрана, како и денот кога истекува периодот на заклучување се вклучени во проспектоот.

Заклучувањето е во насока на поддршка на цената на понудата, во периодот кој следи веднаш по затварање на понудата. Овој период на заклучување е во насока на:⁹⁵

1. Осигурување дека акционерите, како што се шпекулативните инвеститори, нема да ги “истоварат” акциите на пазарот веднаш по завршувањето на ИЈП-а (или последователните понуди).
2. “Обезбедување кредибилитет дека внатрешните членови немаат намера да ги продадат акциите (да излезат, да кешираат) пред да се случат некои дејствија што негативно би влијаеле на цената на акцијата.”⁹⁶
3. Придонес кон стабилизацијата со привремено ограничување на понудата на акциите.

⁹⁵ Field LC and Hanka G., (2001), The expiration of IPO share lockups *Journal of Finance* 56 (2/April): 471-500

⁹⁶ Field и Hanka, 2001

Ако постои период на заклучување, обелоденувањето за истото, во проспектот би било наведено под “Гарантирање” или “План на дистрибуција”.

Делот од проспектот кој е наменет за ризични фактори, исто така би требало да има предупредување во смисла дека идните продажби на обичните акции би можеле да влијаат на нивната пазарна цена.

По истекот на периодот на заклучување, на внатрешните членови и постојните акционери им е дозволено да ги продаваат акциите. Во САД, постои рестрикција во однос на бројот на акции што внатрешните членови, односно постојните акционери можат да го продаваат во период од три месеци. Согласно Правилото 144 од SEC, доколку акционерот ги држи акциите во рамките на една година по завршување на понудата, во текот на еден квартал не може да продава повеќе од 1% од просечниот обем на неделно тргување. Кога се продаваат, акциите можат да бидат купени од било кого. За продажба на повеќе од 500 акции или 10.000\$ мора да се информира SEC преку Образец 144 не подоцна од денот на продажбата (но има исклучоци за приватни продажби на квалификувани инвеститори, продажба на акции стекнати со планови за поттикнување, и продажба на акции кои не се во сопственост на внатрешните членови повеќе од три години).⁹⁷

Во основа, цената на акцијата е подложна на поголеми промени доколку компанијата инвестира со шпекулативен капитал. Шпекулативниот капитал по “дифолт” има продажен карактер, а држењето на акции во јавни компании не е карактеристика на шпекулативниот капитал.

За време на 90-те години од минатиот век, периодот на заклучување се концентрирал во рамки на 180 дена (шест месеци), како што е прикажано во Табела 23 Ако периодот на заклучување не е 180 дена, друг вообичаен период е 90, 270 или 365 дена (Табела 23).

Инвеститорите можат да бидат ослободени од почитување на периодот на заклучување согласно искажувањето на водечкиот менаџер. Ова се случува во еден од 10 случаи, но кога се случува, инволвира продажба од страна на шпекулативни инвеститори.

⁹⁷ Field и Hanka, 2001.

Табела 23. Опити периоди на заклучување во САД (1988-1996)

Година	Просечен период на заклучување (денови)	< 180 дена (денови)	180 дена (денови)	> 180 дена (денови)
1988	172	45	43	12
1989	168	39	54	7
1990	165	43	52	5
1991	183	22	68	10
1992	196	9	77	14
1993	188	8	84	8
1994	196	6	80	14
1995	191	4	88	8
1996	184	4	91	5

Извор: Field и Hanka, 2001

Оние компании или акционери кои договориле можна продажба пред истекот на периодот за заклучување, во рамки од 10 дена по обелоденувањето, претрпуваат намалување на пазарната капитализација (т.е. цената на акциите) во просек од 23%.⁹⁸

3.5. Последователни понуди

За многу новокотирани компании ИЈП-а е прва трансакција во развојот на односите со инвеститорите. Зголемувањето на барањата значат и потреба компаниите да се вратат на пазарите на капитал или повремено (или постојано) во годините што следат по иницијалното котирање. Друга раширена причина за понуди кои следат по иницијалната, (т.н. последователни понуди), е кога компанијата сака да обезбеди кеш (готови) средства за нови инвестиции.

Свеж акционерски капитал може да се обезбеди преку:

1. Секундарни понуди на берза
2. Емисија на права
3. Забрзано запишување

Постојните акционери можат да ја намалат својата позиција (поседување на акции) преку:

1. Секундарни понуди на берза.
2. Забрзано запишување.

⁹⁸ Keasler, 2001

3.5.1. Секундарни понуди на берза

Компанијата кај која цената на акциите на берза се зголемила по реализирањето на ИПП-а, ќе има полесна работа при зголемувањето на капиталот, отколку компанијата кај која цената на акциите е под цената на ИПП-а. Очигледно, дека инвеститорите кои направиле пари со купување на акции од ИПП-а се повеќе заинтересирани за дополнително купување на акции. Инвеститорите кои ја пропуштиле ИПП-а би биле понаклонети кон искористувањето на втора шанса за обезбедување значаен дел од компанијата.⁹⁹

Корпоративните финансисери и нивните колеги од пазарот на капитал, при емисијата на права и секундарните емисии, во голем дел ги извршуваат истите активности како и кај примарната понуда. Тие ја координираат работата на другите советници, управуваат со подготовката на документацијата, и го советуваат емитентот или продавачите за одредување на цената на акциите. Притоа, може да се јави една сериозна компликација. Имено, за време на овој процес, секојдневно се тргува со акциите на компанијата на берзата и флукуацијата на цената може да биде многу голема. Компаниите ги зголемуваат средствата за да инвестираат во ново производство, нови проекти, да преземат други компании, да отплатат долг, или едноставно да ги зголемат своите фондови кога пазарот е добар и го дозволува тоа. Една студија за Американските секундарни понуди укажува на следната употреба на средствата обезбедени по пат на секундарни понуди:¹⁰⁰

➤ Намалување на долг	14%
➤ Покривање на трошоци на капиталот	16%
➤ Комбинирана употреба	14%
➤ Други / неспомнати причини	56%

Истите причини, поради кои акционерите/инвеститорите ги продаваат акциите при ИПП-а, продолжуваат да бидат релевантни и кај секундарните понуди. Постојните акционери можеби сакаат да го зголемат својот кеш, да го диверзифицираат своето портфолио, да излезат од шпекулативното

⁹⁹ Понудите кои комбинираат примарни и секундарни акции често се нарекуваат “piggyback” понуди (т.н. грбни понуди). Со реализирањето на секундарните понуди, менаџментот може да ја зголеми ликвидноста и алокацијата на акциите на долгорочни инвеститори.

¹⁰⁰ Geddes R. (2005), “IPOs&equity offerings”

инвестирање, да немаат повеќе стратешка позиција, или да ги продадат акциите добиени со спојување или преземање.

3.5.2. Емисија на права (право на првенство на купување)

Во Англија и остатокот од Европа, скоро сите последователни емисии се направени врз основа на емисија на права. Од друга страна, во Северна Америка, емисиите на права се скоро непознати. Кај емисијата на права, сите акционери добиваат известување за зголемувањето на средствата. Тие имаат право да купат нови акции од компанијата согласно нивното тековно учество во акционерскиот капитал на компанијата. Ако компанијата сака да купи нови акции, таа купува. Ако акционерот не сака да купи акции за кои има право, тој може да ги продаде своите права на берзата. Со помош на емисија на права може значително да се зголеми капиталот на компанијата, како што е илустрирано во Табела 25.

Табела 25. Големи емисии на права во Англија (1993-2002)

Компанија	Година	Зголемен капитал (милиони фунти)
British Telecommunications	2001	5.927
Pearson	2000	1.705
BP	1987	1.500
Zeneca	1993	1.300
Eurotunnel	1994	858
ICI	2002	800
Allied – Lyons	1994	670
RMC Group	1995	493
Spirent	2000	528
Logica	2000	463
EMAP	1998	368
Scottish & Newcastle	1995	364
Misys	1997	334

Извор: Geddes R., (2005). “IPOs&equity offerings”

Инвеститорите кои инвестираат во компании кои се котирали на Англиската берза се заштитени од разводнување на нивната сопственост преку правото на првенство на купување. Ова значи дека ако компанијата сака да го зголеми својот капитал, мора, акциите што планира да ги продаде, прво да ги

понуди на постојните акционери. Заштитата од разводнување е резултат и на законски прописи и на силната традиција. Да претпоставиме дека акционерот ќе го искористи своето право на првенство и ќе ги запише акциите што му следуваат од новата емисија, со што го задржува своето пропорционално учество во акционерскиот капитал на компанијата.¹⁰¹

Многу луѓе веруваат дека правото на првенство на купување оневозможува нови инвеститори да остварат значително учество во компанијата, со што се намалува базата на акционери и зголемувањето зависи од неколку инвеститори. Други аргументираат дека би требало да остане „статус кво“, бидејќи правата на првенство на купување ги штитат постојните акционери од можен трансфер на вредноста на нови акционери ако новите акции се продадат со голем дисконт во однос на преовладувачката пазарна цена.

Еден од најважните аспекти на емисијата на права е: одредувањето на условите и цената на новите акции. Вообичаено, новите акции се нудат со дисконт од тековната пазарна цена. Во многу случаи, дисконтот е помеѓу 10% и 20%. За да се обезбеди, емитентот ќе склучи договор за гарантирање, исто како и кај емисијата со фиксна цена. Ова значи дека ако цената на акцијата падне под цената за купување и ако акционерите не запишат акции од новата емисија, на компанијата и се гарантира дека ќе ги добие однапред планираните средства.

Во Англија, гарантираните емисии на права¹⁰² мораат да бидат отворени 21 ден. Тоа значи дека инвеститорите имаат на располагање 21 ден за да донесат одлука дали да го искористат своето право на првенствено купување, или истото да го продадат на берза. За ова време, можно е пазарната цена на акциите да падне под цената на емисијата. Ако тоа се случи, ниту еден рационален инвеститор нема да го искористи своето право и да запише акции од новата емисија, туку ќе купи акции на берзата по пониска цена.

Ако компанијата во која што инвеститорот има акции, одлучи да емитира емисија на права, тогаш тој има четири опции на располагање:

- Може да ги искористи правата и да купи нови акции
- Може да ги продаде правата на берза

¹⁰¹ Ваквите права на првенство на купување не се дел од корпоративните финансии во Канада и САД, како и во Македонија (согласно најновите законски прописи)

¹⁰² Гарантираните емисии на права претставуваат секундарни емисии каде важи правото на првенствено купување од страна на постојните акционери

- Може да искористи дел од своите права и да купи акции, а другиот дел од правата да ги продаде на берза
- Може да не прави ништо.

-Искористување на правата

Ако инвеститорот ги искористил сите права и ги купил сите акции што му следуваат, тогаш тој го задржува пропорционалното учество во компанијата.¹⁰³

-Продавање на правата

Правата на првенствено купување се тргуваат на истата берза на која се тргуваат и акциите кои акционерот ги поседува во компанијата. Постојните акционери можат да ги продаваат своите права на берза поради тоа што: не веруваат во компанијата, имаат потреба од дополнителен кеш, или поради некоја друга причина. Во тој случај доаѓа до намалување на нивното пропорционално учество во компанијата.

-Да не прават ништо

Ако акционерот одлучил да не прави ништо, или поради незнаење или поради неодлучност, односно размислување, неговите права ќе бидат продадени последниот ден од тргувањето заедно со другите неискористени права. Потоа, емитентот ќе му достави чек за вредноста на неговите продадени права. Ако нема заинтересирани купувачи на постојните права, од гарантот и подгарантите ќе биде побарано да ги купат сите акции кои дотогаш не биле продадени.

3.5.3. Пазарни понуди

Пазарните секундарни понуди се структурирани многу слично како и ИЈП-и. Пазарните понуди се најчесто употребуваниот метод за зголемување на средствата во САД. Компанијата назначува инвестициона банка и одредува тим на правници, сметководители и PR експерти. Вообичаено, но не секогаш, истиот тим кој ја трансформирал компанијата од приватна во јавна се назначува и кај

¹⁰³ Ако на пример, пред емисијата на правата инвеститорот поседувал 0,34% од компанијата, тој и по емисијата на права ќе ги има истите 0,34%.

секундарните понуди. Корпоративните финансисери го координираат подготвувањето на проспектоот и ги согледуваат пазарните знаци кои се однесуваат на „апетитот“ на инвеститорите за нови акции. Доверливоста е многу важна кај пазарните понуди. *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.*

Кога нацрт проспектоот е готов и одобрен од регулаторот, започнува маркетинг кампањата. Маркетингот за секундарна понуда е помалку екстензивен од маркетингот за ИЈП-а на компанијата, бидејќи инвеститорите во основа се запознати со нејзините активности.¹⁰⁴

Маркетинг периодот ќе се продолжи доколку емитентот одлучи да бара инвеститори на нови пазари. Ова може да го продолжи времетрајето на roadshow-то и да го зголеми бројот на телефонските повици на аналитичарите и продавачите.

Кога регулаторот ќе ги одобри документите на понудата, и водечкиот менаџер има доволно налози, истиот ја затвара книгата на налози, и ја одредува цената. *Цената на новите акции обично се одредува на ниво на цената на затварање на берзата на денот кога се утврдува цената, или со многу мал дисконт на таа цена.*

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

3.5.4. Куповни активности – блок размени

Куповна активност, понекогаш наречена и „блок размена“, инволвира банка која ги купува акциите на компанијата, за потоа колку што е можно побрзо да ги продаде истите акции на институционални инвеститори.

¹⁰⁴ Кај ИЈП вообичаено е маркетингот да трае од четири до шест недели, додека кај секундарната понуда, маркетингот трае од една до три недели.

Разликата помеѓу цената на купување и цената на продавање претставува профит за инвестиционата банка. Емитентот не плаќа провизија како кај пазарната емисија или кај емисијата на права.

Блок размените инволвираат огромен ризик за инвестиционата банка (во споредба со понудата на база на запишување), бидејќи банката може да претрпи огромни загуби ако не успее да ги продаде акциите. Продавачите ги сакаат блок размените, бидејќи тие се побрзи од формалните понуди (успешна трансакција ретко трае подолго од 24 часа). Од друга страна, продавачот мора да прифати дека можеби ќе биде приморан да ги продаде акциите со дисконт од преовладувчаката пазарна цена на акциите. Дисконтот е потребен поради потребата од брзина и тајност во целата операција, како и поради фактот дека инвестиционата банка го рескира сопствениот капитал. Во основа, вкупните трошоци кај блок размената се пониски отколку кај пазарните секундарни понуди. Како и да е, не се сите компании погодни кандидати за блок размени. Блок размените ретко се презапишани: кога банката еднаш ќе ги продаде сите претходно купени акции, таа ја стопира продажбата.

Во САД и Канада постои една друга форма на блок размени. Во 1983, SEC го усвоила Правилото 415, општо прифатено како „Регистер правило”. Правилото дозволува големите компании да ги регистрираат сите хартии од вредност (долговни и сопственички), што планираат да ги издадат за наредните две години, со подготвување и доставување на соодветни формулари. Потоа, компанијата може да издаде било колкав дел од хартиите од вредност наведени во регистрацијата, во наредните две години.

„Процедурата е така наречена поради тоа што компаниите можат да ги стават хартиите од вредност на регистер, и да ги извадат од регистер кога ќе посакаат”.¹⁰⁵

Традиционалните пазарни понуди, имаат барем 48 часовно закаснување помеѓу пополнување-регистрањето на емисијата и одредувањето на цената. Во реалноста, регистрањето на ИПП-а трае од 4 до 6 недели, додека регистрањето на секундарните понуди за познат емитент би траело од две до четири недели. Процесот на разгледување е пократок за секундарните понуди,

¹⁰⁵ Kidwell et al., 1984.

бидејќи компанијата е веќе позната на SEC преку изјавата за регистрирање на ИЈП-а и соодветни годишни формулари.

Правилото „регистер“ го елиминира 48 часовното задоцнување (освен времето потребно за пополнување на регистерот). Емитентот може да ја одреди цената на акциите и истите да ги продаде кај една банка, синдикат на банки, или директно на инвеститорите. Тоа ја подобрува флексибилноста на емитентот за соодветен пристап до пазарот на капитал. Друга корист од Правилото 415 е што истото треба да придонесе за намалување на трошоците на емитентот.¹⁰⁶ Vxagat et al. (1985) утврдиле дека емитентот може да заштеди 0,63% во директни трошоци (пери што излегуваат од џеб) за синдицирани понуди и 13,6% за несиндицирани понуди со користење на регистер правилото. Истражувањата укажувале дека при емисија согласно Правилото 415, цената на акциите е двапати на удар: прво кога се објавува регистарцијата (-0,98%) и повторно за време на зголемувањето на средствата (-0,24%).¹⁰⁷ Во подоцнежните истражувања, Денис (1991) известувал дека обелоденувањето на понудата на капитал од страна на компанија која го употребува „регистер правилото“ резултира со намалување на цената, и тоа за 0,7% до 0,8% повеќе, отколку обичните понуди (понуди кои не го употребувале „регистер правилото“). Основната употреба на Правилото 415 е за емисија на должнички хартии од вредност од страна на инвестиционо квалификувани емитенти.

Забрзаното запишување е варијанта на блок размената. Компанија која е добро позната, со добра ликвидност на своите акции, може да се определи за пократок маркетиншки период, отколку за вообичаениот (две до три неделен маркетиншки период) кај традиционалните пазарни понуди. Забрзаното запишување може да се реализира и кај примарна и кај секундарна емисија.

Во Англија, забрзаното запишување кое придонесува за зголемување на средствата на емитентот се нарекува пласирање. Максималниот обем на пласирањето е 5% од планираниот обем на емисија. Пласирањето секогаш се реализира паралелно со корпоративното обелоденување на годишните резултати или аквизициите. Ова им дава можност на брокерите на компанијата да разговараат со инвеститорите и да увидат дали пазарот би ја поддржал

¹⁰⁶ За време на претставувањето на ова правило, Претседателот на SEC, John Shad, ги проценил заштедите во папирологија на 300 милиони \$ годишно, или околу 50.000\$ по емисија.

¹⁰⁷ Moore et al., 1986.

понудата. Забрзаното запишување се зголемува, делумно и како резултат на развојот на истражувачките оддели во поголемите инвестициони институции.

Клучните фактори за успешно забрзано запишување се слични како и кај блок размената: можност за идентификување на клучните институции кои се спремни да инвестираат во акциите на компанијата; ликвидност на емитираните акции; тековните приноси, карактеристики на акциите и соодветниот сектор. *Клучниот недостаток е банкарската неможност за пристап до малите индивидуални инвеститори. Бидејќи нема перспект, малите индивидуални инвеститори се исклучени од блок размените и забрзаните запишувања.*

Забрзаните запишувања имаат помало презапишување во споредба со ИПП-и. Инвесторите доставуваат налози за број на акции кој навистина сакаат да го добијат, а не број кој е “надуван” со цел да се обезбеди соодветен помал број на акции. Бројот на инвеститори кои учествуваат во забрзаното запишување е помал во однос на ИПП-и или пазарните секундарни понуди, затоа што пристап имаат само поголеми институции кои можат да донесат брзи одлуки за големи купувања.

Вообичаено, пред започнување на запишувањето се реализираат маркетинг активности. Така, компанијата може да ги употреби резултатите и да ги достави до аналитичарите и инвеститорите исто како и кај roadshow-то.

Запишувањето секогаш започнува по затварање на пазарот; ова на инвеститорите им дава можност да се фокусираат на стабилна цена. При успешна емисија, базирана на забрзано запишување, книгата на налози е затворена, утврдена е цената на емисијата, реализирана е алокацијата и тоа пред пазарот да отвори следниот ден. Меѓутоа во услови на забрзаното запишување, банките треба да бидат повнимателни. Понекогаш, запишувањето ќе продолжи и до три дена доколку инвестиционата приказна на емитентот не е доволно позната на инвестиционата јавност.

3.6. Континуирано известување

Континуираното известување е нешто на што одговорните лица во јавните компании најмногу се жалат. *Во споредба со последиците, тоа е една од негативностите на јавната компанија.* Откако компанијата ќе стекне јавен

статус, потребно е, на континуирана база, да доставува низа извештаи до регулаторите (КХВ, Берза) и до акционерите.

Извештаите мораат да бидат изготвени во определени временски периоди на начин кој не остава многу простор за самоизразување или двојно толкување. За изготвување на информациите потребно е време и пари. Правната страна е тешка: мора да бидат изготвени согласно правилата и прописите на КХВ и берзите. Законската обврска за известување започнува веднаш по трансформацијата на компанијата од приватна во јавна и продолжува во иднина сè додека постои самата компанија.

Да се задржи интересот на инвестиционата заедница за компанијата претставува тешка и скапа задача. Годишните ревидирани финансиски извештаи се многу важни и мораат да се разгледуваат и ажурираат преку целата година.

Во буџетот, исто така треба да се предвидат и континуираните правни совети, како и тоа дека сите потребни извештаи мораат да бидат прегледани од страна на правниот застапник. Проектите како аквизиции, спојувања, делење, или поголеми инвестиции, бараат правна експертиза заради исполнување на барањата на КХВ. Дури и изјавите за јавност, како и соопштенијата на акционерите треба прво да бидат прегледани од страна на правниот застапник.

Подготовката на квартални, полугодишни и годишни извештаи, најдобро е да ја раководат професионалци за односи со финансиската јавност. Тие ги познаваат најдобрите дистрибутивни техники и имаат воспоставено односи со финансискиот печат. Успешните јавни компании имаат воочено дека континуираното известување е можност за одржување и зголемување на вредноста на нивните акции.

Се разбира, менаџментот одлучува дали да ангажира PR компанија на континуирана основа или строго на база на одреден проект, при изготвувањето на квартални, полугодишни и годишни извештаи, дописи до акционерите, и други специфични PR информации. Добрите односи со финансиската јавност може да изгледаат скапи, но треба да се акцентира важноста, како и полезноста од континуираното известување.

3.6.1. Извештај за употреба на средства

Законските прописи бараат обелоденување на информациите кои што се во врска со трошоците на понудата, како и употребата на средства обезбедени од емисијата на континуирана основа. Кога компанијата ќе ги прими средствата остварени од емисијата, компанијата мора да ја информира КХВ за тоа колку средства обезбедила, и за што ќе се користат тие средства. Овој извештај, потребно е да се доставува на секои 6 месеци додека компанијата не ги искористи сите средства обезбедени со емисијата, како што е наведено во проспектоот.¹⁰⁸

Овој извештај претставува начин со кој КХВ се осигурува дека компанијата ги користи средствата обезбедени со емисијата, во временски период и за цели што се наведени во проспектоот.¹⁰⁹

Емитентот треба да знае дека извештајот не е документ што треба јавно да се објави. Истиот се поднесува само до КХВ и не се доставува до медиумите ниту до акционерите.

3.6.2. Тековни извештаи

Тековните извештаи се извештаи што компанијата мора да ги поднесе кога ќе се случи некој важен настан (внатрешен или надворешен), што може битно да влијае на купувањето, продавањето или држењето на акциите на компанијата. Извештајот мора да се поднесе во рок од 5 до 15 дена од настанот.¹¹⁰ Правилата за временско известување, можат, исто така, да бараат компанијата да ја објави информацијата и пред поднесувањето на самиот извештај. Правниот застапник има важна улога при поднесувањето на извештајот, особено при толкувањето на „други материјални важни настани“. Настани кои се сметаат за значајни се:

-Промена во контролата на компанијата. Во основа, ова се однесува на промена на лицата кои ја контролираат компанијата, или имаат најголем број на

¹⁰⁸ Овој период обично е 12 месеци, но може да трае и со години.

¹⁰⁹ Така на пример, една компанија во проспектоот може да наведе дека од средствата што ќе се обезбедат со емисијата, има намера 1,5 милиони \$ да потроши за маркетинг, 2 милиони \$ за опрема и 3 милиони \$ за обртен капитал. Ако наместо ова компанијата потроши 750.000\$ за деловна зграда, без да го наведе тоа претходно во проспектоот, КХВ ќе смета дека се работи за несоодветно користење на средствата (за измама).

¹¹⁰ Ваквиот рок зависи од настанот и законодавството во одделни земји. Во Република Македонија овој рок не е подолг од десет календарски дена.

акции. Јавноста мора да биде запозната за промената на поседувањето на акции кај членовите на менаџментот на компанијата. Барањата се многу детални од финансиски аспект. Се поднесуваат извештаи за одговорни лица и директори на компанијата кои поседуваат 10% (или повеќе) од акциите, односно, за секој кој поседува 5% (или повеќе) од компанијата.

-Превземање (аквизиција) или располагање со средствата.

-Банкротство. Не е изненадувачки што ова се смета за многу важен настан. Во случај на банкротство, инструкциите се сосема јасни, извештајот мора да се достави веднаш по објавувањето на стечај. Сите факти мораат да бидат наведени, вклучувајќи ги и судските спорови, датумот на настанот, името на извршителот, и датумот на извршување. Исто така, потребни се и дополнителни информации со што се потврдуваат плановите за реорганизација или подготовка за ликвидација.

-Промена на ревизорска куќа. Ова барање е со цел да се утврди дали промената на ревизорската куќа е резултат на несогласувањата помеѓу ревизорската куќа и менаџментот на компанијата.

Овој оддел, исто така може да содржи сметководствени промени или промени во формата, направени од страна на новата ревизорска куќа.

-Директори. Во овој извештај се известува за оставка или избор на нов директор.

-Опционо. Ова е место за сите други важни материјални настани.

3.6.3. Квартални и полугодишни извештаи

Кварталните, односно полугодишните извештаи содржат слични информации како годишните финансиски извештаи. Основната цел на овие извештаи е да го намали бројот на изненадувања до следното годишно известување на компанијата.

Иако не се бараат ревидирани финансиски извештаи, постојат одредени финансиски обелоденувања што мора да се реализираат. Првиот дел од овој извештај бара обелоденување на следните информации:

- Биланс на успех и извештај за изворите и употребата на средствата,
- Анализа на менаџментот за кварталниот биланс на успех (посебно за важните промени),

- Информација за капитализацијата (и промените),
- Информација за акционерскиот капитал (и измените).

Во вториот дел мора да се обелоденат следните информации:

- Правни постапки во кои е инволвирана компанијата,
- Промени во однос на хартиите од вредност (на пример, друга компанија сака да купи дел од компанијата и би можело да се издадат приоритетни акции и на тој начин да се смени основната структура на хартиите од вредност. Издавањето на варанти исто така може да предизвика промена),
- Промена кај регистрираните хартии од вредност (на пример, компанијата потпишала вредни договори и решила да откупи дел од акциите. Во овој извештај мора да се истакне понудата за откупување на сопствени акции),
- Зголемување или намалување на бројот на акции што ги поседуваат лица надвор од компанијата, или промена на задолженоста,
- Било какви промени околу правата на гласање на акционерите,
- Други важни материјални настани,
- Секоја информација поврзана за одредени материјални настани што можат да влијаат на купување, продавање, или држење на акциите на компанијата.

Компанијата, кварталниот, односно полугодишниот извештај би требало да го гледа како можност за комуникација со инвестициската јавност и со акционерите. Затоа, потребно е овој извештај да биде што е можно поразбирлив за читателите, а не да се сведе само на презентирање факти и бројки.

3.6.4. Годишни финансиски извештаи

Со годишните финансиски извештаи се обезбедува преглед на бизнисот на компанијата и истите мора да се комплетираат и достават до КХВ во рок од 90 дена по завршувањето на фискалната година на компанијата (во САД), односно, наредниот работен ден по неговото усвојување на собранието на акционери (во нашата земја).¹¹¹

¹¹¹ Годишните финансиски извештаи мораат да бидат доставени до КХВ, од страна на компании кои се со повеќе од 500 акционери и средства над 2 милиони \$, во САД, односно од страна на

Извештаите во себе инкорпорираат ревидирани финансиски извештаи со соодветни објаснувања што го покриваат работењето на компанијата во последната година. Во САД, КХВ бара вклучување и на бизнис проекции. Ако проекциите не се исполнат, може да дојде до жалби од страна на иритираните акционери, кои можат и да ја тужат компанијата. Компанијата може да прави проекции, предвидувања, но таа е заштитена се додека истакнува дека тие се само предвидувања кои може никогаш да не бидат исполнети. Многу компании одбиваат да прават проекции поради проблемите што можат да настанат. Доколку се прават предвидувања, потребно е прво да се разгледаат сите аспекти заедно со правниот застапник и ревизорот.

3.6.5. Годишен извештај за работењето на компанијата

Откако компанијата ќе стане јавна, годишниот извештај е најважниот документ што таа го издава. Годишниот извештај содржи податоци што не се стриктно финансиски, како на пример односите со клиентите и односите со добавувачите. *Познат е како глас на менаџментот што се однесува на состојбата на компанијата и на нејзините ветувања. Природно, овој извештај е витален комуникационен линк помеѓу менаџментот и акционерите. Годишниот извештај е составен од два посебни дела. Првиот, всушност претставува порака на компанијата (информации за целите на компанијата и менаџментот). Вториот дел обично ја прикажува финансиската слика на компанијата.*

Корпоративна порака. Извештајот на претседателот, обично е на почетокот на пораката од компанијата наведена во извештајот, и најверојатно е дел од годишниот извештај што најмногу се чита, со оглед на тоа што читателите посебно сакаат да слушнат информации од првиот човек на компанијата. Тоа е можност топ менаџментот да комуницира директно со сите сопственици (акционери) на компанијата. Овде претседателот дискутира за сегашните и идните активности на компанијата.

Дизајн. Дизајнот на годишниот извештај е доста важен и би требало да предизвика заинтересираност од страна на читателите. Добриот дизајн би

сите компании кои имаат обврска за известување, согласно Законот за хартии од вредност во Р. Македонија.

требало визуелно да ги привлече читателите и да ги води подлабоко во неговата содржина. Треба да се води сметка за бојата, сликите, фотографиите, илустрациите, табелите, графиконите, картите, плановите, големината и видот на буквите што ќе се употребат.

Како општо правило, малите компании печатат толку копии од годишниот извештај, колку што имаат акционери. Копија од извештајот треба да добијат и брокерите, аналитичарите и медиумите. Понатаму, компанијата треба да биде сигурна дека овие дополнителни копии се дистрибуирани во прави раце. Поради тоа потребно е континуирано ажурирање на списокот за дистрибуирање на извештајот.

3.6.6. Инсајдерско известување и рестрикции во тргувањето

Инсајдер е секој кој се стекнува со информација за компанијата пред таа информација да биде достапна на јавноста. Искористувањето на таквата информација за купување или продавање на акции, согласно одредбите на КХВ, се смета за колизија или за измама. Во САД, согласно Правилото 10б-5, инсајдери се сите оние кои „поседуваат одредени материјални информации за активностите на компанијата, како и оние лица или групи кои примаат такви информации од инсајдери или од трета страна, вклучувајќи ги и овластените лица, директорите, вработените, консултантите, ангажираните консултанти, сметководителите, гарантите, брокерите-дилерите, аналитичарите, инвестиционите советници, и оние кои се информирани директно или индиректно од било кој од овие луѓе.”

Согласно Законот за санкционирање на инсајдерското тргување од 1984 година, SEC е овластена да го санкционира инсајдерското тргување и тоа со износ до три пати од остварениот профит или од избегнатите загуби.

КХВ е многу јасна во утврдувањето на елементи неопходни за утврдување на одговорност за инсајдерско тргување:

- (1) секоја материјална информација што не е јавна;
- (2) сите луѓе кои примаат информации директно или индиректно, кои знаат или би требало да знаат дека станува збор за необјавена информација која што е добиена некоректно и со селективно обелоденување; и

- (3) таа информација влијае на одлуката за купување/продавање на акции емитирани од компанијата.

Исто така, КХВ може да бара одговорност и од лице кое случајно дошло до некоја информација, ја искористило информацијата за која смета или има причина да верува дека е доверлива. Таквите лица можат да се сметаат за одговорни доколку на база на таква информација, делуваат на купување/продавање на акции издадени од компанијата.

3.6.7. Финансиски публикации

Финансиските публикации постојано известуваат за сè што се случува во финансискиот свет. Милиони факти, бројки, и разни интересни информации за компании, спојувања, тендерски понуди, цени на акции, локални, национални, и меѓународни финансиски вести се пренесуваат преку овие публикации.

Информацијата би требало да биде доволно вредна за објавување и да биде интересна за јавноста. Луѓето кои професионално се занимаваат со односи со јавност, знаат дека пласирањето на тривијални, неважни, веќе публикувани информации, претставува навреда за интелигенцијата на професионалните издавачи.

Посебно важно подрачје на односите со финансиската јавност што компаниите би требало сериозно да го земат во предвид, е закупувањето на место за рекламирање во дневниот печат и тоа во делот кој вообичаено се нарекува “Корпоративни известувања”. Скоро сите финансиски публикации кои се занимаваат со известување за тргувањето преку шалтер, обезбедуваат вакви простори во своите списанија.¹¹² Тоа е простор каде компанијата може да се рекламира. Самата информација, на пример, може да биде дел од годишниот извештај на компанијата, што ја отсликува компанијата во најдобро светло. Или пак, компанијата може да закупи простор за објавување на некоја важна информација, извештај до акционерите, или некој посебен настан за компанијата, како потпишување на некој важен, вреден договор. Имањето добри односи со финансискиот печат може да се исплати. Постојат неколку

¹¹² Ова може да се најде во публикации како што се: *Barron's*, *The Wall Street Journal*, *Fortune*, а кај нас: *Капитал*, *Бизнис*, *Економија* и *бизнис* и други..

важни аспекти при делувањето на компанијата со деловните и финансиските издавачи. Притоа, компанијата треба да:

- Не пласира стара приказна како нова,
- Не бара да ја види информацијата пред таа да биде објавена,
- Не очекува нејзината информација да биде објавена доколку е веќе експлоатирана,
- Не биде премногу комерцијална (ако е можно името на компанијата да се спомне само еднаш),
- Не претерува со барањата,
- Информацијата не ја нарекува новост, ако ја објавила како реклама,
- Не свикува конференција за новинари (преку дневниот печат), доколку тоа го направила по пошта,
- Пишува за да разберат читателите.

Кога комуницира со финансискиот печат, компанијата би требало да се обраќа директно, искрено и отворено.

3.7. Интернет директни јавни понуди

Со појавата на Интернетот се појавиле и Интернет Директните Јавни Понуди.¹¹³ Во прво време, во САД, SEC не знаела што да прави со ваквите понуди преку Интернет. Не знаела како да ги регулираат истите. Била збунета со нерегулираноста што го опкружува Интернетот, што всушност претставува најголем проблем со кој денес се соочуваат претприемачите на Интернет Директните Јавни Понуди (ИДЈП).

Владините тела дале само мал придонес за процесот на ИДЈП-и, посебно за концептот на електронскиот информациоен трансфер и процесирање. Како и да е, тие сеуште немаат дадено чисти, јасно дефинирани правила на игра, поради што, и самото нивно имплементирање е тешко.

¹¹³ Неколките брокери кои се собрале под дрвото на Wall Street бр.68 во 1792 година, дури и во своите најлуди фантазии, никогаш не помислувале дека во иднина, компаниите и инвеститорите ќе реализираат моментални трансакции насекаде низ светот. Тие немале телеграфи (воведени во 1837), телефони (воведени во 1877), телевизори (воведени 1940-те години), а камоли компјутери (дигиталните воведени во 1940-те години), и Internet (создаден 1970-те и во широка употреба 1990-те). Тоа се 200 години од зборување лице во лице, до денешниот e-mail, и 200 години, воведување и развој на правила и прописи.

Во своја одбрана, владините тела истакнуваат дека го унапредуваат електронскиот информациона трансфер толку брзо колку што бирократски е можно. Во Мај 1996, SEC го комплетира имплементирањето на Системот за собирање на електронски податоци, анализа, и архивирање, познат како EDGAR. EDGAR извршува автоматско прибирање, вреднување, индексирање, прифаќање, и доставување на податоци од страна на компаниите и сите оние кои согласно законот се обврзани да доставуваат извештаи до SEC. Основната цел е да се зголеми ефикасноста, праведноста и непристрасноста на пазарот на хартии од вредност во корист на инвеститорите, корпорациите и економијата. Ова се прави со забрзување на примањето, ширењето и анализирањето на ценовно чувствителните информации што компаниите ги доставуваат до SEC.

Јавните компании со чии што акции јавно се тргува и кои имаат обврски за известување, мораат да ги доставуваат сите свои квартални, годишни и други потребни извештаи преку EDGAR. Секој кој има пристап до Интернет може да се приклучи на страната на EDGAR и да ги види и “симне” овие извештаи. Имплементацијата на EDGAR е многу позитивен придонес на SEC во нејзиното ангажирање за електронско процесирање на информациите.¹¹⁴

3.7.1. Предности на интернет директни јавни понуди

ИДЈП-и нудат одредени можности и предности во споредба со традиционалните ИЈП-и. Тука пред сè станува збор за зголемување на ефикасноста, намалување на трошоците, како и поголема изложеност.

Зголемување на ефикасноста. Тековниот процес на информирање на инвестициската публика за постоењето на ИЈП-а на компанијата, во најмала рака е обемен и гломазен. Овој процес вклучува креирање на проспект, идентификување и пласирање на соодветна реклама во соодветни медиуми, прибирање информации за потенцијалните инвеститори преку телефон или мејл, и потоа процес на физичко дистрибуирање на копии од просpektот. Сите овие чекори можат соодветно да бидат реализирани преку Интернет.

¹¹⁴ Во Октомври 1995, SEC издава обемен материјал, наречен “Употреба на електронските медиуми за информативски цели”. Иако тоа бил обемен документ, кој оттогаш многу пати е корегиран, основното е тоа, да од тогаш е воведено правилото за дистрибуирање на ценовно чувствителните информации покрај материјалното (на хартија), и електронското (преку Интернет).

Намалување на трошоците. Зголемената ефикасност очигледно влијае на намалувањето на трошоците за известување и дистрибуирање на потребните документи за новата емисија. На овој начин се прават значителни заштеди при правењето амандмани на циркуларот за емисијата или за ажурирање на информациите. Електронското истакнување on-line е многу поефтино отколку повторното печатење. Овие заштеди не се ништо во споредба со заштедите во провизиите.¹¹⁵

Поголема изложеност. Традиционално, ИЈП-и се резервирани и се продаваат на институционални инвеститори или на ВИП клиенти на брокерите. Дистрибуцискиот процес на информациите поврзани со ДЈП-и значително е зголемен, побрз е, и поефтин. Накратко, Интернетот, инвестицискиот процес го донесе повторно назад на ниво на индивидуален инвеститор. Интернетот овозможи, евтин, директен пристап на домашните и глобалните инвеститори. На сите инвеститори, институционални и индивидуални, Интернетот им обезбедува еднаква можност да учествуваат во емисиите на новите јавно поседувани компании.

Една голема област каде се очекуваат предности од ДЈП-и е тргувањето по завршувањето на понудата. Кога е потполно имплементиран пазарот на аукции, инвеститорите имаат еднаков пристап до сите ценовно чувствителни информации.

3.7.2. Основни разлики со ИЈП-и

Постојат неколку основни разлики помеѓу ИЈП-и и ДЈП-и. Прво, продажниот процес на ИЈП-а е под строга контрола на регулаторните органи, додека кај ДЈП-а продажниот процес не е надгледуван од овие органи. Кај вообичаените ИЈП-и, брокерите ја прават продажбата на акциите преку телефон. Во Америка има воспоставено продажни процедури што се во согласност со правилата и процедурите на NASD, SEC и берзите, согласно кои, акциите се продаваат. Целокупниот продажен процес е строго контролиран (кога се разговара со брокер, секогаш треба да се внимава што ќе се каже, поради тоа што разговорот најверојатно се снима).

¹¹⁵ Под претпоставка дека компанијата може самата да ја реализира емисијата, без инволвирање на брокери, директната јвна понуда може да заштеди од 7% до 20% провизија. Тоа е значителен износ за компанија која реализира јавна понуда.

Втората разлика е тоа што ИЈП-а може да се продава со инволвирање на гарант. Всушност, гарантот (банка или брокерската куќа) купува дел од акциите на компанијата од самиот емитент, и потоа ги препродава акциите на јавни акционери, заработувајќи на тој начин од продажбата на претходно купените акции. Водечкиот гарант често формира продажна група или синдикат за гарантирање, составена од други гарантоти (брокерски фирми кои му помагаат на водечкиот гарант во продажбата на акциите). Како резултат на ова, компанијата ретко контактира директно со купувачите, бидејќи гарантите, всушност ги продаваат акциите.

Кај ДЈП-а, продажбата на акциите официјално ја прави компанијата (што во суштина значи овластеното лице или директорот). Компанијата ја превзема одговорноста за тоа како се реализира целиот процес, при што, процесот зависи од моралот и желбите на менаџментот на компанијата. Ако очајни претприемачи ги продаваат своите акции, тие не мора да бидат запознати со сите правила за продавање на акции, ниту со сите можни последици, казни и дисциплинските мерки. Како и да е, тие се одговорни за евентуални измами, малверзации, што подразбира казни и затвор. Кај ДЈП-а, компанијата, или поточно овластените лица и директорите, имаат директна врска, кореспонденција со потенцијалните акционери-инвеститори. Овластените лица и директорите се инволвирани во целиот продажен процес.¹¹⁶

Не треба секоја компанија да се обидува со ДЈП-а. Компаниите што сèуште истражуваат или се обидуваат да го концентрираат капиталот, обично не се добри кандидати за ДЈП-а. Подобри кандидати се компаниите што имаат воспоставени стабилни деловни активности и на кои им треба дополнителен капитал. Поетаблираните компании имаат некои предности во прибирањето на дополнителен капитал, што подразбира контакти со потрошувачи, добавувачи, и вработени. Полесно е кога се располага со база на податоци за овие групи лица, затоа што истата може да се прошири на нивните фамилии и пријатели, професионални инвеститори, фондови, осигурителни друштва, друштва со ризичен капитал и други софистицирани инвестициони групи.

¹¹⁶ Ова го опфаќа следното: идентификацијата на можните инвеститори, нивно вреднување, потоа, склучување на продажбата, обезбедување на средствата од продажбата, како и дистрибуирање на сертификатите на акциите на новите акционери (онаму каде истите сèуште не се дематеријализирани).

Кај ИЈП-а, гарантот ќе ѝ помогне на компанијата при донесувањето на многу одлуки што се однесуваат на понудата. Одредувањето на цената на акциите е најважна. Гарантот ќе ги истражи историските и проектираните финансиски резултати на компанијата, ќе ја анализира климата за јавни понуди, ќе ги земе во предвид цените на акциите на слични компании, ќе го определи обемот на емисијата и нејзиното влијание на “разводнувањето”. Овие и други фактори помагаат при утврдувањето на ценовниот ранг на акциите. Исто така, гарантот ќе ја советува компанијата дали да инволвира гарантирање со цврста обврска или гарантирање со најдобри напори, како и советување околу утврдувањето на максималниот/минималниот обем на емисијата, или дали понудата да биде структурирана како посебна или како една целина (акција и варанти). Кај ДЈП-и многу избори и одлуки треба да бидат направени внатре во компанијата, од овластените лица и директорите, со инпут од квалификувани правници, сметководители и специјалисти за ДЈП-и. Соодветно истражена и структурирана ДЈП-а може да се реализира во рамките на законските ограничувања и со значителни заштеди.

Откако компанијата ја завршила директната јавна понуда, таа сèуште има одредени препреки. Компаниите, кои ги комплетираше ДЈП-и, емитирале хартии од вредност со кои може слободно да се тргува, што значи дека секој кој поседува хартии од вредност може да ги продаде на било кого.

Во новиот свет на ДЈП-и, многу луѓе работат на остварување на валиден пазар за хартии од вредност емитирани преку ДЈП-и. Потребно е да се утврдат најдобрите алтернативи: услуги врз база на мечирање на налози и можностите на електронското спојување на купувањата и продавањата.

Услугите на мечирање на налозите се извршуваат од страна на брокерските фирми, кои се всушност регистрирани претставници за воспоставување и ажурирање на „книга” за компанијата која реализирала ДЈП-а. Во оваа „книга” се наведени имињата и други информации потребни за контактирање на акционерите, бројот на акциите и понудената цена на секој купувач и продавач. Кога ќе дојде до поклопување на цената на оној кој сака да купи и на оној кој сака да продаде, брокерот им се обраќа да отворат сметка и да ја реализираат купопродажбата. Притоа се наплаќа трансакциона провизија од секоја страна на купопродажбата. Брокерот ќе им помогне на страните во купопродажбата за трансфер на средствата и на хартиите од вредност.

Компанијата која реализирала ДЈП-а е одговорна за воспоставување/именување на брокерска фирма која ќе биде претставник за нејзините акции. Многу брокерски фирми имаат функција на маркет мејкери за акциите што котираат на NASDAQ и Bulletin Board. Често, компаниите што реализирале ДЈП-а им обезбедуваат и им посочуваат имиња на акционери на брокерските фирми. Повеќето од брокерските фирми не ги објавуваат тековните цени на акциите или тековните трансакции. Се очекува дека многу брокерски фирми повеќе ќе бидат заинтересирани за поттикнување на мечирање на налозите како што ќе се зголемува популарноста на ДЈП-и.

Електронското мечирање е иднината на тргувањето со акциите на ДЈП-и. Со оглед на тоа што ДЈП-и се продаваат преку Интернет, се очекува тргувањето преку Интернет да стане стандард. Намерата на електронското мечирање е да се овозможи купувачот и продавачот да тргуваат со акции без посредство на брокер.

Пацифик берзата, лоцирана во Сан Франциско и Лос Анџелес го зазема првото место во напорите да го олесни тргувањето со акциите издадени преку ДЈП-а. Се разликува од другите берзи со тоа што се специјализира за одредена област, како што се најактивните акции, обврзници и опции на NYSE и AMEX, и за помали компании кои не можат да се квалификуваат на поголемите берзи. Тоа е трета најактивна берза во САД и трета најактивна берза во однос на опции во светот. Пацифичката берза на компаниите кои се квалификувани за тргување им нуди значајни поволности како што се: зголемување на препознатливоста, специјалист за секоја компанија која го надгледува и одржува тргувањето, и котирање во реално време до кое може да се пристапи преку терминали насекаде во САД.

Слично како NASDAQ, и Пацифичката берза нуди скалести услови за тргување. Потребно е исполнување на минимални квантитативни барања за да може да се тргува на одредени пазарни сегменти во рамките на овој пазар (SCOR, Tier II i Tier I), (Табела 26):

Откако компанијата се котирала на SCOR пазарниот сегмент, мора да ги одржува следните минимални перформанси:

- Вкупно нето основни средства 250.000 \$
- Вкупна нето вредност 500.000 \$
- Пазарната вредноста на флотација 500.000 \$

- Последна продажна цена по акција 1 \$
- Минимум 100.000 акции поседувани од јавноста
- Најмалку 200 јавни акционери

Табела 26. Пацифичка берза

	SCOR	Tier II	Tier I
Нето основни средства	500.000 \$	2 милиони \$	
Нето средства	750.000 \$		4 милиони \$
Добивка пред оданочување			750.000 \$
Добивка по оданочување		100.000 \$	400.000 \$
Акции во рацете на јавноста (флотација)	150.000	500.000	500.000
Пазарна вредност на флотацијата	750.000 \$	1,5 милиони \$	3 милиони \$
Продажна цена	5 \$	3 \$	5 \$
Број на јавни акционери	250	500	800
Историја на делување			3 години
Регистрирање во рамките на државата	Потребно	22 држави имаат исклучоци “плаво небо”	45 држави имаат исклучоци “плаво небо”

Покрај горенаведените минимални квантитативни барања, Пацифичката берза, исто така ги разгледува и следните квалитативни аспекти:¹¹⁷

- Финансиската кондиција на компанијата, вклучувајќи ги и сметководствените практики, неквалификуваното мислење на ревидираните финансиски извештаи, и можноста на компанијата да го сервисира постојниот долг и развојната програма,
- Природата и обемот на активностите на компанијата, што вклучува можност за развој на нови производи или услуги, како и потенцијалот за зголемување на пазарниот удел, но и планови за иден развој,

¹¹⁷ Arkebauer James B., (1998), “Going public”

- Искуството на менаџментот во индустријата во која делува компанијата, вклучувајќи ја и репутацијата на менаџментот,
- Конкуренцијата и економската кондиција во рамките на индустријата каде што делува компанијата,
- Владините политики во врска со производите и услугите,
- Употреба на обезбедените дополнителни средства за развој, маркетинг, лиценцирање, обртен капитал, и аквизиции на комплементарни бизниси,
- Структурата на средствата, резервите, правата и патентите.

Понатаму, Пацифичката берза нема да котира компанија:

- за која има воздржано, или негативно мислење од страна на ревизорите во ревидирантите финансиски извештаи,
- која не очекува да создаде профит во одреден разумен временски период,
- чии деловни активности зависат од развојот на производ или систем што нема да се комплетира пред котирањето,
- против која се превземала одредена законска постапка.

Квантитативните барања за котирање на NASDAQ и барањата на Пацифичката берза се многу слични, но квалитативните барања на Пацифичката берза на прв поглед се построги отколку оние на NASDAQ. Како и да е, Пацифичката берза заслужува награда за напорите што ги прави да обезбеди секундарен пазар за ДПП-и.

ГЛАВА 4

4. ПОНУДИ ВО РАЗЛИЧНИ ЗЕМЈИ ВО СВЕТОТ

Во оваа глава опишани се регулаторните режими и документацијата која е потребна на двата најголеми меѓународни пазари за ИЈП-и. Ќе се запознаеме со видовите понуди кои им се достапни на компаниите што сакаат да ги зголемат своите средства во Англија, со основниот регулатор и потребната документација.¹¹⁸

4.1. Англиски пазар

Англиската берза е трета берза во светот според пазарната капитализација. На официјалната листа на котирани компании- LSE (London Stock Exchange), има светски познати корпораци како што се: BPAmoco, GlaxoSmithKline и HSBC, но, и, голем број на помали компании, како Roxspur, World Trade Systems итн.

Емитентите можат да избираат помеѓу официјалната листа на котирани компании на главната берза- LSE и алтернативниот инвестиционен пазар AIM (Alternative Investment Market), кој е воспоставен во 1995-та година и е дизајниран за помали и поризични компании. Правилата за прием на компаниите кои се придружуваат на AIM се пофлексибилни отколку оние за LSE.

Лондонската берза секогаш била дом за голем број на странски компании-како од земјите на Комонвелтот, така и од САД и Европа. Компаниите можат да избираат дали нивните акции или потврди за странски хартии од вредност ќе ги котираат на Лондонската берза.

Странските компании кои не сакаат целосна котација на своите акции на LSE (или на AIM) имаат опција да тргуваат со своите акции на пазар преку шалтер за странски акции (SEAQ-International). Во многу случаи, компаниите

¹¹⁸ Во Англија ИЈП се нарекуваат „flotations”.

утврдуваат дека има многу поголема ликвидност на SEAQ -Интернационал, отколку на другите домашни берзи.

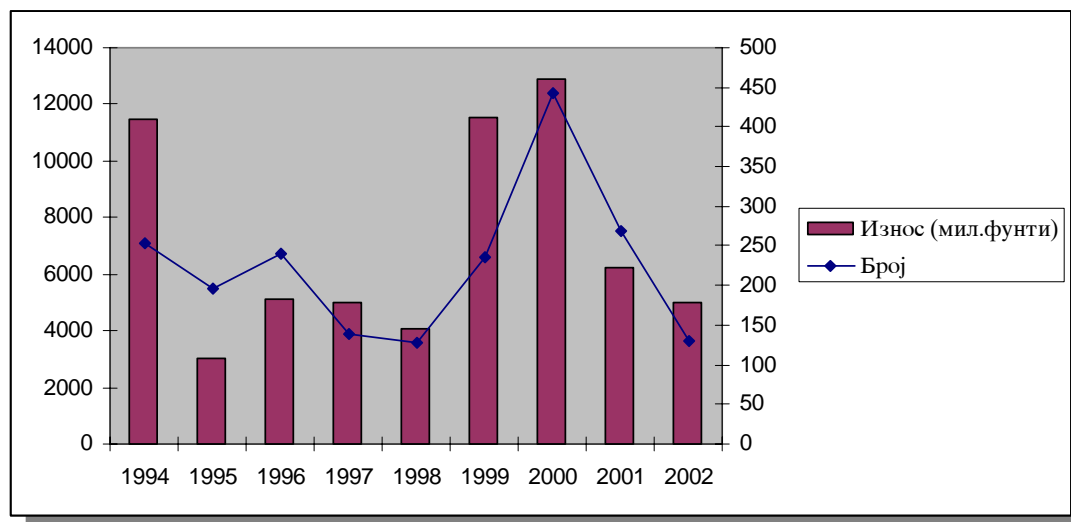
4.1.1. Структура на понудите во Англија

Има бројни причини зошто домашни или странски компании би се придружиле на LSE или AIM. Во зависност од барањата на емитентот, причините се условени од тоа дали понудата е наменета за институционални инвеститори преку глобални или јавни понуди. Понудата, односно траншите на понудата, можат да се реализираат со било кој метод. Секундарните понуди, во основа се реализираат со помош на правото на првенство на купување.

Јавни понуди (фиксна цена). Кај јавните понуди, акциите директно се продаваат на публиката преку рекламирање во националните медиуми. Има две форми: Offer for Sale (Понуда за продажба), каде акциите се продаваат од страна на постојните акционери, и Offer for Subscription (Понуда за запишување), каде компанијата издава нови акции и ги прибира новоуплатените средства.

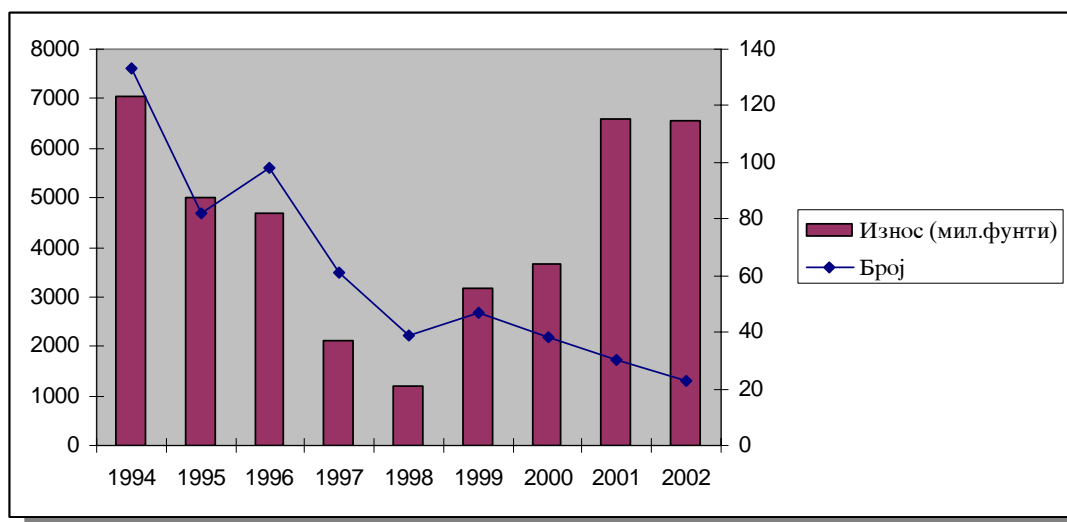
Кон крајот на минатиот век, јавните понуди се намалуваат. Во 2000-та и 2001-та година, биле реализирани само 22,6% понуди за продажба и 26% понуди за запишување од сите ИЈП-и (вклучувајќи ги и инвестиционите трустови) на LSE (официјална листа). На AIM, во ниту една од гореспоменатите години, немало пуштање во оптек на акции по пат на јавна понуда.

Графикон 7. ИЈП-и во Англија (и на LSE и на AIM) (1994-2002)



Извор: Лондонска берза (вклучувајќи ги и инвестиционите трустови).

Графикон 8. Емисија на права во Англија (1994-2002)



Извор: www.londonstockexchange.com

Со јавните понуди во 2001-та година, 24 компании оствариле вкупно 1,4 милијарди фунти, во споредба со 558 милиони фунти од 37 компании во 2000-та година.

Во Англија за најава на сите понуди (без разлика дали станува збор за јавни понуди или пласман) се користи оглас. Регулаторите во Англија наведуваат дека огласот мора да биде издаден најмалку во еден весник на национално ниво. Ако гарантите (underwriters) (обично водечката банка/банки) не успеат да ги продадат сите акции на инвеститори (без разлика дали е тоа поради лошо одредената цена, промена на пазарните услови, или било која друга причина), тие мора да ги откупат сите непродани акции и тоа по цена на емисијата. Периодот на гарантирање варира, но започнува од денот кога е одредена цената на емисијата (познат како “Impact day”) и продолжува сè до затварање на периодот на запишување (помеѓу една и три недели). Ако емитентот сака да привлече индивидуални инвеститори, мора, да го остави периодот за запишување отворен доволно долго. За покровителот (кој е обично примарен гарант) вообичаено е, оваа гаранција да ја подели помеѓу група на банки, брокери и инвестициони институции (подгаранти), за да го намали ризикот од неуспех. Подгарантите делуваат веднаш по одредувањето на цената. Секој подгарант се договара со главниот гарант да продаде мал дел од емисијата, обично 1% до 2%.

Пласирање. Кога се користи пласирање, акциите на компанијата се продаваат на одредени инвеститори, обично институционални, а кај помалите емисии и на приватни индивидуални инвеститори. Повеќето пласирања се реализирани преку запишување. Рекламирањето на понудата е поддржано од емитентот со нацрт проспектоот и негово презентирање на потенцијалните инвеститори. Индивидуалните (приватни) инвеститори не ги даваат директно своите понуди за купување на понудените акции, туку мора преку брокерот, кој учествува во понудата, да ги дадат своите понуди за купување, со цел да ги добијат бараните акции.

Посреднички понуди. Во посредничките понуди, брокерите и банките (посредници), даваат понуди за купување на акции за сметка на своите индивидуални или мали клиенти. Ова е слично како процесот во САД, каде брокерите ги контактираат своите клиенти и им ги доставуваат информациите за нови емисии. Посредничките понуди им овозможуваат на индивидуалните инвеститори да учествуваат во понудата за купување на акции за кои, во нормални услови, не би имале пристап. Посредничките понуди секогаш се прават заедно со друга форма на понуда.

Претставување. Претставувањата не се нови емисии бидејќи нема зголемување на средства. Во Англија претставувањата се јавуваат како резултат од промената на котирањето на акциите од AIM на LSE. Друг извор на претставувања е котирањето на странски компании на LSE, со кои не се зголемуваат средствата.

4.1.2. Прописи за нови емисии во Англија

Регулаторниот процес за ИПП-и во Англија има 2 компоненти, слични како во САД, Канада и во многу други земји. Постои регулатор за хартии од вредност (Financial Services Authority – FSA)¹¹⁹ во Англија или SEC (Комисија за

¹¹⁹ FSA е англиски финансиски регулатор на брокерски компании, банки, одигурителни компании и други финансиски институции. Основните владини закони се Financial Services Markets Act 2000 („FSMA“), Public Offer of Securities Regulations 1995 (“POS Regulations”) i Companies Act 1985, во кои е вклучена релевантната европска законска регулатива: Admissions Directive (79/279/ЕЕС); Listing Particulars Directive (80/390/ЕЕС како амандман); Prospectus Directive (89/298/ЕЕС); и Interim Reports Directive (1982/121/ЕЕС). Овие директиви биле консолидирани во Directive 201/34/ЕС, кои стапиле на сила во Јули 2001-та година. Во текот на 2002-та год. биле усвоени „Prospectus Directive” – директиви за објавување на проспект кога се нудат акции на јавноста или кога се примаат за тргување.

хартии од вредност) во САД, кој е главен регулатор, и берзите (LSE, NYSE), кои имаат свои сопствени правила за тоа дали компанијата е погодна за котирање. Во скоро сите случаи, доколку компанијата ги исполни барањата од страна на КХВ, ќе ги исполни барањата и на берзата.

Пред 2001-та година, емитентите ги котирале своите акции единствено на LSE. Подоцна, акциите на компаниите за да бидат котирани на официјалната листа, потребно било одобрување од Комисијата за котирање (дел од FSA) и дозвола за тргување од страна на Лондонската берза. Кога и двата процеси ќе се комплетираат, акциите официјално се котирани и со нив може да се тргува на берзата. Во Англија, доколку се реализира јавна понуда на акции (т.е. новоиздадени акции да се продадат на индивидуални и инвестициони инвеститори), проспектот мора да биде одобрен од страна на регулаторните органи, и истиот да биде дистрибуиран. Ако нема јавна понуда, емитентите мора да подготват документација во согласност со барањата на „Listing Particulars”. Во пракса, документите, гледани од страна на инвеститорите, се многу слични.

Закон за финансиски услуги и пазари 2000 (Financial Services and Markets Act 2000-FSMA). FSMA е основен закон кој ги регулира новите емисии на акции. Истиот го заменил Законот од 1986 (Financial Services Act 1986). FSMA е законски акт со широк опсег.¹²⁰

Компетентен авторитет за регулирање на нови емисии на акции (ИЈП-и понуди на права) е UK Listing Authority (UKLA). UKLA ја презема како оваа улогата и така е дел од вработените на Лондонската берза. Ова резултира со мала промена на начинот на кој компаниите во Англија бараат да станат јавно котирани. Компанија која сака нејзините акции да бидат “официјално котирани на берза”, мора да побара од UKLA дозвола нејзините акции да бидат примени на Официјалната листа, и од LSE дозвола нејзините акции да бидат “примени на берзата за тргување”.

Реклама. Еден од клучните аспекти на FSMA е поврзан со рекламирањето на барањето за котација. Во Англија, како и на повеќето Европски пазари,

¹²⁰ Одделот кој е од интерес за овај труд е Дел VI - “Официјална котација”. Во овој оддел законските одредби ги одредуваат обврските и функциите на “компетентни авторитети”; правила за котирање и декотирање на акции, со посебен осврт на котирањето, проспектите и обелоденувањето, потоа, покровителство, маркетинг, и други општи одредби.

емитентите можат да користат широк ранг на рекламни медиуми. Големите емитенти ја користат дури и телевизијата со цел да ја зголемат побарувачката.¹²¹

Покровители и брокери. Сите котираны компании мораат да ангажираат советници. Компаниите кои имаат полна котација на LSE мораат да имаат назначено финансиски советник или брокер. Котираните компании на AIM мораат да имаат „номиниран советник” или „номиниран брокер”. Ако покровителот на компанијата или брокерот поднесе оставка, компанијата мора да назначи нов покровител во рамките на одреден временски период, или да се декотира. Секој од финансиските советници и брокери прима награда за своите услуги, од котираната компанија, кога станува збор за нова емисија, спојување или превземање. После дерегулацијата на индустријата со хартии од вредност во Англија (т.н. ”Big Bang”-во 1986 год.), покровител и брокер на емисијата може да биде една иста фирма. Притоа, многу традиционални банки се споиле со брокери за да создадат интегрирани институции кои ќе им парираат на Американските инвестициони банки.

Јавна понуда на акции (1995). Друг важен закон во Англија е Законот за јавна понуда на акции од 1995-та година. Овој закон ја имплементира Директивата на Европската Комисија за јавни понуди (89/298/ЕЕЦ). Еден од најважните делови на овој закон е тоа „што не се смета за јавна понуда”:

- Понуди на професионалци (лица чија работа инволвира превземање, фондови, управување или располагање со инвестиции),
- Понуди на не повеќе од 50 лица,
- Понуди кои инволвираат поединечни записи (купувања) на минимум 40.000 евра или нивен еквивалент,
- Понуди на Евро - акции, кои вклучуваат понуди:
 - ❖ кои се гарантирани и дистрибуирани од синдикат, од кој барем два нејзини члена имаат нивни регистрирани канцеларии во различни земји или територии;
 - ❖ кои во поголем дел се понудени во една или повеќе земји или територии различни од земјата или територијата каде емитентот го има регистрирано своето седиште; и
 - ❖ преку кредитна институција или друга финансиска институција.¹²²

¹²¹ Во САД не е дозволена реклама на нови емисии.

Скоро сите неанглиски понуди се продадени на англиски професионални инвеститори користејќи ги дозволените исклучоци во Законот за јавна понуда на акции.

4.1.3. Регулатор за котирање во Англија

На 1 Мај 2000-та година, FSA ја презеде одговорноста за регулирање и одобрување на ИП-и и секундарните понуди на акции од Лондонската берза. На тој начин, FSA стана компетентен регулатор за емисија на акции. Улогата и значењето на регулирањето на емисијата на акции не се промени, ниту намали, со трансферот на одговорноста од LSE (Лондонската берза) на FSA. Регулаторните цели на FSA, која делува и како Регулатор за котирање во Англија, се да формулира и примени правила за котирање кои:

1. Ќе обезбедат соодветно ниво на заштита на инвеститорите во котираните акции,
2. Ќе го олеснат пристапот до пазарите на поголем број компании,
3. Ќе го одржат интегритетот и конкурентноста на Англиските пазари за котираните акции.

Кога емитентот го поднесува проспекто на одобрување, истиот се препраќа на соодветна работна група во рамките на UKLA (UK Listing Authority). Оваа група е составена од вработени во FSA со полно работно време, како и од брокери (брокерски куќи), инвестициони банки и адвокатски компании. Групата настојува да обезбеди иницијални коментари (забелешки) во рок од 10 работни дена по приемот. Последователните забелешки одат на повторно одобрување во текот на 5 работни дена.

4.1.4. Барања на берзата во Лондон

Во повеќето случаи (освен ако компанијата се префрлила од AIM или е прекуморска компанија), LSE ќе сака да се сретне со менаџментот на компанијата и со нејзините советници. Овој состанок би се реализирал во време кога компанијата се обраќа до UKLA во врска со нејзиното барање да се котира

¹²² The Euromarket – ISSA Handbook, The International Society of Securities Administrators (ISSA), 1996.

на официјалната листа. Иницијалниот состанок помеѓу берзата и компанијата ѝ овозможува на берзата да го разбере бизнисот, да ги собере потребните информации, да ѝ ги објасни континуираните одговорности на компанијата кога еднаш ќе биде котирана, и да го започне меѓусебниот однос на компанијата, нејзините советници и берзата. Откако Берзата ја загуби својата контролна функција, контактот со Берзата по иницијалниот состанок ќе биде ограничен, сè до самата понуда. Тогаш, водечкиот менаџер (спонзорот-покровителот) ќе треба на Берзата да ѝ ја обезбеди потребната документација, позната како „48-часовна документација“.

„48-часовната документација“ мора да биде поднесена до Берзата не подоцна од 12:00 часот, најмалку два работни дена пред денот кога Берзата треба да го разгледа барањето за добивање дозвола за тргување со акциите. Документацијата вклучува:

- Барање за добивање дозвола за тргување на соодветен образец издаден од Берзата и потпишан од одговорно лице на емитентот,
- Две копии од документите поврзани со емисијата, заедно со записниците од состаноците поврзани со тие документи,
- Копија од одлуката на Одборот на директори за емисијата. Кога, во ова време, не е можно да се поднесе копија од одлуката на Одборот на директори, тогаш до Берзата мора да се достави писмена потврда, од емитентот или негов овластен претставник, за емисијата, и тоа не покасно од 7:00 на денот кога се очекува уписот да биде одобрен.¹²³

4.1.5. Документација

Во Англија, основниот документ, што треба да биде поднесен до UKLA, треба да ги содржи сите информации од проспектот, како и некои дополнителни информации од техничка природа, кои всушност и немаат влијание на одлуката за инвестирање на инвеститорот. Во Англија, документот за понуда мора: „да ги содржи сите информации што инвеститорите и нивните професионални советници најверојатно би ги барале, и логично би очекувале да ги најдат тука,

¹²³ Admission and Disclosure standards, London Stock Exchange, Maj 2001.

за да направат најсоодветна проценка на средствата и обврските, финансиската позиција, профитот, загубите, и перспективите на емитентот на акциите.”¹²⁴

4.1.6. Тековни известувања

Компаниите еднаш котирани на LSE, обврзани се да обезбедуваат благовремени информации, за да можат инвеститорите да донесат соодветни инвестициони одлуки. Како општо правило, компаниите имаат обврска за објавување на ценовно-чувствителни информации без одложување. Инвеститорите во Англиските компании мораат да ја известат Берзата кога ќе остварат 3% учество во акционерскиот капитал.

4.2. Понуди во САД и потврди за странски хартии од вредност

Пазарите за капитал во САД се најголеми, најликвидни, и на многу начини најнапредни во светот. Некои од најголемите инвестициони институции се американски и преку 50% од американските граѓани поседуваат акции или инвестиции поврзани со акции.

Овој дел ги истакнува главните детали на понудата на акции на најголемиот пазар на капитал во светот. Фокусот е на неамериканските емитенти кои ги продаваат акциите на американските пазари и значењето на документацијата и самиот процес на издавање. Тука се наведени и специфични излагања поврзани со маркетингот, синдикатот, алокацијата и стабилизацијата.

Во овој дел се обработени и потврдите за странски хартии од вредност (ПСХВ). Тие се хартии од вредност кои претставуваат странски акции, а се тргуваат на локалната берза. Најпознати ПСХВ се Американските, со кои се тргува на една од Американските берзи, но исто така постојат и глобални ПСХВ, примарно издадени од Азиски компании, и примарно тргувани на Европските берзи. Берзите во Лондон и Луксембург се најважните берзи каде се тргува со ПСХВ. Странските емитенти можат да продаваат акции на Американски инвеститори со јавна понуда или приватен пласман. Во јавните понуди може да учествуваат и индивидуални и институционални инвеститори, и

¹²⁴ POS Regulations, s80 FSMA.

е потребно нивна регистрација кај SEC. Кај приватните пласмани постојат помали барања од страна на регулаторите поради малата база на инвеститори. Приватните пласмани се наменети исклучиво за институционалните инвеститори, потребно е помалку време за нивно комплетирање, и нема потреба за нивна регистрација кај SEC. Скоро сите неамерикански компании користат Американски ПСХВ за да дојдат до Американски инвеститори. Исклучок се емитентите од Канада, кои нудат обични акции како на нивниот домашен пазар, така и во САД.

4.2.1. Федерално законодавство за хартии од вредност

Законот од 1933 (The Securities Act) и Законот од 1934 година (Securities Exchange Act) биле донесени како резултат на непочитување и злоупотреба на системот. Законот од 1933 бил донесен за да обезбеди вистинитост во објавувањата во врска со хартиите од вредност, додека Законот од 1934 година ја регулира индустријата со помош на SEC.

Историјат. За време на претседателствувањето на Теодор Рузвелт (1901-1907 година) се дејствувало против монополите и трустовите. Во 1907 година еруптира финансиска паника на Wall Street, при што, цените на акциите драматично паднале, а многу мали бизниси и банки банкротирале. Берзата била на удар, и во 1909 година Hughes Committee, по извршената истрага, препорачал берзата да се регулира самата себе. Во 1912-та година Конгресот го формира Ријо Committee кој обезбедил средства за воведување на контролни законски прописи, кои биле напишани во почетокот на 30-те години од минатиот век.

Американската економија успеала како резултат на Првата светска војна. Освен кратката рецесија во 1921-та година, кога пазарите на хартии од вредност и на стоки претрпеле тешки загуби, инвестициите земале замав во Американската бизнис заедница (особено на берзата). Во тој период постоел неограничен инвестиционен ентузијазам, кој бил потпомогнат со евтини 10 процентни каматни кредити. Еуфоријата продолжила се до “црниот четврток”, 24 Октомври 1929-та година. После овој ден следела големата депресија.

Три години по крахот, во Ноември 1932-та година, за претседател бил избран Франклин Д. Рузвелт. Во Мај, следната година, Конгресот го донесува Законот за хартии од вредност, (Securities Act 1933). Причините за оваа брза

акција биле следни: прво, Рузвелт имал кампања за финансиски реформи, и второ, Комитетот на Сенатот за банкарски и валутни реформи ја комплетираше 17-месечната студија која открила многу неетички практики (вклучувајќи измами од страна на берзански претставници, банки, официјални работници, и значајни личности од Wall Street). Како резултат на студијата, на 10-ти Април 1933 бил поднесен за усвојување предлог Закон за хартии од вредност. Со брзина невидена до денес, Законот за хартии од вредност, односно Законот од 1933 година бил донесен на 23 Мај 1933-та година, само шест месеци по неговото претставување. Овој закон е темел за многу прописи и правила кои денес ги носат претприемачите. Законот ги регулира документите од два аспекта: (1) регистрирање на акциите пред нивна продажба на јавноста; (2) граѓански и криминални казни за измами поврзани со регистрирање на хартии од вредност.

Една година подоцна, Конгресот го усвојува Законот од 1934-та година (Securities Exchange Act), со кој се носат сите берзи, за прв пат, под владина контрола. Законот од 1934-та година, го регулира:¹²⁵

- (1) регистрирањето на берзите и брокерско-дилерските активности,
- (2) бизнис практиките во индустријата со хартии од вредност.

Понатаму, Законот од 1934-та година ја формира SEC, за да ги администрира двата закона и да ги заштити интересите на инвеститорите и на јавноста.

Закон за хартии од вредност од 1933-та година. Компаниите кои размислуваат за ИПП-а (или друг вид понуда на капитал во САД), ќе бидат најзаинтересирани за Законот од 1933. Овој Закон има две основни цели:¹²⁶

- Инвеститорите да ги добиваат сите важни информации (вклучувајќи ги и финансиските информации) кои се однесуваат на акциите, односно обелоденување на сите извори на информации за компанијата во еднообразни и внимателно подготвени документи наречени проспекти, и,
- Да забранат измама, погрешно претставување и други малверзации при продажбата на акциите.

Филозофијата на обелоденување била објаснета од Претседателот Roosevelt:

¹²⁵ www.sec.gov

¹²⁶ www.sec.gov

„За секоја емисија на нови хартии од вредност која се планира да се продаде меѓудржавно, постои обврска да биде придружена со целосен публицитет и комплетни информации, и ниту еден суштински важен елемент во врска со емисијата не смее да се сокрие од инвеститорската јавност. Ова не упатува на заклучокот дека продавачот исто така треба да биде совесен и да се чува. Но, ова дава поттик за чесно работење со хартиите од вредност, а со тоа и враќање на довербата на јавноста.“

Законот од 1933-та година бара обелоденување од секоја компанија која има намера да продава хартии од вредност надвор од границите на својата држава. Овие обелоденувања се реализираат преку извештаите за регистрирање и проспектите кои се доставуваат до SEC. Извештајот за регистрирање дава повеќе детални податоци за бизнисот, како и финансиски информации за компанијата и за хартиите од вредност кои ќе бидат понудени. *Намерата е да се обезбеди целосно и фер обелоденување на релевантни информации кои ќе му овозможат на инвеститорот да донесе одлука за купување на хартии од вредност, базирана на соодветни и квалитетни информации.* Хартиите од вредност не можат да бидат продадени сè додека не се одобри извештајот за регистрирање. *Спротивно на верувањето, SEC не ја разгледува валидноста на понудата, туку дава само согласност на актот. Валидноста на хартиите од вредност, како и на компанијата која ги издава мора да биде оценета од инвеститорот.* Законот од 1933-та година, исто така содржи и одредби за измами за кои се обвинуваат одговорните лица, директорите, контролирачките акционери, гарантите, и сите оние кои ја потпишале изјавата за регистрирање. Одговорни се, исто така, и експертите кои асистирале при подготовката на изјавата за регистрирање. Граѓанските и кривичните казни се изрекуваат за неточно претставување, намерно искривување на вистинските факти или за неистакнување на одредени податоци во изјавата за регистрирање.

Терминот „**underwriters**” во Законот 1933 се дефинира како „лица кои заедно со емитентот учествуваат во дистрибуирањето на акциите на емитентот на јавноста”.¹²⁷ Терминот **underwriter** е синоним за менаџер (за време на емисијата) и не треба да се меша со “ **underwriters**” во Англиските понуди. Не мораат сите емисии да бидат регистрирани кај SEC. Најзначајните исклучоци се

¹²⁷ Gramer et al., 2001:2.

приватните пласмани на ограничен број индивидуалци или институции; и на многу мали понуди (помалку од 1 милион \$).

Закон од 1934 (Securities Exchange Act). Додека Законот од 1933, во основа се однесува за нови емисии, целта на овој закон била да воспостави правила кои се однесуваат на јавни компании, правила и прописи за регулирање на индустријата за хартии од вредност, и обезбедување на примена на директивите од законите поврзани со работата со хартии од вредност. Овој закон ја создаде SEC, давајќи и широки овластувања над сите аспекти од оваа индустрија. Најголемата моќ, доделена на SEC согласно Законот од 1934, е во врска со регистрирањето, регулирањето на прекуморските брокерски компании, трансфер агентите и агенциите за порамнување (клиринг агенциите), како и на берзата и другите саморегулирачки организации. Овој Закон содржи и барање за периодично известување од страна на котираните компании и други фондации со корпоративно управување.

Други позначајни прописи. Други федерални законски прописи кои регулираат дел од индустријата за хартии од вредност, се однесуваат на:

➤ Public Utility Holding Company Act од 1935-та година, кој наложува регистрирање на сите јавно поседувани компании и комунално услужни компании;

➤ Trust Indenture Act од 1939-та година, кој бара објавување на релевантни информации при емисија на корпоративни обврзници и други должнички инструменти;

➤ Investment Company Act од 1940-та година, кој наложува регистрирање и регулирање на инвестиционите компании и заедничките фондови, како заштита на инвеститорите;

➤ Investment Advisors Act од 1940-та година, кој предвидува регистрирање и регулирање на работата на инвестиционите советници;

➤ Амандмани на Законот за хартии од вредност од 1964-та година, кои се резултат на специјалната студија на SEC за пазарите на хартии од вредност. Овие амандмани ги прошириле основните закони за хартии од вредност, и меѓу другото наметнале барања за обелоденување на сите ценовно чувствителни информации, како и подетално регулирање на работата на брокерите и дилерите.

➤ Securities Investor Protection Act од 1970-та година - ја основал корпорацијата за заштита на инвеститорите во хартии од вредност, која ја надгледува ликвидацијата на фирмите кои се занимаваат со хартии од вредност, како и, наплатата на побарувањата од страна на нејзините клиенти.

4.2.2. Потврди за странски хартии од вредност (ПСХВ)

Потврдите за странски хартии од вредност (ПСХВ) претставуваат погоден механизам за трансфер на сопственоста, примање на дивиденди и други рутински трансакции на странски хартии од вредност. Постојат два основни вида на ПСХВ: ADR и GDR. ADR се номинирани и се тргуваат во американски долари на пазарите во САД (било на берзите или на OTC пазарите), додека GDR можат да бидат номинирани во долари, но исто така и во фунти и било која друга валута, како што е еврото. GDR секогаш се котираат или во Лондон или во Луксембург. Принципите на работа се исти.

ПСХВ се издадени од страна на „депозитна банка“, која за возврат ги држи акциите во залог. Депозитниот субјект делува како трансфер агент за ПСХВ, ги дистрибуира дивидендите во долари (или фунти или евра) и ги дистрибуира корпоративните информации, како што се годишните извештаи и сметките на имателите на ПСХВ. Позначајни депозитни банки се Bank of New York, Morgan Guaranty, Citibank и Deutsche Bank..

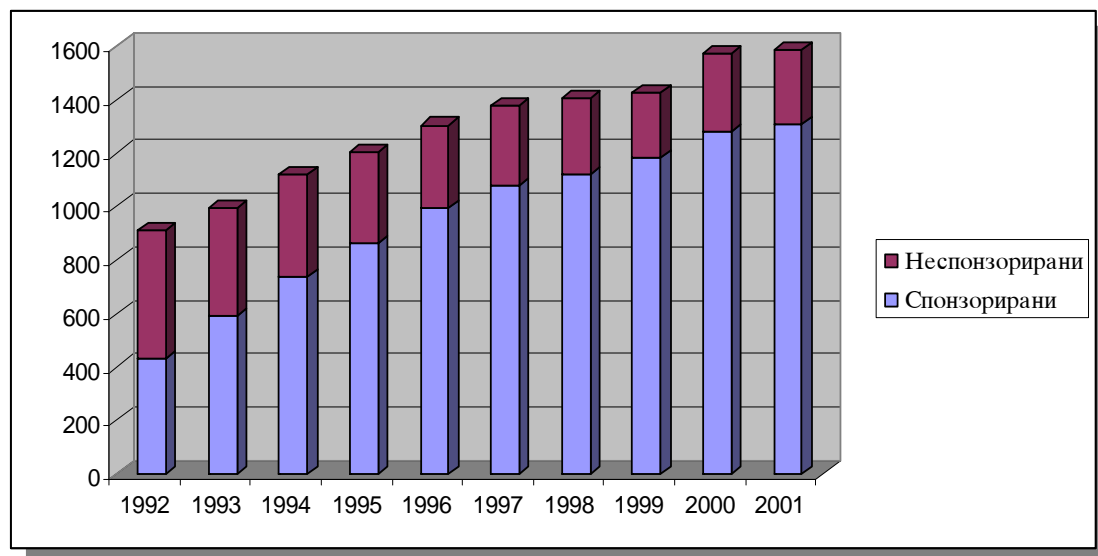
Предностите за емитентите на овие потврди се: можноста за пристап до поширока база на акционери и зголемена ликвидност надвор од домашниот пазар на компанијата; зголемена можност за обезбедување на нов капитал (во САД-ADR и меѓународно-GDR).

Спонзорирани и неспонзорирани ПСХВ

ПСХВ можат да бидат издадени со или без соработка со фундаменталната компанија. Повеќето програми на „неспонзорирани“ ПСХВ биле воспоставени за време на 1970-те и 1980-те години од депозитни банки, за да ја задоволат побарувачката на инвеститорите. Неспонзорираните програми тргуваат на пазар преку шалтер и не бараат никаква активност на компанијата, ниту во време кога програмата е воспоставена ниту во годините што следат.

Спонзорираниите програми се воспоставуваат во соработка со емитентот и можат да дојдат во различни форми (Ниво 1; Ниво 2; Ниво 3; Правило 144а).

Графикон 9. Вкупно спонзорирани и неспонзорирани ADR програми (1992-2001)



Извор: Geddes R., (2005), "IPOs&equity offerings"

Бенефити за емитентот. Еден од најзначајните бенефити е дека емитентот обезбедува пристап до важен дополнителен извор на капитал. Ако издавачот на ПСХВ нема потреба од нов капитал, програмата за ПСХВ сèуште обезбедува изложување на нова група инвеститори, зголемувајќи ја вкупната побарувачка за нејзините акции и можно зголемување на цената на нејзините акции. Со издавање на ПСХВ-и, вработените во компанијата, на тој пазар би можеле полесно да земат учество во компензационите шеми. ПСХВ-и можат да го зголемат имиџот на емитентот надвор од неговата земја со незначително зголемување на трошоците.

Вкрстеното котирање на една од најголемите меѓународни берзи (Лондон или Њу Јорк) значително ќе ја зголеми „присутноста“ на емитентот. Компанија која е котирана на NYSE обично е „следена“ од шест истражувачки аналитичари. Компанијата обезбедува уште повеќе аналитичари, ако притоа, ги зголемува фондовите. Бројот на насловните страници на печатот, каде се пишува за компанијата, исто така се зголемува. Во годините кои следат по котирањето во Њу Јорк, бројот на споменувањето на емитентот во Wall Street Journal се зголемува за околу 32%. Но насловните страни не се случуваат само во рамките на границите на САД. Компаниите што котираат на NYSE, се истовремено цитирани и во Financial Times (нивните цитати се зголемуваат за

околу 78%), а домашните весници креираат дополнителни шест написи годишно (зголемување од 37%).¹²⁸

Кога странска компанија ги котира своите акции или ПСХВ-и на берзата во Лондон, исто така го зголемува бројот на аналитичари иако не со ист процент. Во просек 3,4 дополнителни истражувачки аналитичари започнуваат да ја коментираат компанијата, што претставува пораст од 48%. Исто така има пораст од 49% на цитатите за компаниите во Financial Times.

Бенефити за инвеститорот. Хартиите од вредност, во меѓународното инвестирање создаваат доста тешкотии: порамнување, конверзија на валути при примањето на дивиденди, тек на информации и др. ПСХВ-и се котираат во долари, фунти, или евра, во зависност од тоа каде се издадени и за каде се наменети. ПСХВ-и го следат вообичаеното правило - да се појават на оној пазар каде се котирани или, ако станува збор за OTC - на пазар каде со нив се тргува. Така, ADR-и котирани на една од Американските берзи имаат период на порамнување од три дена после денот на тргување.¹²⁹ За институционалните инвеститори, купувањето на ADR-и може да ги елиминира трошоците за меѓународно старателство (custody). Ако инвеститорот сака, може да ги откаже ПСХВ-и и да ги прими назад основните акции (претходно дадени под залог за издавање на ПСХВ-и).

4.2.3. Видови потврди за странски хартии од вредност

Потврдите за странски хартии од вредност можат да се издадат кога компанијата реализира ИЈП-а, или на некој друг датум, кога ќе одлучи дека котирањето на една од големите берзи е важно.

Ниво 1: Тргување со ADR преку шалтер

Кога компанијата едноставно се обидува да го зголеми бројот на акционери, без зголемување на акционерскиот капитал, може да издаде, Ниво 1 или Ниво 2 ADR -и. Ниво 1 ADR -и е наједноставен метод на компании кои се обидуваат да привлечат нови акционери. Ниво 1 ADR -и, во САД се тргуваат преку шалтер и може да бидат котирани на некои неамерикански берзи. Кога се издадени во САД, постојат само минимални барања од страна на SEC и компаниите не мораат да ги објавуваат своите финансиски извештаи во согласност со

¹²⁸ Baker, Nofsinger и Weaver, 1999.

¹²⁹ Попознато како T+3.

Американските GAAP. Цените на Ниво 1 ADR -и се објавуваат во дневниот весник „Pink sheets”, како и на сите хартии од вредност кои се тргуваат во САД. Компаниите може да привлечат 5% до 10% од своите акционери со Ниво 1 програмата. Компаниите кои сакаат да привлечат странски инвеститори, можат да пристапат кон Ниво 2 ADR програмата, која подразбира котирање на нивните акции на една од најголемите меѓународни берзи.

Ниво 2: Котирани потврди за странски хартии од вредност

Ниво 2 ADR -и се хартии од вредност кои не се котираат и тргуваат ниту на Nasdaq ниту на Њујоршката берза. За нив е потребна регистрација и доставување на годишни извештаи до SEC, како и усогласување на најважните финансиски извештаи со Американските GAAP. Нема никакво ограничување на купување и продавање на Ниво 2 Американски ПСХВ-и, и со нив се тргува како и со обичните акции. Бројот на котирани ADR -и во САД се зголемува за околу 11% годишно од 90-те години на минатиот век.

Основните документи потребни за воспоставување на Ниво 2 ADR -и програмата, како и за нејзино подоцнежнo функционирање се:

- Извештај за регистрирање,
- Годишен извештај, кој вообичаено ги вклучува годишните извештаи, дискусиите и анализите на менаџерите за финансиските резултати, финансиските извештаи и усогласувањето на финансиските извештаи со Американските GAAP,
- Извештаи за одредени настани кои се објавени на домашниот пазар и доставени до SEC.

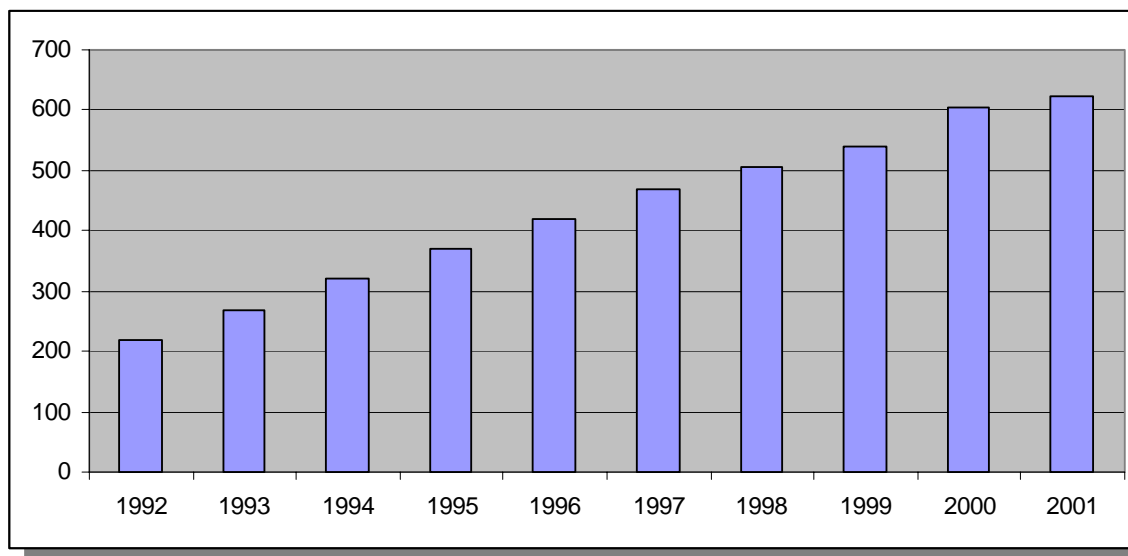
Од донесувањето одлука за воспоставување на ADR програма до првиот ден на тргување на Американската берза, на Ниво 2 ADR програмата потребни се околу три месеци. Паметните компании го комбинираат воспоставувањето на Ниво 2 програмата со директната меркетиншка програма насочена кон Американските инвеститори.

Ниво 3: Зголемување на капиталот со ADR -и

Ниво 3 ADR-и е Ниво 2 ADR -и комбинирано со едновремено зголемување на капиталот. Тоа може да биде ИЈП-а за компанијата или последователно издавање на акции. Со оглед на тоа што компанијата превзема јавна понуда кога ја воспоставува Ниво 3 програмата, потребно е да се изготви и да се достави

извештај до SEC за регистрирање, со што хартиите од вредност се квалификуваат за инвестирање.¹³⁰

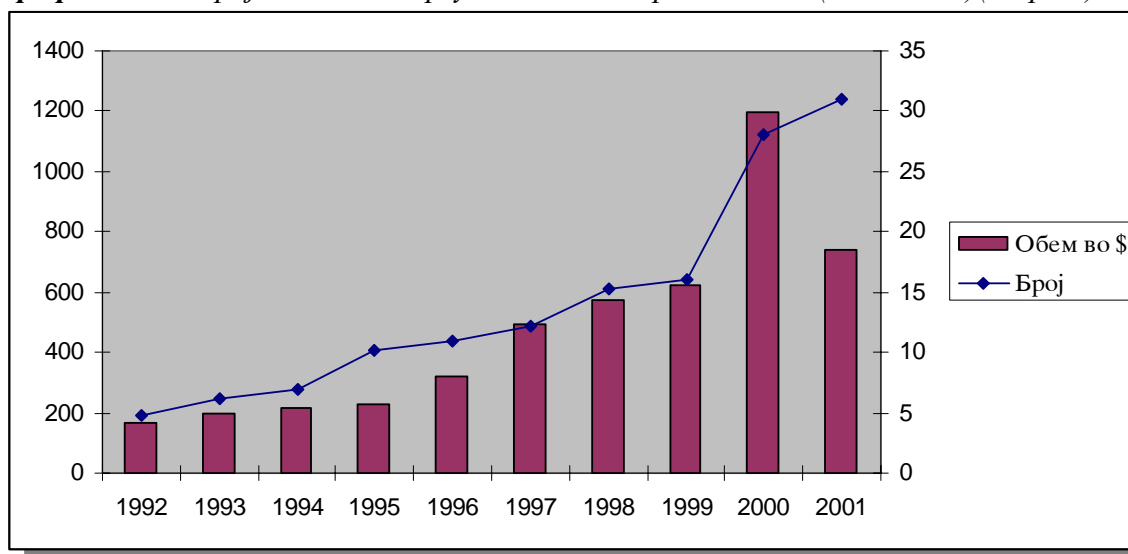
Графикон 10. Број на котирани ADR -и програми (1992-2001)



Извор: Bank of New York

Кога неамериканска компанија ја комплетира понудата на нови акции, дел од акциите кои ќе бидат продадени како ПСХВ на Американскиот или на меѓународниот пазар, ги доставува до депозитната банка (локално старателска-custody), во време на затварањето на понудата. Тогаш, депозитната банка ќе издаде соодветни ПСХВ и ќе ги испорача истите до членовите на синдикатот, а овие пак, ќе ги достават до инвеститорите.

Графикон 11. Број и обем на тргување на котирани ПСХВ (1992-2001)(млрд.\$)



Извор: Bank of New York

¹³⁰ Воспоставувањето на програмата е се врши со соодветен формулар т.н. F-6.

Многу меѓународни понуди на Американските инвеститори им даваат можност на избор: дали да купат ADR -и или обични акции.

Правило 144а за ADR -и

Правилото 144а за ADR-и програмите, обезбедува зголемување на капиталот преку приватна понуда на ПСХВ-и на големи институционални инвеститори во САД. Треба да се има предвид дека SEC добива копија од проспектот кој се користи кај понудата согласно Правилото 144а, но истиот не го анализира ниту пак го одобрува. Правилото 144а за ADR -и е најбрзо за воспоставување, и трае само шест недели (споредено со 12 недели за Ниво 2 и Ниво 3 програмите).

Глобални потврди за странски хартии од вредност (GDR)

Глобалните ПСХВ можат да се тргуваат на повеќе странски берзи (надвор од земјата на емитентот). Повеќето глобални ПСХВ се од компании од Африка и Азија и се тргуваат на Лондонската берза. Комисијата за котирање во Англија и Лондонската берза имаат специјални тимови за анализа и котирање на глобалните ПСХВ.

За да се котираат на Англиската берза, компаниите мора да бидат најмалку 3 години стари. Глобалните ПСХВ мора да имаат пазарна капитализација од минимум 700.000 фунти и 25% од ПСХВ мора да бидат во сопственост на неповрзани субјекти (free float). За комплетно котирање, мора да се изготви проспект кој ќе биде одобрен од UKLA. Компаниите кои сакаат да ги котираат глобалните ПСХВ на берзата во Луксембург ќе се соочат со нешто полесни услови.

4.2.4. Механизми на тргување

Инвеститор кој сака да купи ПСХВ, му приоѓа на неговиот брокер на сосема вообичаен начин, без разлика дали станува збор за брокер-дилер од компанија која нуди комплетна услуга, дисконтна фирма, или преку интернет. Откако налогот ќе биде даден, брокерот-дилер има две можности:¹³¹

1. Да купи ПСХВ на локалниот пазар,

¹³¹ Arkebauer James B., (1998), "Going public"

2. Да купи акции на домашниот пазар, кои ќе служат како залог, врз основа на кој ќе се издадат ПСХВ наменети за клиентот.

Изборот дали да се купат постојни ПСХВ или да се издадат нови, зависи од расположивоста, цените и пазарните услови на двата пазари. Кога купувањето на ПСХВ, согласно наведените услови е полесно да се реализира на пазарот на ПСХВ-и, тогаш купувањето се одвива на тој пазар. Но, ако на тој пазар има недоволно тргување со ПСХВ, можеби поефикасно, а и поетино е да се оди на емисија на домашниот пазар. Да се претпостави дека Американски клиент сака да купи 1.000 ПСХВ од Vodafone. Клиентот го повикува својот брокер, му го доставува својот налог и потребниот износ во долари. (Брокерот ја избира втората варијанта). Потоа, неговиот локален брокер ја повикува неговата подружница во Лондон или својот коресподентен брокер. Лондонската подружница купува 10.000 акции од Vodafone на пазарот и бара тие акции да бидат доставени до старателската депозитната банка во таа земја. Купува 10.000 акции, бидејќи секоја ПСХВ издадена од Vodafone претставува 10 обични акции од компанијата. Кога трансакцијата е порамнета, старателската банка ја известува депозитната банка, која потоа ги издава ADR-и и ги испорачува до брокерот кој ја иницирал трансакцијата. Потоа, ADR -и физички можат да бидат доставени до Американскиот клиент, или да бидат чувани, во електронска форма, од страна на неговиот брокер.

4.3. Анализа на ИЈП активностите на Европските берзи во период 2001-2008

Кога се анализираат ИЈП активностите на Европските берзи, ќе се увиди дека, за разлика од порано, кога берзанските трендови на Европските берзи се разликувале меѓу себе, во периодот 2001-2008 има многу слични трендови кај овие берзи.

Табела 27. ИЈП-и во Европа во период 2001-2008

(во мил.евра)

	2001		2002		2003		2004		2005											
	Број	%	Вредност	%	Број	%	Вредност	%	Број	%	Вредност	%								
Main Market	-	-	-	-	-	-	13	8,8	2.813	41,6	32	7,4	4.775	17,3	41	6,8	12.521	24,7		
AIM	-	-	-	-	-	-	81	55,1	1.350	20,0	273	63,0	3.534	12,8	311	51,6	6.011	11,9		
PSM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	0,3	56	0,1		
London Stock Exchange (Total)	137	44,3	11.561	34,6	91	52,3	5.070	44,1	94	63,9	4.163	61,6	305	70,4	8.309	30,0	354	58,7	18.588	36,7
Euronext (Main)	52	16,8	10.555	31,6	32	18,4	2.651	23,1	29	19,7	145	2,1	42	9,7	8.474	30,6	26	4,3	16.168	31,9
Euronext (Alternext)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14	2,3	83	0,2		
Euronext (Marche Libre)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	1,4	12	-	25	4,1	68	0,1		
Euronext (total)	52	16,8	10.555	31,6	32	18,4	2.651	23,1	29	19,7	145	2,1	48	11,1	8.486	30,7	65	10,7	16.319	32,2
Greek Stock Exchange	11	3,6	805	2,4	13	7,5	59	0,5	0	-	0	0,0	2	0,5	5	-	2	0,3	29	0,1
Stockholm Stock Exchange	26	8,4	1.062	3,2	10	5,7	948	8,2	3	2,0	0	0,0	5	1,2	90	0,3	8	1,3	392	0,8
Borsa Italiana	20	6,5	3.139	9,4	8	4,6	973	8,5	5	3,4	493	7,3	8	1,8	2.481	9,0	15	2,6	2.400	4,7
Deutsche Borse (Main)	25	8,1	2.684	8,0	6	3,4	208	1,8	1	0,7	-	-	5	1,2	1.818	6,6	19	3,2	3.515	6,9
Deutsche Borse Open Market)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5	1,2	-	-	20	3,3	51	0,1
Deutsche Borse (Entry Standard)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	0,7	27	0,1
Deutsche Borse (Total)	25	8,1	2.684	8,0	6	3,4	208	1,8	1	0,7	-	-	10	2,3	1.818	6,6	43	7,2	3.593	7,1
Swiss Stock Exchange	8	2,6	2.472	7,4	5	2,9	1.355	11,8	2	1,4	0	0,0	4	0,9	408	1,5	10	1,7	2.137	4,2
Austrian Stock Exchange	6	1,9	179	0,5	3	1,7	16	0,1	6	4,1	1.002	14,8	1	0,2	7	-	7	1,2	1.162	2,3
Madrid Stock Exchange	3	1,0	3.055	9,2	2	1,1	1.499	13,0	2	1,4	837	12,4	3	0,7	2.415	8,7	1	0,2	157	0,3
Oslo Bors	13	4,2	1.940	5,8	5	2,9	67	0,6	3	2,0	47	0,7	2	0,5	292	1,1	30	5,0	1.391	2,7
Luxembourg (Main)	3	1,0	476	1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	8	1,8	380	1,4	18	3,0	1.459	2,9
Luxembourg (EuroMTF)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13	2,2	616	1,2
Luxembourg (Total)	3	1,0	476	1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	8	1,8	380	1,4	31	5,2	2.075	4,1
Copenhagen Stock Exchange	4	1,3	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	0,5	-	-	3	0,5	766	1,5
Warsaw Stock Exchange	-	-	-	-	-	-	-	-	6	4,1	76	1,1	36	8,3	2.988	10,8	35	5,8	1.740	3,4
Ireland (Main)	2	0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	0,5	681	2,5	-	-	-	-
Ireland (IEX)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	0,5	12	-
Ireland (Total)	2	0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	0,5	681	2,5	3	0,5	12	-
Вкупно	309		33.385		174		11.498		147		6.763		433		27.679		603		50.677	

ИЈП-и по поделни пазари се прикажани и во случај на двојно котирање, но тоа во збирот е нетирано

продолжува...

Табела 27. ИЈП-и во Европа во период 2001-2008

	2006		2007		2008		2006		2007		2008	
	Број	%	Вредност	%	Број	%	Вредност	%	Број	%	Вредност	%
Main Market	97	11,6	27.683	31,5	99	12,1	27.641	34,3	38	11,3	7.137	51,1
AIM	325	38,8	13.618	15,5	220	26,9	9.537	11,9	58	17,2	1.423	10,2
PSM	4	0,5	881	1,0	5	0,6	1.909	2,4	2	0,6	255	1,8
SFM	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	0,3	69	0,5
London Stock Exchange (Total)	426	50,8	42.182	48,0	324	39,6	39.087	48,6	99	29,4	8.884	63,7
NYSE Euronext (Eurolist)	49	5,8	20.805	23,7	40	4,9	7.563	9,4	16	4,7	2.466	17,7
NYSE Euronext (Alternext)	53	6,3	461	0,5	39	4,8	445	0,6	7	2,1	31	0,2
NYSE Euronext (Marche Libre)	32	3,8	21	0,0	48	5,9	24	0,0	42	12,5	4	0,0
NYSE Euronext (Total)	134	16,0	21.287	24,2	127	15,5	8.032	10,0	65	19,3	2.501	17,9
Greek Stock Exchange	2	0,2	612	0,7	3	0,4	479	0,6	0	0,0	0	0,0
Borsa Italiana	21	2,5	4.330	4,9	29	3,5	3.943	4,9	6	1,8	129	0,9
Deutsche Borse (Main)	38	4,5	6.278	7,1	28	3,4	6.734	8,4	2	0,6	324	2,3
Deutsche Borse (Open Market)	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Deutsche Borse (Entry Standard)	51	6,1	719	0,8	34	4,2	250	0,3	10	3,0	6	0,0
Deutsche Borse (Total)	89	10,6	6.997	8,0	62	7,6	6.984	8,7	12	3,6	330	2,4
Austrian Stock Exchange (Wiener Borse)	7	0,8	1.715	2,0	6	0,7	1.427	1,8	0	0,0	0	0,0
BME (Spanish Exchanges)	10	1,2	2.969	3,4	12	1,5	10.084	12,5	1	0,3	292	2,1
Oslo Bors & Axess	15	1,8	1.457	1,7	37	4,5	1.993	2,5	14	4,2	65	0,5
Luxembourg (Main)	0	0,0	0	0,0	1	0,1	0	0,0	4	1,2	18	0,1
Luxembourg (EuroMTF)	25	3,0	1.355	1,5	18	2,2	1.401	1,7	15	4,5	267	1,9
Luxembourg (Total)	25	3,0	1.355	1,5	19	2,3	1.401	1,7	19	5,6	285	2,0
WSE (Main)	38	4,5	1.045	1,2	80	9,8	1.980	2,5	30	8,9	2.455	17,6
WSE (NewConnect)	0	0,0	0	0,0	24	2,9	41	0,1	61	18,1	47	0,3
WSE (Total)	38	4,5	1.045	1,2	104	12,7	2.021	2,5	91	27,0	2.502	17,9
OMX (Main)	45	5,4	2.503	2,8	35	4,3	2.301	2,9	10	3,0	152	1,1
OMX (First North)	14	1,7	345	0,4	50	6,1	837	1,0	16	4,7	56	0,4
OMX (Total)	59	7,0	2.848	3,2	85	10,4	3.138	3,9	26	7,7	208	1,5
SWX (SIX Swiss Exchange)	9	1,1	1.022	1,2	10	1,2	1.975	2,5	6	1,8	169	1,2
ISE (Ireland Main)	1	0,1	502	0,6	1	0,1	1.495	1,9	1	0,3	0	0,0
ISE (Ireland IEX)	7	0,8	95	0,1	9	1,1	183	0,2	0	0,0	0	0,0
Ireland (Total)	8	0,9	597	0,7	10	1,2	1.678	2,1	1	0,3	0	0,0
Вкупно	838		87.849		819		80.473		337		13.957	

ИЈП-и по поделни пазари се прикажани и во случај на двојно котирање, но тоа во збирот е нетирано

Нема расположиви податоци за поделните берзи во OMX (Copenhagen, Helsinki, Stockholm, Iceland, Tallin, Riga и Vilnius Stock Exchange)

Табела 28. ИЈП активности на берзите во Европа* во период 2001 - 2008

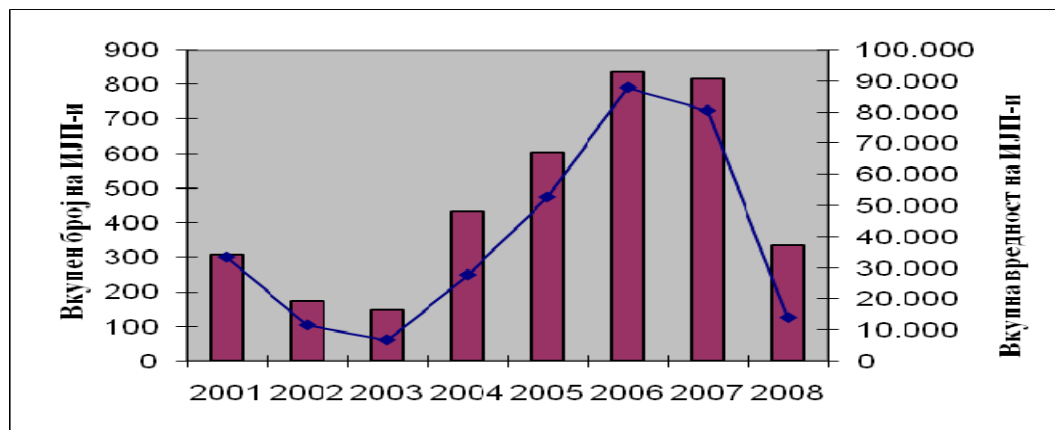
Год.	Број на ИЈП-и			Обем на ИЈП-и (мил.евра)			Прос. вредност по ИЈП-а	% на пром.
	Без инв. комп.	Инв. комп.	% на пром.	Без инв. комп.	Инв. комп.	% на пром.		
2001	309			33.385			108	
2002	174		-43,7	11.498		-65,7	66	-38,8
2003	147		-15,6	6.763		-41,2	46	-30,3
2004	433		195,0	27.679		309,5	64	38,9
2005	603		39,3	50.677		83,1	87	36,7
2006	672	166	39,0	65.736	22.113	73,4	105	20,0
2007	700	119	-2,3	64.377	16.096	-8,4	98	-6,2
2008	287	50	-58,8	9.929	4.028	-82,7	42	-57,5

Извор: www.pwc.co.uk

*Берзи во Европа - види табела 27 (каде се наведени берзите/пазарите во Европа)

После врвот во 2000-та година на берзите во Шведска, Италија и Лондон, кој кореспондирал со технолошкиот бум, во наредните три години се забележува намалување, како на бројот на реализирани трансакции, така и на износот на новоемитирани средства, рефлектирајќи ја загубата на довербата во пазарите на капитал на светско ниво, како резултат, меѓу другото, и на терористичкиот акт од 11 Септември 2001 во Америка (види графикон 12).

Графикон 12. ИЈП активности на берзите во Европа* во период 2001-2008



*Берзи во Европа - види табела 27

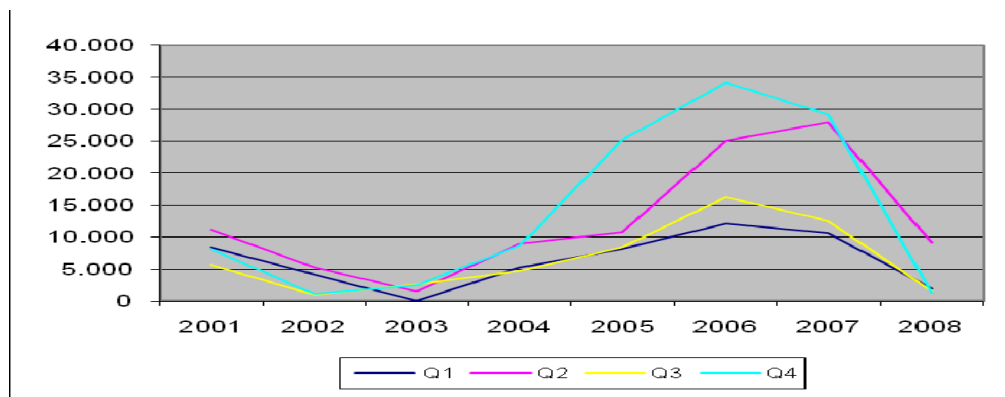
Табела 29. Број и вредност на ИЈП-и на пазарите во Европа* по квартали

Година	Број на ИЈП				Вредност на ИЈП (млн. ЕУР)			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2001	66	114	73	56	8.414	11.140	5.725	8.106
2002	36	66	35	37	4.139	5.247	1.013	1.099
2003	15	23	36	73	76	1.565	2.701	2.421
2004	57	100	119	157	5.247	9.035	4.717	8.680
2005	98	169	128	208	8.143	10.778	7.487	24.269
2006	164	231	152	291	12.129	25.175	16.337	34.208
2007	142	259	183	235	10.667	28.000	12.624	29.182
2008	72	133	68	64	1.942	9.171	1.606	1.238
2009	18	28	44		9	456	1.799	

Извор: www.pwc.co.uk

*пазари во Европа – види табела 27

Графикон 13. Вредност на ИЈП-и на пазарите во Европа* по квартали



*пазари во Европа – види табела 27

Новите емисии во 2002 година беа поразителни. Бројот на ИЈП-и на примарниот пазар на капитал во Европа падна за приближно 44%, од 309 во 2001 година на 174 во 2002. Вкупниот износ на средства обезбедени преку ИЈП-и падна за 65,6% во споредба со 2001 година, од 33.385 милиони на 11.498 милиони евра. Глобалниот тренд не беше резултат само на намалениот број на нови емисии туку и на намалувањето на просечниот износ на понудите споредено со 2001 година (од 108 милиони евра на 66 милиони евра по ИЈП-а). Лондонската и Euronext берзата го зголеми својот пазарен удел во однос на 2001 година од 44% на 52%, односно од 17% на 18% последователно, во однос на бројот на ИЈП-и, додека Германската берза го намали својот пазарен удел од 8% на 3%. AIM беше најуспешна берза за помали компании во Европа. Во текот на 2001 и 2002 година, во Лондон се реализираа најголемите нови котирања и по

број и вредносно. Намалувањето на бројот на нови емисии во Лондон изнесува 34% во споредба со просечното намалување на Европските главни берзи од 44%. Како резултат на тоа доаѓа до зголемување на пазарното учество на Лондон од 52% во споредба со 44% во 2001 година.

Втора најактивна берза е Euronext, каде доаѓа до намалување на бројот на ИЈП-и за 38%, а вредносно за 75%, во однос на 2001. Пазарното учество на Euronext (во однос на бројот на реализирани ИЈП-и) од 17% во 2001 година се зголемува на 18% во 2002 година. Берзата во Германија доживува големо намалување како на бројот на ИЈП-и, така и вредносно (76% односно 92%, последователно). Нејзиното пазарно учество од 8% се намали на 3%, делумно како резултат на затварањето на Neuer Markt. Во 2002 година Луксембург, Копенхаген и Даблин немаа ИЈП-и. Секторите банкарство, производство и преработка на храна, осигурување, производство и дистрибуција на нафта и гас, се единствените сектори каде има зголемување на бројот на ИЈП-и споредено со 2001 година. Најголемо намалување на бројот на ИЈП-и, од 29 во 2001 година на само 12 во 2002 година (намалување за цели 59%) се случи во секторот за компјутерски и софтверски услуги.

Друг тренд, вреден за истакнување е дека секторот рударство го задржа бројот на нови ИЈП-и на исто ниво како и во 2001 година (14), а како резултат на тоа го зголеми своето учество во новите ИЈП-и од 4,5% во 2001 година на 8% во 2002 година.

Табела 30. Десет најголеми ИЈП во Европа* во 2002

Компанија	2002	
	Обем на понуда (во мил.евра)	Берза
ASF	2.477	Euronext
Xstrata	1.348	London and Swiss SE
HMV	988	London
Enages	917	Madrid
Willial Hill	791	London
Banesto	582	Madrid
Wood (John)	455	London
Burberry	406	London
Pirelli & Co Real Estate	368	Borsa Italiana
ASM Brescia	333	Borsa Italiana
Вкупно	8.665	

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*пазари во Европа – види табела 27

Првите 10 ИЈП-и во 2002 година учествуваа со 75% од вкупниот обем на новите понуди споредено со 66% во 2001 година. Но, и покрај тоа, вкупниот обем на првите десет ИЈП-и во 2002 година претставува 61% намалување во споредба со десетте најголеми ИЈП-и во 2001 година.

Табела 31. Десет најголеми ИЈП во Европа во 2001*

Компанија	2001	
	Обем на понуда (во мил.евра)	Берза
Orange	4.550	Euronext and London
Friends Provident	3.675	London
Credit Agrikole	2.949	Euronext
Inditex	2.079	Madrid
Converium Holding	1.950	Swiss SE
Snam Rete Gas	1.915	Borsa Italiana
Statoil	1.776	Oslo Bors
Michael Page International	1.090	London
Deutsche Borse	1.001	Deutsche Borse
JC Decaux	1.000	Euronext
Вкупно	21.985	

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*пазари во Европа – види табела 27

Берзите и пазарните сегменти тековно се подложни на структурни промени, создавање на сојузи, спојувања, кои се прават за да се понудат пониски трошоци на тргување и порамнувања за сите хартии од вредност. Овие промени се резултат на зголемена конкуренција поради интернационализацијата на инвестирањето, технолошките предности и креирањето на Европската Економска Заедница.

Најважни случувања во Европа се:

- Euronext – е формиран 22 Септември 2000, по спојувањето на берзата во Амстердам, Брисел и Париз, со цел да ги искористи предностите на усогласување на финансиските пазари на Европската унија. Во Декември 2001 година, Euronext се стекна и со акциите на LIFFE (Лондонските меѓународни финансиски фјучерси и опции за размена). Во 2002 година, групата се спојува со португалската берза Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP) и се преименува во Euronext Lisbon.

- Newex – сојуз помеѓу берзата во Копенхаген, Стокхолм, Осло за создавање на Нордиска берза.
- Newex – нова берза на која делуваат берзите од Германија и Виена. Има за цел создавање пазар за компании од Централна и Источна Европа.

Обем на тргување. Во Европа, Лондон и Euronext продолжија да доминираат во прометот, остварувајќи заедно 67% од целокупното тргување (во 2001 – 66%). Вкупната пазарна капитализација на најголемите европски берзи во 2002 година, во споредба со 2001 година, во просек се намали за 23%. Исклучок од ова е Берзата во Германија, каде намалувањето на пазарната капитализација изнесува 45%.

Во 2002 година NASDAQ се соочи со големо намалување на обемот на тргување во споредба со 2001 година, додека NYSE беше релативно стабилна – согласно природата на хартиите од вредност со кои се тргува на пооделните берзи. Тргувањето на NASDAQ беше под силно влијание на намалениот интерес за технолошките активности.

Анализата покажува дека ликвидноста на NYSE е во согласност со вкупната ликвидност на пазарите на капитал во Европа.

Табела 32. Обем на тргување во Европа и Америка во 2001 и 2002 год.*

Пазари на капитал	Обем на тргување (во .000 млрд.евра)		% промена
	2002	2001	
Европа	9,4	11,3	-16,81
Nasdaq	6,8	10,9	-37,61
NYSE	10	10,5	-4,76

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*пазари во Европа – види табела 27

Табела 33. ИЈП- во Европа и Америка во 2001 и 2002 год.*

	ИЈП-и во 2002	Вредност на понуда (мил.евра)	ИЈП-и во 2001	Вредност на понуда (мил.евра)
Вкупно Европа	174	11.498	309	33.385
AMEX	4	64	3	24
Nasdaq	51	3.939	61	4.861
NYSE	37	20.421	38	34.806
Вкупно Америка	92	24.424	102	39.691

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*пазари во Европа – види табела 27

Иако AMEX, Nasdaq и NYSE имаа вкупно 47% помалку ИЈП-и во споредба со Европските берзи, вредноста на агрегатната понуда беше повеќе од 100% поголема. Вкупниот обем на понуди на AMEX, NASDAQ и NYSE беше помал за 38% (од 39.691 милиони евра во 2001 на 24.424 милиони евра во 2002). Најголем дел од ова намалување се должи на намалувањето на обемот на ИЈП-и на NYSE каде има намалување за преку 40% (од 34.806 милиони евра во 2001 на 24.424 милиони евра во 2002 година).

Првиот квартал од 2003 година претставува мрачна слика за главните Европски пазари кои скоро се затворија поради огромното намалување на бројот и вредноста на нови ИЈП-и. Во првиот квартал од 2003, на Европските главни пазари, се реализираа само 15 ИЈП-и, што претставува намалување од 58% во споредба со 36 ИЈП-и во првиот квартал од 2002, односно намалување од 59% од последниот квартал во 2002 (37 ИЈП-и). Најголемиот дел од вредноста на ИЈП-и реализирани во првиот квартал од 2003 отпаѓа на понудата на Италијанската енергетска компанија Meta, вредна 62 милиони евра. Без оваа понуда, агрегатниот износ на новоемитираните средства ширум Европа би изнесувал само 12 милиони евра.

*“Поради слабата доверба во пазарите, како и нестабилноста што ја носи војната во Ирак, очекувавме намалување на ИЈП активностите, но сегашното намалување е многу полошо од предвиденото. Главните Европски ИЈП пазари во суштина се затворени. Сè додека не се поврати довербата, компаниите треба да бараат алтернативни начини за зголемување на капиталот, преку пазаритена приватен капитал или долг“.*¹³²

Во наредните квартали од 2003 година забележано е опоравување на ИЈП пазарите. Но, опоравувањето беше постепено, и во основа претставуваше резултат на поголемите активности на AIM. Во 2003 реализирани се вкупно 147 ИЈП-и за разлика од 174 во 2002. Вкупната вредност на ИЈП-и во 2003 изнесува 6.763 милиони евра за разлика од 11.498 милиони евра во 2002. Во 2003 година 64% од вкупниот број на ИЈП-и и 61% од вкупната вредност на ИЈП-и беше реализирана во Лондон.

¹³² “Заедничко за ИЈП во Европа и во САД е силниот паричен тек и подобрите дивидендни приноси. Поради тоа што каматите продолжуваат да бидат на ниско ниво, изгледа дека акциите стануваат повторно атрактивни и во идниот период би требало да очекуваме зголемување на ИЈП активностите.” Според Tom Troubridge, London Capital Market Group, April 2003.

Атина, Копенхаген, Хелсинки, Ирска и Луксембург во 2003 година не реализираа ниту една ИЈП-а (види табела 34).

Табела 34. ИЈП- во Европа и Америка во 2002 и 2003 год.*

	ИЈП-и во 2002	Вредност на понуда (мил.евра)	ИЈП-и во 2003	Вредност на понуда (мил.евра)
Вкупно Европа	174	11.498	147	6.763
AMEX	4	64	4	226
Nasdaq	51	3.939	55	4.827
NYSE	37	20.421	24	8.283
Вкупно Америка	92	24.424	83	13.336

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*Европа – види табела 27

“Гледајќи го Европскиот пазар како целина, 2003 година беше релативно тивка година, ИЈП активностите во основа се фокусираа во Лондон.”¹³³ Иако намалувањето на бројот на реализирани ИЈП –и на AMEX, NASDAQ и NYSE во 2003 во споредба со 2002 година изнесува само 9%, намалувањето на вредноста на реализираните ИЈП-и изнесува 45%.

2004-та беше добра година за ИЈП-и со особено силен последен квартал. Бројот на Европските ИЈП-и се зголеми за 195% од 147 во 2003 година на 433 во 2004 година. Ова значајно зголемување, претставува промена на надолниот тренд во 2003 година (кога намалувањето беше 15% во однос на 2002 година). Реализираните средства со ИЈП-и во 2004 година изнесуваа 27.679 милиони евра, што претставува огромно зголемување од 20.916 милиони евра во однос на 6.763 милиони евра во 2003 година. Лондон беше берза со најголем број ИЈП-и, со што го зголеми своето пазарно учество од 63,9% во 2003 на 70,4% во 2004 година. Euronext забележа намалување на пазарниот удел на ИЈП-и што се однесува до бројот на ИЈП-и, иако ги забележа најголемите ИЈП-и. Ова се должи на малиот број големи ИЈП-и кои што се реализираа на Euronext вклучувајќи ја и најголемата ИЈП-а во 2004 година, од страна на Belgacom (телеком компанија), со која беа обезбедени 3,3 милијарди евра.

Во 2004-та година, трета најактивна берза, што се однесува до обемот на реализираните понуди беше Варшава, која забележа значајно зголемување на

¹³³ Tom Troubridge, London Capital Market Group, February 2004.

бројот на ИЈП-и од 6 во 2003 на 36 во 2004 година, вклучувајќи ја и втората Европска најголема ИЈП-а во таа година (РКО ВР – retail bank), во износ од 1,8 милијарди евра.

Регулативата на пазарот на капитал во Европа, во 2004 година продолжи да се развива во насока на исполнување на барањата на Акциониот план за финансиски услуги на Европската Унија, како и значаен напредок во разбирањето и применувањето на Sarbanes-Oxley актот донесен од страна на Американскиот конгрес во 2002-та година.

Од само 15 ИЈП-и во првиот квартал на 2003 година, Европа бележи постојано зголемување на бројот на ИЈП-и во текот на 2003 и 2004. Единствениот квартал кога е забележано намалување на бројот на ИЈП-и беше првиот квартал на 2004 споредено со четвртиот квартал од 2003 година, што се должи на сезонската голема активност во последниот квартал од 2003 година. Просечниот број на ИЈП-и по квартал од 37 во 2003 се зголеми на 108 во 2004. За разлика од бројот, обемот на ИЈП-и варира, пред сè поради малиот број на многу големи понуди. Доколку се исклучат најголемите десет ИЈП-и и во 2003 и во 2004 година, “нормализираниот” просек по понуда би бил од 7 милиони евра во 2003 до 32 милиони евра во 2004 година. На AIM се реализираа 273 ИЈП-и, зголемување од 237%, за разлика од 81 ИЈП-а во 2003. Поради тоа AIM ја зајакна својата позиција како најактивна Европска берза на која се реализираа 63% од европските ИЈП-и, додека во 2003 тоа учество изнесуваше 55%. Главната берза во Лондон доживеа значајно зголемување на активностите поврзани со ИЈП-и, повеќе од 146%, од 13 во 2003 на 32 во 2004. Просечниот обем на понуди на главната берза во 2004 изнесуваше 149 милиони евра. Поради фактот што дел од активностите од LSE се пренесоа на AIM и поради тоа што само една од првите десет ИЈП-и во 2004 година беше во Лондон, споредено со шест од првите десет во 2003, Лондон обезбеди само 30% од вредноста на вкупните емисии во Европа, во споредба со 62% обезбедени во 2003 година.

Во Лондон, во 2004, се реализира понудата на AIR China. Тоа беше прва поголема кинеска компанија, гледано неколку години наназад, што ја реализира својата ИЈП-а во Лондон наместо во САД, и можеби го навестуваше отпорот на неамериканските компании кон ригорозниот Sarbanes-Oxley акт. Euronext оствари зголемување на бројот на ИЈП-и од 29 во 2003 на 48 во 2004, односно

од 145 милиони евра во 2003 на 8.486 милиони во 2004. Просечниот обем на ИЈП-а на Euronext, од 5 милиони евра во 2003 се зголеми на 177 милиони евра во 2004. Делумно тоа е резултат на најголемата европска понуда во 2004 на Belgacom во износ од 3,3 милијарди евра.

Трет најактивен пазар во однос на број и обем на ИЈП-и беше Варшава. Делумно како резултат на влезот на Полска во Европската унија во Мај 2004, Полска имаше 36 ИЈП-и за разлика од 2003 година кога имаше само 6. Беа емитирани вкупно 3 милијарди евра, за разлика од 76 милиони евра во 2003 година, пред сè поради ИЈП-а на ВКО ВР – retail bank, која изнесуваше 1,8 милијарди евра.

Италијанската берза имаше 8 ИЈП-и во споредба со 5 во 2003 и зголемување во вкупниот обем на понуди на 2,5 милијарди евра во споредба со 493 милиони евра во 2003 година, пред се поради ИЈП-а на Т.Е.Р.Н.А. – услужна компанија во износ од 1,3 милијарди евра или 51% од вкупниот обем на реализирани ИЈП-и во Италија. Просечниот обем на ИЈП-а од 99 милиони евра во 2003, во 2004 се зголеми на 310 милиони евра.

Табела 35. Најголеми десет ИЈП-и во Европа во 2004*

Компании	Обем (мил.евра)	Берза	Сектор
Belgacom	3.290	Euronext	Телеком
РКО ВР	1.784	Warsaw	Retail банка
Deutsche Postbank	1.425	Deutsche Borse	Retail банка
Т.Е.Р.Н.А.	1.258	Borsa Italiana	Услуги
Pages Jaunes	1.253	Euronext	Издаваштво
Cintra	1.240	Madrid	Системи за патарини
APRR	1.209	Euronext	Автопати
Snecma	1.154	Euronext	Воздушни услуги
Air China	803	Hong Kong+London	Авиони
Telecinco	742	Madrid	Медиско претставување
Вкупно	14.158		

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*пазари во Европа – види табела 27

И покрај тоа што на берзата во Мадрид во 2004 година се реализира само една ИЈП-а повеќе во споредба со 2003, 3 во споредба со 2 во 2003, беа

емитирани вкупно 2,4 милијарди евра за разлика од 837 милиони евра во 2003 година. Две од трите понуди на Мадридската берза беа во првите десет ИЈП-и во Европа во 2004. *Мадрид во 2004 година оствари дотогаш најголем просечен обем на ИЈП-а во износ од 805 милиони евра.*

Табела 36. Најголеми десет ИЈП-и во Европа во 2003*

Компании	Обем (мил.евра)	Берза	Сектор
Yell Group	1.642	London	Медиско претставување
Banka Austria			
Creditastalt	958	Austria	Банка
Vedanta	730	London	Рударство
Northumbrian Water Group	545	London	Услужна компанија
Antena 3 Tv	420	Madrid	Медиско претставување
Red Elektrica de Espana	417	Madrid	Електр.енергија
Hera	381	Borsa Italiana	Услужна компанија
Center Parks (UK) Group	353	London	Медиско претставување
Alea Group (Bermuda)	238	London	Осигурување
Benfield Group	140	London	Осигурување
Вкупно	5.824		

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

**пазари во Европа – види табела 27*

И покрај ИЈП-а во износ од 1,4 милијарди евра на Deutsche Postbank, Германија забележа слаба активност на примарниот пазар на капитал. Во 2004 на Deutsche Borshe имаше само 10 ИЈП-и вредни 1,8 милијарди евра, што беше значајно зголемување во споредба со 2003 година, кога се реализира само 1 ИЈП-а. Во Лондон се реализираше една од првите десет ИЈП-и во 2004, споредено со 6 од првите десет во 2003 (Табела 34 и 35).

Првите 10 ИЈП-и во 2004 вклучуваат голем дел на владини приватизации, кои делумно придонесоа за зголемениот број на ИЈП-и на Euronext во првите десет.

Ако се разгледува периодот од 1998 до 2004 година ќе се види дека по Интернет бумот во 2000-та година, Европските берзи забележаа драматично намалување на бројот на ИЈП-и, а особено по терористичкиот напад на 11

Септември 2001 година и состојбата во Ирак. По првите сигнали на раст кон крајот на 2003 година, значајно заздравување беше остварено во текот на 2004 година. Особено ова се однесува на AIM во Лондон, додека во исто време Варшава оствари значаен развој, пред сè поради влезот на Полска во Европската унија. Релативно младата Варшавска берза во 1998 година имаше голем број на приватизации и дезинтегрирање на големите компании. До 2003 година не беше забележано никакво опоравување. Хармонизирањето на котирањето и извештајните стандарди придонесе за зголемување на транспарентноста и за понатамошно консолидирање на пазарот.

Пазарната капитализација на Европските берзи се зголеми за 19% или за околу 1,229 милијарди евра во 2004 во однос на 2003. Од поголемите берзи само Deutsche Borse оствари најмало зголемување (околу 10%), додека Мадрид и Borsa Italiana остварија зголемување од близу 30%. Што се однесува по сектори, во година во која е остварен пораст од 195% во однос на бројот на ИПП-и, сектори победници се: Секторот-Други финансиски услуги со 53 ИПП-и (пораст од 430% во однос на 10 во 2003), Секторот-Софтверски и компјутерски услуги со 39 ИПП-и (пораст од 333% во однос на 9 во 2003) и Сектор-Услуги со 36 ИПП-и (пораст од 1.100% во однос на 3 во 2003).

Од “потрадиционалните” сектори, рударството (сектор одговорен за најголемата ИПП-а во 2003) остана активен – особено на AIM – со 35 ИПП-и, и фармацевтската индустрија со 22 ИПП-и во 2004, во споредба со 2 во 2003.

Паралелно со искуството во Европа, каде во 2004 има пораст од 195%, зачудувачка е сличноста од 184% пораст на активностите околу ИПП-и во САД. Просечната големина на Европските ИПП-и останува да биде значително помала. Оздравувањето на пазарот, започнато во третиот квартал во 2003 година, продолжи, и имаше значителното зголемување на ИПП активностите кон крајот на 2004 година како резултат на претседателските избори. NYSE беше домаќин на најголемите ИПП-и, додека NASDAQ беше берза каде се реализираа највеќе средства со помош на ИПП-и. Информатичкиот и технолошкиот сектор учествуваа со околу една четвртина во вкупните ИПП активности.

Табела 37. Споредба на ИЈП активности во Европа* и Америка (2003 и 2004)

	ИЈП-и во 2003		ИЈП-и во 2004	
	Број	Обем (мил.евра)	Број	Обем (мил.евра)
Вкупно Европа	147	6.763	433	27.679
Nasdaq	55	4.827	170	15.806
NYSE	24	8.283	56	21.121
AMEX	4	226	10	616
Вкупно Америка	83	13.336	236	37.543

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*Европа – види табела 27

Кина (ги опфаќа берзите во Хонг Конг, Шангај, Шенцен и Тајван), немаше ист тренд како Европа и Америка - всушност во 2003 година имаше помалку ИЈП-и отколку во 2001 и 2002 година. Како и да е, во 2003 година имаше значително зголемување на вредноста на ИЈП-и. Во 2004 се реализира зголемен број на ИЈП-и и имаше зголемување на просечната големина на ИЈП-и, особено поради големите ИЈП-и во Хонг Конг.

Табела 38. ИЈП-и во Европа* и Кина (2003 и 2004)

	ИЈП-и во 2003		ИЈП-и во 2004	
	Број	Обем (млрд.евра)	Број	Обем (млрд.евра)
Вкупно Европа	147	6, 763	433	27, 679
Hong Kong	73	7,61	70	12,49
Shanghai	67	5,71	61	2,96
Shenzhen	-	-	39	1,40
Taiwan	45	0,61	38	0,30
Вкупно Кина	185	13,93	208	17,15

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*Европа – види табела 27

Во 2004 година беше постигнат голем прогрес во комплетирањето на прописите за регулирање на пазарот во рамките на Акциониот план за Финансиските услуги на Европската унија. Истото кулминира со издавање на Директивите за транспарентност на крајот на истата година. Директивите за Проспектот почнаа да се имплементираат од земјите членки на ЕУ од 30 Јуни 2005 година. Директивите за пазарни злоупотреби, кои ги утврдуваат

информациите што треба да бидат објавени, како и нивната употреба од страна на инсајдери, издадени во Јануари 2003, беа усвоени од страна на земјите членки на Европската унија на 12 Октомври 2004 година. Директивите за транспарентност ги акцентираат обврските на компаниите за објавување на информации на континуирана основа при поднесување на своите хартии од вредност на регулираните пазари. Областите кои ги допираат овие директиви се објавување на финансиските извештаи (квартални, полугодишни и годишни како известувања од страна на менаџментот), и објавување на секоја ценовно чувствителна информација. Овие директиви почнаа да се применуваат од страна на земјите членки од 20 Јануари 2007 година. Влијанието од примената на овие директиви почна да се чувствува во 2005 година кога Европа продолжи да делува кон целта за создавање на еден пазар на капитал.

Одлуката Sarbanes-Oxley, донесена на 30 Јули 2002 година, имаше најголемо влијание на Американското корпоративно управување, финансиските известувања и јавните сметководствени практики, сметајќи уште од Законот од 1933, односно Законот од 1934 година. Донесен во голема мера како одговор на значајните корпоративни скандали во доцните деведесети години, оваа одлука наметна значајна одговорност на менаџментот на американските регистрирани компании и нивните одбори, потоа, ја зголеми моќта на SEC, и го формира PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board).

Во 2005 година, беа регистрирани рекорден број на Европски ИЈП-и, како и вкупно понудени средства (во однос на периодот 2001-2005). И покрај грижите во врска со претставувањето на новите прописи за регулирање на Европскиот пазар во 2005 година, Европа ги имплементираше Директивите кои се однесуваат на проспектите донесени во Јули 2005 година, што пак од своја страна придонесе за зголемување на бројот на ИЈП-и во Европа за повеќе од 39%, од 433 во 2004 на 603 во 2005. Ова зголемување го зајакна нагорниот тренд остварен во 2004 година (по намалувањето на ваквите активности во 2002 и 2003 година). Новите средства реализирани со помош на ИЈП-и во 2005 година го достигна износот од 50.677 милиони евра, скоро двојно повеќе од обемот на понудите во 2004 (27.679 милиони евра).

Ваквото зголемување на обемот на понудите во Европа, во основа се должи на два фактори: прво, на Euronext се реализираа бројни големи Француски приватизации предводени од Electricite de France (која реализираше

7,0 милијарди евра и беше најголема ИЈП-а во Европа од 2001 година) и Gaz de France (со 3,5 милијарди евра) и второ, на Европските пазари се реализираа 126 меѓународни ИЈП-и кои остварија 9,6 милијарди евра (споредено со 23 меѓународни ИЈП-и во САД со вкупен обем од 3 милијарди евра), односно 19% од вкупно реализирани средства во Европа. Како резултат на ова, *во Европа за првпат (од 2001 години, од кога и постојат податоци за Европските ИЈП-и) преку ИЈП-и се реализираа повеќе средства одколку во САД и привлече повеќе меѓународни ИЈП-и отколку Американските берзи.*

Зголемувањето на Европските активности во врска со ИЈП-и е резултат на постојаните успеси на AIM, регулирана берза за помали компании во Лондон, на која се реализираа близу 52% од вкупниот број на ИЈП-и во Европа во 2005. Согледувајќи го успехот на AIM моделот, Европските пазари во 2005 отворија повеќе ново регулирани берзи, вклучувајќи ги и Alternext (Euronext), IEX (Ирска) и Entru Standard (Deutsche Borse). Понатаму, и Лондон и Луксембург отворија нови регулирани пазари, примарно наменети за обврзници (наречен PMS – Professional Securities Market) и емисии на GDR (наречен EuroMTF).

Сето ова придонесе, Лондон во 2005 година да биде најголема берза во светот, што се однесува до бројот на ИЈП-и и покрај намалувањето на неговото пазарното учество од 70% во 2004 на 59% во 2005 година.

Со постојаната потреба од капитал за пазарните економии во развој како Русија, Кина и Индија, Европа продолжува да биде популарна дестинација за меѓународните ИЈП-и. Во секој квартал од 2005 година, се реализираа повеќе ИЈП-и споредено со ист квартал од 2004. Имплементацијата на Директивите за Проспект во Европа од 1 Јули 2005 година, обезбеди дополнителна стимулација за комплетирање на активностите започнати во првата половина од годината и исто така придонесе за повнимателен пристап во третиот квартал од 2005. Во 2005 година продолжи глобалниот тренд од 2004 година (нагорен), но со поголемо ниво на активност. Последниот квартал од 2005 беше рекорден квартал со најголем број на ИЈП-и од било кој квартал од 2001 година, што јасно укажуваше на тоа дека Европа превзеде соодветни регулаторни промени во нејзиниот од кон врвот.

Понатаму, просечниот број на ИЈП-и по квартал во 2005 година порасна од 108 во 2004 на 151 во 2005. Просечниот обем на ИЈП-а во 2005 изнесува 84,0 милиони евра во споредба со 63,9 милиони евра во 2004.

Европските берзи во 2005 година реализираа 603 ИЈП-и, пораст повеќе од 39% во однос на 2004 кога се реализираа 433. Вкупниот обем на ИЈП-и порасна за 83%, од 27,7 милијарди евра во 2004 на 50,7 милијарди евра во 2005. Ваквиот пораст беше подпомогнат од мал број на големи ИЈП-и, особено со приватизациите во Франција (Electricite de France и Gaz de France кои заедно остварија 10,5 милијарди евра или 21% од вкупниот обем на понуди).

Иако пазарното учество на Лондон, во однос на бројот на ИЈП-и, се намали од 70% во 2004 на 59% во 2005, Лондон сèуште беше на прво место меѓу сите Европски пазари на капитал со 354 ИЈП-и во 2005 година. Обемот на понуди реализиран во Лондон се зголеми од 8,3 милијарди евра во 2004 на 18,6 милијарди евра во 2005 година. Во Лондон се реализира третата најголема ИЈП-а во 2005 година, понудата на Partugaming вредна 1,4 милијарди евра. Euronext беше втор најголем Европски пазар и по број и по обем на ИЈП-и. Што се однесува до учеството на Euronext во вкупниот број на ИЈП-и во Европа, тоа остана стабилно и изнесуваше 11% и во 2004 и 2005 година. Просечниот обем на ИЈП-а изнесуваше 251 милиони евра споредено со 52,5 милион евра во Лондон, што е резултат на малиот број големи ИЈП-и на Euronext, вклучувајќи ги двете најголеми ИЈП-и во 2005, Electricite de France и Gaz de France.

Deutsche Borse беше трета најактивна берза во 2005 година што се однесува до обемот на ИЈП-и. 43-те ИЈП-и оствариле 3,6 милијарди евра. Ова претставува значително зголемување од претходната година кога 10 ИЈП-и генерираа 1,8 милијарди евра. Deutsche Borse беше домаќин на шестата најголема ИЈП-а, на Premiere AG – издавачка компанија со остварени средства од преку 1,0 милијарди евра. “Со претаставување на Entry Standard како дел од отворениот пазар, Deutsche Borse го прошири својот пазар на иницијални понуди особено за малите и средните компании. Новиот пазарен сегмент обезбедува флексибилен исплатлив начин за пристап на примарниот пазар на капитал со помалку формални барања од Европски регулираниот пазар и општите стандарди.”¹³⁴

Четврта најактивна берза во однос на обемот на ИЈП-и беше Warsaw Stock Exchange каде се реализираа 35 ИЈП-и и 1,7 милијарди евра. ИЈП-а на PGNIG обезбеди 681 милион евра, и дотогаш беше втора ИЈП-и некогаш реализирана

¹³⁴ Rainer Riess, Managing Director of Stock Market Business Development, Deutsche Borse.

на берзата во Варшава (најголема беше ИЈП-а на РКО ВР – retail bank, преку која во 2004 година се реализираа 1,8 милијарди евра).

Берзата во Италија во 2005 имаше 15 ИЈП-и, 7 повеќе во споредба со 2004. И покрај тоа, имаме незначително намалување на обемот на реализираните средства, од 2,5 милијарди евра во 2004 година на 2,4 милијарди евра во 2005 година. Производителот на оптички апарати Safilio Group реализира ИЈП-а вредна 686 милиони евра, односно 29% од вкупно остварените средства на Италијанската берза таа година.

На Swiss Stock Exchange се реализираа 10 ИЈП-и споредено со 4 претходната година. Исто така, порасна и обемот на јавните понуди на 2,1 милијарди евра во споредба со 408 милиони евра во 2004 година. Најголема ИЈП-а на оваа берза беше EFG International, домашна банка, која воедно беше и десетта најголема ИЈП-а во 2005 година вредна 893 милиони евра.

Берзата во Осло, во 2005 доживеа значаен развој. Бројот на ИЈП-и од 2, во 2004, порасна на 30, во 2005. Обемот на ИЈП-и од 292 милиони евра во 2004 се зголеми на 1,4 милијарди евра во 2005 година. Најголема беше ИЈП-а на Bergesen, Норвешка транспортна компанија, вредна 539 милиони евра со учествуваше од 39% во вкупно понудениот износ на Берзата во Осло.

Слично на Осло, ИЈП активностите во Луксембург исто така доживеаа свој развој. Бројот на ИЈП-и од 8 во 2004 се зголеми на 31 во 2005. Зголемување имаше и кај износот на понудените средства, кои од 380 милиони евра во 2004 се зголемија на 2,1 милијарди евра во 2005 година. Луксембург продолжи да биде многу популарна дестинација за меѓународни (особено Индиски) GDR.

Европските берзи во 2005 привлекоа 126 меѓународни ИЈП-и, вредни 9,6 милијарди евра. Индиски, Австралиски и Израелски компании доминираа со 32, 16 и 14 ИЈП-и. 90 од 126 прекуморски ИЈП-и се реализираа во Лондон (вредни 7,4 милијарди евра).

“Во 2005 година, понудите на Euronext главниот пазар обезбедија повеќе капитал од колку било кој друг еквивалентен пазар во Европа во втората година од нејзиното постоење – остварување кое ја потврдува, како динамиката на нашиот пазарен модел, така и на длабочината на тргувањето. Нема никаков сомнеж дека нашата комбинирана понуда, која сега вклучува и пазар дизајниран

специјално за мали и средни компании, Alternext, ќе ни овозможи привлекување на компании од сите големини.»¹³⁵

Табела 39. 10-те најголеми ИЈП-и во Европа* (2005)

Компании	Обем (мл.евра)	Берза	Сектор
Electricite de France	7.000,0	Euronext	Елек.енергија
Gaz de France	3.481,9	Euronext	Нафта и гас
PartyGaming	1.356,4	London	Хотели
Telenet Group Holding	1.060,0	Euronext	Медиско претставување
Sistema JSFC	1.040,5	London	Телекомуникации
Premiere AG	1.024,8	Deutsche Borse	Медиско претставување
RHM	984,9	London	Преработка на храна
Kazakhmys	970,9	London	Метална индустрија
Raiffeisen International Bank	968,5	Wiener Borse	Банка
EFG International	893,0	Swiss Stock Exchange	Банка
Вкупно	18.781		

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*пазари во Европа – види табела 27

Во 2005 година имаше 6 ИЈП-и вредни повеќе од 1 милијарди евра споредено со 8 во 2004. Но, вкупно реализираните средства од најголемите десет ИЈП-и, од 14,2 милијарди евра во 2004 пораснаа на 18,8 милијарди евра во 2005 година (види табела 39).

Треба да се истакне дека OMX ги вклучува берзите во Copenhagen, Helsinki, Stockholm, Tallinn, Riga и Vilnius. Берзата во Шпанија ги вклучува берзите во: Мадрид, Барселона, Билбао и Валенсија, MF Mercados Financieros, Iberclear и BME Consulting. Вкуниот обем на тргувани хартии од вредност укажува на константно учество на најважните берзи, при што Лондон и Euronext заедно учествуваат со преку 50% во вкупниот износ. Вкупната тргувана вредност од 10.684 во 2004 година, во 2005 се зголеми за 18% на 12.637 милијарди евра. Пазарната капитализација на Европските пазари се зголеми за 9%; од 8.229 милијарди евра во 2004 на 9.002 милијарди евра во 2005 година. Швајцарската берза имаше најголемо зголемување (13%). После неа следеше Euronext со 11% и OMX со 10%. Пазарната капитализација на Euronext од 1.962 милијарди евра во 2004 се зголеми на 2.175 во 2005 година. Лондон забележа

¹³⁵ Martine Charbonnier, Executive Director Listing & Issuers, Euronext 2005.

9% пораст на пазарната капитализација, од 2.263 во 2004 на 2.457 во 2005 година.¹³⁶

Првите пет сектори со најмногу ИЈП-и во 2005 година беа: рударство со 54 ИЈП-и; нафта и гас со 50 ИЈП-и, како и секторот останати финансиски услуги; софтверски и компјутерски услуги со 46 ИЈП-и; и фармација и биотехнологија со 38 ИЈП-и.

Секторот рударство реализираше пораст од 54% во однос на бројот на ИЈП-и. Од 54 ИЈП-и со кои се реализираа 497 милиони евра, 53 ИЈП-и односно 329 милиони евра се реализираа на АИМ.

*“И покрај фактот што во 2005 имаше значајно зголемување на новореализираните средства на АИМ, сепак просечниот обем по ИЈП-а остана под 20 милиони евра. И покрај постоење на одредени исклучоци, повеќето ИЈП-и беа поттикнати од проекти во нивна рана фаза во различни земји, вклучувајќи и региони кои во основа се сметаат за високоризични.”*¹³⁷

Бројот на ИЈП во секторот нафта и гас во 2005 година порасна за 117%. “Најголемата ИЈП-а во секторот нафта и гас беше на Gaz de France како дел од нејзината приватизација. Зголемувањето на бројот на ИЈП-и на 50, од кои 31 беше на АИМ, во основа е резултат на потенцијалната привлечност, поради доминантната висока цена на нафтата и гасот. Лондон е фаворизиран поради релативната експертиза во овој сектор и поради теретот од застрашувачки мерки на Американското законодавство.”¹³⁸

Четвртиот најактивен сектор во 2005 година беше секторот за софтверски и компјутерски услуги, каде беше забележан пораст од 39%. “Најголем интерес за ИЈП-и од овој сектор беше покажан за АИМ, каде се реализираа 23 ИЈП-и (50% од реализираните во овој сектор), поради атрактивната exit стратегија за претприемачите и брзо растечкиот шпекулативен капитал”¹³⁹.

Во 2005 година во секторот фармација и биотехнологија се реализираа 38 ИЈП-и или 48% повеќе од 2004 (26 ИЈП-и). “По бавното опоравување во 2004 година, кое продолжи во почетокот на 2005 година, пазарот за емисии во областа на фармација и биотехнологија покажа значително зголемување во

¹³⁶ PWC 2005

¹³⁷ Jason Burkitt, PWC Director, Mining specialist 2005.

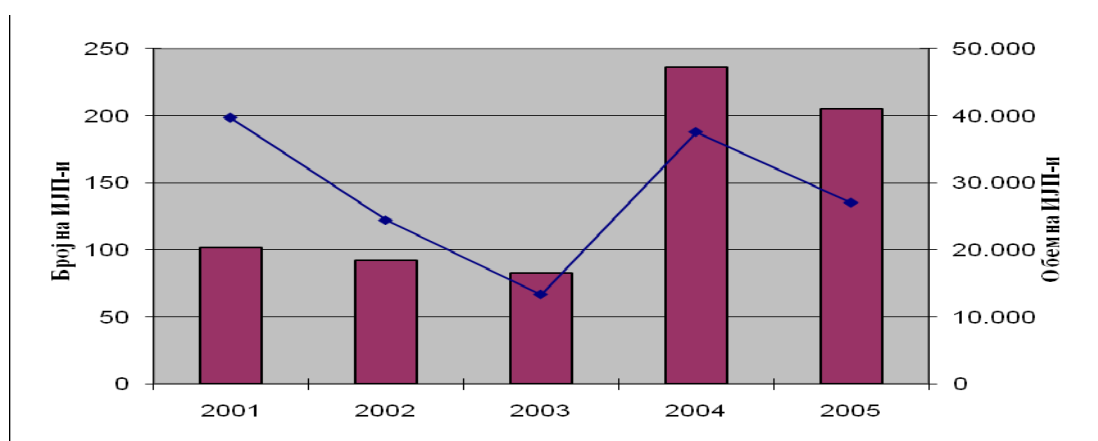
¹³⁸ Richard Weaver, PWC Partner, London Capital Markets Group 2005.

¹³⁹ Terry Hopcroft, PWC Partner, European Software and IT Services, Sector Leader 2005.

втората половина од 2005. Во основа тоа беше обновување на ИЈП активностите на Euronext и на другите континентални Европски берзи по неколкугодишна “суша”. Поволните пазарни услови за биотехника, исто така, придонесоа за повеќе трансакции со поголемите фармацевтски компании, што укажува на потенцијалната вредност на овој сектор”.¹⁴⁰

По истакнатите резултати во 2004 година, Американските берзи, во 2005 година, доживеаја намалување на ИЈП активностите. Бројот на ИЈП- од 236 во 2004 година се намали на 205 во 2005 година. Исто така, обемот на понудата се намали за 10 милијарди евра, од 37 милијарди евра во 2004 на 27 милијарди евра во 2005 година (види графикон 14).

Графикон 14. Број на ИЈП-и во Америка* и понудени средства (млн.евра)



*Америка (Nasdaq, NYSE, AMEX)

За прв пат од 2001 година Европските берзи ги надминаа Американските, што се однесува до обемот (износот) на новоостварени средства. Во 2005 година Европа реализира 603 ИЈП-и вредни преку 50 милијарди евра. САД во истата година реализира само 205 ИЈП-и во вкупен обем од преку 27 милијарди евра (види табела 40).

¹⁴⁰ Clifford Tompsett, London Capital Markets Group 2005.

Табела 40. Број на ИЈП-и и износ на понудени средства (мил.евра) во Европа и Америка во 2004 и 2005 год.*

Берзи	ИЈП-и во 2005		ИЈП-и во 2004	
	Број	Обем (мил.евра)	Број	Обем (мил.евра)
Европа Вкупно	603	50.677	433	27.679
Nasdaq	132	10.554	170	15.806
NYSE	61	16.540	56	21.121
AMEX	12	390	10	616
Вкупно Америка	205	27.484	236	37.543

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*Европа – види табела 27

Зголемениот регулаторен надзор во САД влијаеше на намалување на бројот на меѓународни ИЈП-и. Така, 23 прекуморски компании ги избраа Американските берзи како дестинација на нивните ИЈП-и, обезбедувајќи 3,0 милијарди евра во 2005 година. Од друга страна, Европските берзи привлекоа 126 прекуморски ИЈП-и во вкупен обем од 9,6 милијарди евра, вклучувајќи и 13 Американски компании.

Во 2005, бројот на ИЈП-и во Кина во споредба со 2004 година значително се намали како резултат на укинувањето на издавање на нови хартии од вредност во Шангај од Април 2005. Ова беше направено во насока на остварување на Кинескиот план за котирање на тогашните хартии од вредност во сопственост на државата кои дотогаш не се тргуваа (значителен дел од акциите на котираните компании во државна сопственост, не биле котирани и со истите не се тргувало). Како и да е, новоостварените средства пораснале поради континуираниот интерес на Кинеските компании за берзата во Хонг Конг (види табела 41). Најголема ИЈП-а била ИЈП-а на China Construction Bank во државна сопственост (обезбедувајќи 7,4 милијарди евра на берзата во Хонг Конг), после која следела ИЈП-а од Bank of Communications (која обезбедила 1,77 милијарди, исто така во Хонг Конг).

Табела 41. ИЈП-и во Европа* и Кина во 2004 и 2005

	ИЈП-и во 2005		ИЈП-и во 2004	
	Број	Обем (млрд.евра)	Број	Обем (млрд.евра)
Вкупно Европа	603	50,68	433	27,679
Hong Kong	67	17,09	70	12,49
Shanghai	3	0,28	61	2,96
Shenzhen	12	0,29	39	1,40
Taiwan	12	0,10	38	0,30
Вкупно Кина	94	17,76	208	17,15

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*Европа – види табела 27

Во 2005 година се имплементираат Директивите за Проспект и Директивите против пазарните злоупотреби. Тоа се клучните елементи во намалувањето на бариерите за Пан Европски понуди на хартии од вредност. Директивите за проспект ги обезбедуваат општите стандарди за обелоденување на информации, неопходни кога се бара дозвола за тргување со соодветни хартии од вредност, и кај ИЈП-и и кај наредните емисии кои надминуваат 10% од постојниот емитиран капитал. Директивите против пазарни злоупотреби обезбедуваат основа за обелоденување и на внатрешни (инсајдерски) информации и на делувањето на менаџментот, кое делување може да има влијание на цената на хартиите од вредност на емитентот. Доколку решат, државите членки можат да имплементираат и построги барања. После имплементацијата на овие директиви, пазарите и инвеститорите ширум Европската заедница треба да бидат сигурни и да имаат доверба во одобрените проспекти. Пред ИЈП-и, во основа постојат два мошне важни аспекти: прво, потребните обелоденувања, кога емитентот има “комплексна финансиска историја”, иако сите барања треба да ги отсликуваат тековните најдобри пазарни практики, и, второ, прашањето за “еквивалентност” на сметководствени стандарди различни од ИФРС за неевропските емитенти.

Друга Директива која се усвои во 2006 година, е Директивата за превземање, која обезбеди одредена конзистентност во активностите околу превземање на компании во Европската унија.

Конечно, одредбите за доследно имплементирање на Директивите за транспарентност, во текот на 2005 година се финализирани, а нивната имплементација започна во 2007 година.

Во 2006 година продолжи трендот на раст на ИЈП активностите на Европските пазари. Во оваа година реализирани се вкупно 838 ИЈП-и со вкупен износ од 87.849 милиони евра, што претставува зголемување од 39% во однос на бројот на реализирани ИЈП-и во 2005, односно зголемување од 73,4% во однос на реализираната вредност (бидејќи ова е последна година каде што има зголемување на ИЈП активностите, понатамошната анализа за 2006 ќе продолжи на квартална основа).

Во првиот квартал 2006 Европа беше домаќин на 40 неевропски ИЈП-и. Меѓународните ИЈП-и генерираа 5.459 милиони евра што претставува 45% од агрегатниот износ на сите реализирани ИЈП-и во овој квартал. Европските берзи беа најпривлечни за Индиските компании, од кои 10 го избраа Луксембург за нивните GDR. По Индија, следуваа: Канада со седум ИЈП-и (пет на AIM, една на Oslo Bors и една на Dutsche Borse); и САД, со пет ИЈП-и (сите на AIM). Најатрактивен пазар за меѓународни ИЈП-и, во овој квартал, беше Лондон. AIM привлече 22 од 26 меѓународни ИЈП-и реализирани во Лондон. Најголемата меѓународна ИЈП-а на Лондонскиот главен пазар воедно беше и најголема ИЈП-а во овој квартал – Јужно Корејска компанија Lotte Shopping; со што вкупниот број на Корејски компании котираани во Лондон се искачи на 9.

Луксембуршкиот EuroMTF беше вториот најатрактивен пазар за меѓународни компании со вкупно 12 неевропски ИЈП-и (од кои 10 од Индија и 2 од Тајван). Најголемата ИЈП-а беше на Индискиот производител за храна McDowell&Company, вредна 120 милиони евра. Пазарниот удел на Луксембург, во однос на реализираните средства споредено со четвртиот квартал во 2005 се зголеми на 6% (реализирани 544 милиони евра) во споредба со 2% (реализирани 396 милиони евра).

Во првиот квартал од 2006 шест Европски компании ги реализираа своите ИЈП-и на Европски пазари надвор од границите на своите домашни берзи. Ново воспоставениот берзанско регулиран пазар на Dutsche Borse, Entry Standard, двојно го зголеми бројот на реализирани ИЈП-и, во однос на претходниот квартал; 8 во прв квартал 2006 (вредни 29 милиони евра) во споредба со 4 во четврт квартал 2005 (вредни 27 милиони евра).

Во овој квартал WSE, Мадрид, Wiener Borse и Атина не реализираа ниту една ИЈП-а. Секторот индустриски стоки и услуги, како и секторот технологија доминираа со 25, односно 14 ИЈП-и последователно. Секторот финансиски услуги забележа исклучително забавување во своите активности, бројот на ИЈП-и од 26 во четвртиот квартал 2005, во првиот квартал 2006 се намали на 12. Заострувањето на правилата за рударските компании на AIM застаршувачки делуваа на новите ИЈП-и во овој сектор, кој дотогаш беше еден од најактивните на AIM.

Трендот на Европските ИЈП пазари и во вториот квартал остана доста силен. Во овој квартал се реализираа две ИЈП-и преку 1 милијарда евра – Wacker Chemie на Deutsche Borse и Legrand на Euronext.

Вториот квартал во 2006 година покажува континуирано зголемување на ИЈП активностите, иако во јуни се забележува нивно забавување.

Во овој квартал се реализираа вкупно 231 ИЈП-и споредено со 169 во истиот период 2005, и 164 ИЈП-и во првиот квартал 2006. Вкупната вредност на ИЈП-и, во вториот квартал 2006, изнесува 25.175 милиони евра, или зголемување од два и пол пати во однос на истиот период 2005. Иако Лондон сèуште водеше во однос на новоемитираните средства, сепак неговиот пазарен удел се намали на 39%, споредено со 59% реализирани во претходниот квартал. AIM, помалку регулираниот пазар за помали компании, учествува со 89% во вкупните ИЈП реализирани во Лондон и 35% во вкупните Европски ИЈП-и во овој квартал.

Во споредба со рекордот остварен четвртиот квартал 2005 со 47 неевропски ИЈП-и, Европа и во вториот квартал од 2006 остана атрактивна дестинација за меѓународните компании со реализирани 33 неевропски ИЈП-и, вредни 1.719 милиони евра, што претставува 9% од вкупните новоемитирани средства и воедно значајно намалување споредено со 5.459 милиони евра во претходниот квартал. Европските пазари беа најинтересни за Индиските компании, сите 12 од нив го избраа Луксембург за нивните GDR. По Индија, Европа беше најинтересна за Австралиските компании со 5 ИЈП-и. Трета најактивна беше САД, со 4 ИЈП-и, сите на AIM.

Лондон беше најактивен пазар за меѓународни ИЈП-и. AIM привлече 17 од 20 меѓународни ИЈП-и реализирани во Лондон, вредни 908 милиони евра. ЕугоMTF во Луксембург реализира 13 неевропски ИЈП-и (12 од Индија и една

од Тајван). Најголема меѓународна ИПП-а беше на Тајванскиот производител на полупроводници, Inotera Memorias Inc., вредна 353 милиони евра.

Во вториот квартал од 2006, 10 Европски компании ги реализирале своите ИПП-и на Европски пазари надвор од границите на своите домашни берзи. Од нив 5 привлече Лондон; три од Холандија и по една од Џерси и Ирска.

Euronext го зазема првото место во однос на новоемитирани средства во вториот квартал од 2006. На овој пазар се реализираа и две од петте најголеми ИПП-и во овој квартал: SNS Reaal (компанија за финансиски услуги) и ADP (авионски оператор), вредни 1.190 милиони евра односно 1.117 милиони евра последователно. ИПП-а на ADP беше последна од бројните приватизации 2005 од страна на Француската влада.

Лондон беше домаќин на третата по големина ИПП-а во овој квартал, понуда реализирана од страна на Debenhams Plc., Англиски ланец на продавници, вредна 1.378 милиони евра.

Deutsche Borse привлече 26 ИПП-и, што претставува значајно зголемување во споредба со 11 ИПП-и реализирани во првиот квартал од 2006 и две ИПП-и во вториот квартал 2005. Берзанско регулираниот пазар на Deutsche Borse, Entry Standard, оствари 88% зголемување во однос на бројот на ИПП-и споредено со претходниот квартал. Понудената вредност од 29 милиони евра во претходниот квартал се зголеми на 335 милиони евра во вториот квартал 2006.

Во третиот квартал од 2006 година секторот индустриски стоки и услуги, како и секторот технологија, продолжија да доминираат со реализирани 43, односно 32 ИПП-и последователно. Активноста во секторот рударство делумно се подобри со зголемување од 9 ИПП-и на 11 во овој квартал. Но, во споредба со вториот квартал 2005 имаме намалување од 50%, кога се реализирале 22 ИПП-и. Лондонскиот главен пазар беше домаќин на една Руска ИПП-а во вториот квартал, понудата на Cherkizovo, Руски производител на месо, вредна 89 милиони евра.

Во традиционално тивкиот трет квартал од годината, Лондон беше на прво место и по број и по вредност на ИПП-и. Во третиот квартал од 2006 се реализираа 152 ИПП-и во вкупен износ од 16.337 милиони евра, што претставува 34% намалување во однос на Q2 2006. Релативно високата вредност на ИПП-и во основа се должи на ИПП-и на Rosneft и Standard Life, вредни 5.192 милиони евра односно 3.240 милиони евра последователно. Rosneft, Руски конгломерат за

нафта и гас, порасна на вкупни 10,4 милијарди евра преку понуда на GDR и обични акции. Просечниот износ по ИЈП-а се зголеми на 108 милиони евра во споредба со 58 милиони евра во истиот период 2005. Во однос на вредноста, Лондон беше најголем пазар во третиот квартал 2006, што во основа се должи на ИЈП-и на Rosneft и Standard Life на Лондонскиот главен пазар. Втор по големина Европски пазар во однос на понудената вредност, беше Мадрид со две ИЈП-и вредни 991 милиони евра. ВМЕ, холдинг компанија на шпански берзи реализира 779 милиони евра. Што се однесува до бројот на реализирани ИЈП-и, Лондон и понатаму остана на првото место, со комбинирано пазарно учество (и на главниот пазар и на AIM) од 44% во однос на сите Европски ИЈП-и реализирани во овој квартал. Иако има зголемување на пазарното учество на Лондон во однос на бројот на реализирани ИЈП-и, доколку се спореди со истиот период 2005, има намалување од големи 62%. AIM продолжи убедливо да води со 91% од сите ИЈП-и реализирани во Лондон и 40% од сите Европски ИЈП-и, иако во основа, бројот на ИЈП-и реализирани на AIM е намален во споредба со истиот период 2005 и во споредба со вториот квартал 2006.

Во третиот квартал од 2006 Европските пазари продолжија да привлекуваат неевропски компании. Котирани се вкупно 16 неевропски компании, од кои сите освен една беа во Лондон. AIM привлече 13 неевропски ИЈП-и. Лондонскиот главен пазар привлече две неевропски ИЈП-и: една од Русија (Rosneft) и Америка. Неевропските ИЈП-и во Лондон остварија 5.381 милион евра. Варшавската берза го привлече Украинскиот производител на храна Astrata Holding, кој реализираше 24 милиони евра.

Euronext оствари значително вредносно намалување, на 23 ИЈП-и вредни 169 милиони евра реализирани во третиот квартал од 2006, во споредба со 36 ИЈП-и вредни 4.157 милиони евра реализирани во вториот квартал 2006, и 15 ИЈП-и вредни 3.604 милиони евра вредни во третиот квартал 2005.

Лондон повторно го зазеде лидерството во однос на реализирана вредност и продолжи да ги привлекува повеќето Европски ИЈП-и. Пет ИЈП-и на Лондонскиот главен пазар остварија 8.765 милиони евра. AIM продолжи да биде најактивен Европски пазар со 51 ИЈП-а, вредни 744 милиони евра.

Во третиот квартал 2006, Секторот индустриски стоки и услуги продолжи да доминира со реализирани 25 ИЈП-и, после кој следи Секторот за финансиски услуги со 13 ИЈП-и, и технолошкиот сектор со 12 ИЈП-и.

Намалување во ИЈП активностите е забележано кај Секторот рударство со седум ИЈП-и споредено со 14 ИЈП-и во истиот период 2005 и 11 ИЈП-и во вториот квартал 2006.

Единствена Руска ИЈП-а во третиот квартал 2006 беше понудата на Rosnef, вредна 10,4 милијарди евра, остварени преку GDR котирали во Лондон и приватен пласман на обични акции.

Четвртиот квартал 2006 беше силен крај на активна година. Во четвртиот квартал 2006 се реализираа 291 ИЈП-и, што претставува зголемување од 40% во споредба со 208 ИЈП-и реализирани во истиот период 2005, односно зголемување од 92% споредено со 152 ИЈП-и реализирани третиот квартал 2006. Вкупната вредност на реализираните ИЈП-и во четвртиот квартал 2006 изнесуваше 34.208 милиони евра, што претставува повеќе од двојно зголемување од третиот квартал 2006 и зголемување од 41% во споредба со Q4 од 2005 кога се реализираа 24.269 милиони евра.

Во четвртиот квартал од 2006, во однос на понудената вредност, Лондон беше најголем пазар, реализирајќи 10.344 милиони евра споредено со 8.166 милиони евра во истиот период 2005, и 9.509 милиони евра во третиот квартал 2006. Во Лондон се реализира третата по големина ИЈП-и во овој квартал, понудата на кредит рејтинг агенцијата Experian, вредна 1.192 милиони евра. Europext беше домаќин на три од првите пет ИЈП-и во четвртиот квартал од 2006, најголемата ИЈП-а на Француската банка Natixis, вредна 4.220 милиони евра се реализира на Eurolist. Четвртата и петтата најголема ИЈП-а исто така се реализирани на Eurolist (Galp Energija - Португалска компанија за нафта и гас, вредна 1.091 милиони евра и Neuf Cegetel, Француска телекомуникациона компанија вредна 991 милиони евра).

Во однос на бројот на реализирани ИЈП-и, Лондон (и на главниот пазар и на AIM) продолжува да води со 42% учество во однос на сите реализирани Европски ИЈП-и, но нејзиното пазарно учество се намали во споредба со 44% учество во Q3 2006 и 54% учество во Q4 2005. AIM и понатаму води во однос на бројот на реализирани ИЈП-и остварувајќи 66% од вкупно реализираните ИЈП-и во Лондон и 28% од сите Европски ИЈП.

Европските пазари продолжија да привлекуваат прекуокеански компании и во четвртиот квартал 2006. Вкупно се реализираа 31 ИЈП-и на неевропски компании, во вкупен износ од 4.528 милиони евра. Сите освен една, се

реализираа во Лондон. AIM привлече 18 прекуокеански ИЈП-и во вкупен износ од 298 милиони евра: пет од нив од САД, по две од Јужна Африка, BVI (British Virgin Islands), Бермуда, Австралија, и по една од Сингапур, Израел, Хонг Конг, Channell Islands и Cauman Islands. Лондонскиот главен пазар привлече 12 прекуокеански ИЈП-и: четири од Русија, две од Казахстан и Јужна Кореја и по една од Австралија, Пакистан, Џорџија и Бахреин. Меѓународните ИЈП-и на Лондонскиот главен пазар беа во вкупен износ од 4.172 милиони евра. WSE реализира ИЈП-а на Американски производител и дистрибутер на ликер, CEDC, во износ од 58 милиони евра.

Во четвртиот квартал од 2006, 28 Европски компании ги реализирале своите ИЈП-и на Европски пазари надвор од границите на своите домашни берзи. Лондон привлече 19 од нив (13 на AIM и шест на главниот пазар), по пет ИЈП-и беа од островот Ман и Кипар, четири од Холандија, три од Ирска и по една од Херси и Хрватска (INA).

Лондон го задржа своето водство во однос на вкупната вредност на реализирани ИЈП-и и продолжи да ги привлекува повеќето ИЈП-и. Вкупно 31 ИЈП-и на Лондонскиот главен пазар остварија 8.953 милиони евра. AIM продолжи да биде најактивен пазар со 60 ИЈП-и вредни 1.391 милион евра.

Euronext обезбеди значително зголемување во однос на реализираната вредност, со што го зазеде второто место со 40 ИЈП-и вредни 7.791 милион евра споредено со 23 ИЈП-и вредни 169 милиони евра во претходниот квартал. Но, вредносно забележа намалување споредено со истиот период 2005 кога се реализираа 28 ИЈП-и вредни 10.306 милиони евра.

ИЈП активностите на Deutsche Borse продолжија да се интензивираат и во однос на бројот и во однос на вредноста. Оваа берза реализира 29 ИЈП-и во вкупен износ од 2.992 милиони евра, што претставува зголемување на вредноста за 61% споредено со третиот квартал 2006 и 107% споредено со истиот период 2005. Доколку се земе бројот на реализирани ИЈП, тогаш зголемувањето изнесуваше повеќе од четири пати во однос на третиот квартал 2006 и повеќе од двапати во однос на четвртиот квартал 2005. Оваа берза исто така ја реализира и втората по големина ИЈП-а во кварталот, Sunrise, Германска хемиска компанија, вредна 1.215 милиони евра. Секторот индустриски стоки и услуги продолжува да биде најактивен сектор (пет квартали по ред) со 37 ИЈП-и. Потоа следи Секторот Технологија со 29 ИЈП-и, како и Секторот недвижности со 15

ИЈП-и. Во Секторот рударство се реализираа 10 ИЈП-и споредено со 9 ИЈП-и во истиот период 2005 и 7 ИЈП-и во третиот квартал 2006.

Табела 42. ИЈП-и во Европа и САД во 2005 и 2006 год.*

Берзи	ИЈП-и во 2005		ИЈП-и во 2006	
	Број	Обем (мил.евра)	Број	Обем (мил.евра)
Европа Вкупно	603	50.677	838	87.849
Nasdaq	132	10.554	70	23.799
NYSE	61	16.540	141	13.855
AMEX	12	390	31	2.772
Вкупно Америка	205	27.484	242	40.426

Извор: PricewaterhouseCoopers Research

*Европа – види табела 27

И покрај тоа што во 2006 година, во САД се реализираа поголем број на ИЈП-и и се понуди поголем износ на новоемитирани средства во споредба со 2005 година, сепак Американските пазари заостануваа зад Европските за повеќе од три пати во однос на бројот на реализирани ИЈП-и и повеќе од два пати во однос на вредноста на ИЈП-и. Но, треба да се истакне дека просечната големина на Американска ИЈП-а (167 милиони евра) и понатаму е поголема од онаа во Европа (105 милиони евра).

Меѓу поважните ИЈП-и реализирани на Американските берзи ќе ги споменеме ИЈП-и на: Mastercard, компанија за финансиски услуги, (1.904 милиони евра), Owens Corning - градежна компанија (1.438 милиони евра), Spirit Aerosystems (1.110 милиони евра) и Hertz Global (1.026 милиони евра), сите реализирани на NYSE.

ИЈП активностите на европските берзи во 2007 година останаа динамични и покрај проблемите на финансиските пазари пројавени во втората половина од годината. Европските пазари, трета година по ред, ги надминаа Американските пазари и во поглед на најголема ИЈП-а, и во поглед на вкупно новоемитирани средства. Во 2007, Европа, исто така беше и пред Кина, но растот на овие пазари укажува на значително намалување на оваа разлика. Во 2007 година, Лондон беше најуспешен Европски пазар со 49% учество во вкупно новоемитирани средства, и покрај намалувањето на обемот и вредноста на ИЈП активностите.

Во 2007 година Европските берзи забележаа незначително намалување на бројот на ИПП-и во износ од 2,3% во споредба со 2006 година (819 во споредба со 838 во 2006), додека вкупниот обем на ИПП-и забележа намалување од 8,4% (80.473 милиони евра во 2007 во споредба со 87.849 милиони евра во 2006).

ИПП-и во Европа продолжија да бидат потпомогнати од меѓународни ИПП-и, неевропски компании котирани на Европски берзи. Додека бројот на меѓународни ИПП-и забележа незначително намалување од 5%, на 126 во 2007 година, вкупно понудената вредност се зголеми за 13%, на 21.431 милион евра, пред се, поради бројни големи трансакции кои се однесуваа на GDR (Global Depositary Receipt) од пазарите во развој како Русија и Индија. Две од првите пет ИПП-и во 2007 година беа меѓународни понуди реализирани во Лондон: VTB Bank и Eurasian Natural Resources Corporation Plc. ВТБ Банк, голема Руска банка, реализира 4.724 милиони евра преку понуда на GDR и беше најголема ИПП-а во Европа во 2007 година. Eurasian Natural Resources Corporation Plc, рударска групација од Казахстан, реализира 1.888 милиони евра во декември 2007 и невообичаено беше тоа што овие средства се реализираа со понуда на акции, а не преку понуда на GDR.

Во 2007 година Лондон повторно беше лидер на Европските берзи. Лондонската популарност како пазар, во основа, повторно се должеше на зголемување на атрактивноста за меѓународни понуди, и во оваа година Лондон реализира 81% од 126 меѓународни понуди. Остварените средства на Лондонските берзи во 2007 година изнесуваа 39.087 милиони евра, пад од 7% во споредба со 2006 година. Овој пад во голема мерка е резултат на намалените активности на AIM каде се реализирани 220 ИПП-и во вкупен износ од 9.537 милиони евра споредено со 13.618 во 2006 – намалување на обемот од преку 30%. Активностите на Лондонската главна берза останаа на исто ниво како и во 2006 година.

Реализираниот обем на ИПП-и на регулираните берзи, кој е под силно влијание на активностите во Европа во 2007 година се намали за 14%. Ова нето намалување укажува на значително намалување на активностите на развиените пазари, како Лондонските AIM, NYSE, Marche Libre и Alternext на Euronext и Deutsche Borse Entry Standard, за разлика од засиленото делување на новите пазари. OMX First North Market, отворен 2006 година привлече 50 ИПП-и во

првата целосна година од неговото постоење, додека NewConnect Market на Варшавската берза привлече 24 ИПП-и по нејзиното отварање во Август 2007.

Американските берзи продолжија да растат и во 2007 година следејќи го опоравувањето во 2006 година. Вкупниот обем на Американски ИПП-и во 2007 година порасна на 47.378 милиони евра во споредба со 40.426 милиони евра во 2006 година, со вкупен број од 296 ИПП-и во 2007 споредено со 242 ИПП-и во 2006. Додека Американските пазари продолжија да бидат пофокусирани на домашно поле отколку оние во Европа, во САД, имаше растечко влијание на меѓународни ИПП-и. Американските берзи “угостија” 50 меѓународни ИПП-и остварувајќи 8.804 милиони евра. Меѓународните ИПП-и во САД учествуваа со 19% од новоемитираните средства споредено со 27% во Европа и пола од остварените средства во Лондон.

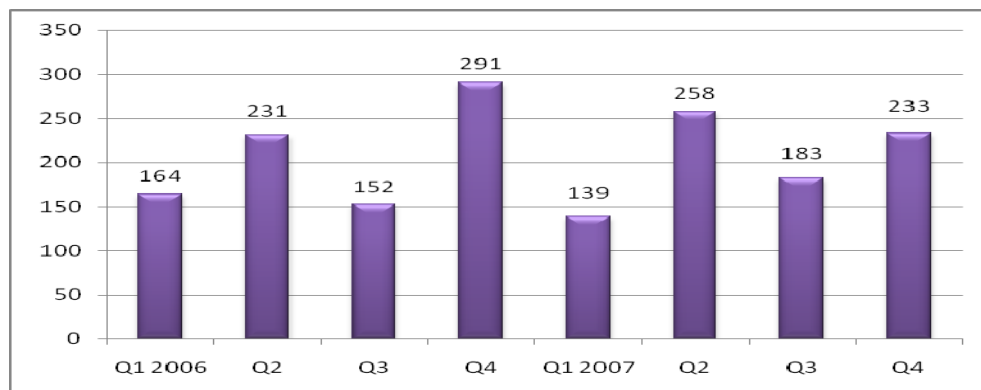
Пазарите во Кина во 2007 година, во однос на обемот, остварија значаен раст од 60% во споредба со 2006 (од 47.604 на 76.333 милиони евра), а што се однесува до бројот на ИПП-и порастот изнесува 74% (од 138 во 2006 на 240 во 2007), што укажуваше на тоа дека ако така продолжи, Кина набрзо скоро ќе биде светски доминантен пазар на капитал за ИПП-и. Берзата во Шангај од средината на 2006 година ги обнови ИПП активностите откако Кинеската влада ја напушти претходно донесената суспензија, која резултираше во пораст на вкупно емитираните средства од 11.359 милиони евра во 2006 на 43.853 милиони евра во 2007 година. Вкупниот обем на ИПП-и на берзата во Хонг Конг се намали за 18% на 27.758 милиони евра, независно од порастот на бројот на ИПП-и. Големите обем на ИПП-и во 2006 година, делумно беше резултат на ИПП-и на две најголеми банки во Кина, кои заедно остварија 21,6 милијарди евра таа година.

Променливоста на пазарот карактеристичен за крајот на 2007 година, на почетокот на 2008 уште повеќе се зголеми, а со тоа се отежна одредувањето на цената на ИПП-и на компаниите во доста променливи пазарни услови.

Воспоставениот квартален тренд за активностите поврзани со ИПП-и кои се комплетираат пред летото и крајот на годината, логично води до тоа да, во последниот квартал се реализираат најмногу ИПП-и во текот на целата година. Ако се спореди 2006 и 2007 година, ќе се согледа дека во вториот и третиот квартал во 2007 година се реализирани повеќе ИПП-и одколку во соодветните квартали во 2006 година, додека релативно намалување на бројот на ИПП-и

имаме во четвртиот квартал во 2007 во однос на истиот квартал 2006, како резултат на зголемената претпазливост на инвеститорите и намалувањето на активноста на Европските берзи кон крајот на 2007. Тоа е прикажано на графиконот 15 што следува.

Графикон 15. Број на ИЈП-и на берзите во Европа* по квартали во 2006 и 2007 г.



*Берзи во Европа – види табела 27

Се забележува дека во четвртиот квартал во 2006 година остварена е дотогаш најголема квартална вкупна понуда. Постои и голема конзистентност во просечно понудената вредност, која незначително се намали од 105 милиони евра во 2006 на 98 милиони евра во 2007 година, но затоа вредноста на првите десет ИЈП-и падна за цели 14% споредено со 2006 година.

Лондон и понатаму е прв меѓу Европските пазари на капитал и по бројот и по вкупната вредност на ИЈП-и, со 324 ИЈП-и, вредни 39.087 мил.евра, споредено со 426 ИЈП-и, вредни 42.182 милиони евра во 2006. Лондон беше домаќин на 5, од првите десет ИЈП-и, во 2007, вклучувајќи ја и најголемата ИЈП-а на VTB Bank, Руска банка која реализира 4.724 милиони евра преку GDR на главната берза во Мај 2007.

ВМЕ (берзи во Шпанија) беа домаќини на зголемен број на ИЈП од 10 во 2006 на 12 во 2007, и беше втора најголема берза во однос на вредноста на ИЈП-и. Се реализираа вкупно 10.084 милиони евра, повеќе од три пати во споредба со 2.969 милиони евра во 2006 година. Ова значително зголемување се должи, пред сè, на втората и третата најголема Европска ИЈП-а во 2007: Iberdrola Renovables, компанија за обновлива енергија, која реализира 4.070 милиони евра, и Criteria Caixa Corporation, инвестициона компанија со 3.452 милиони

евра. “2007 година беше најдобра година во историјата на шпанските берзи во однос на агрегатната вредност на ИПП-и.”¹⁴¹

NYSE Euronext беше втора најголема Европска берза во однос на бројот на ИПП-и со 127 ИПП-и во 2007 споредено со 134 во 2006. Нејзиното пазарно учество во Европските ИПП-и во однос на бројот остана непроменето, 16%, и покрај тоа што вкупно понудената вредност се намали за 62% од 21.287 милиони евра во 2006, на 8.032 милиони евра во 2007. Во 2007 на NYSE Euronext се реализира шестата најголема Европска ИПП-а, Nurstar, рударска компанија, која реализираше 1.739 милиони евра. Забележливо е дека NYSE Euronext, беше домаќин на Европската најголема ИПП-е во 2004 и 2005, и на втората Европска најголема понуда со 2006 година. Во 2007, NYSE Euronext го задржа обемот на ИПП-и, но не виде толку многу ИПП активности од водечките компании.

Deutsche Borse беше четврта најголема берза во однос на вредноста на ИПП-и, 6.984 милиони евра преку 62 ИПП-и. Ова е на линија со 6.997 милиони евра во 2006 година, но истото претставува 30% намалување на бројот на ИПП-и за истиот период. На оваа берза се реализира петтата најголема ИПП-а во 2007, Tognum AG, снабдувач на машини и системи на млазен погон, во износ од 1.800 милиони евра. “Германската берза беше домаќин на првиот Германски REIT (Real Estate Investment Trust) и го лансира независниот REIT сегмент по стапувањето на сила на Германскиот закон за REIT во Април 2006. Исто така го забележавме и првото котирање од Кина и Русија. Овие факти го потврдуваат зголемувањето на меѓународното значење на германскиот примарен пазар.”¹⁴²

WSE, Варшавската берза во 2007, покажа зголемување и во однос на бројот и во однос на новоemitираните средства. Се реализираа 104 ИПП-и, односно 2.021 милиони евра споредено со 38 ИПП-и и 1.045 милиони евра во 2006. Најголема понуда на Варшавската берза беше ИПП-а на LC Corp, компанија за недвижности, со која се реализираа 279 милиони евра. “Во втората половина на 2007 година, WSE креираше алтернативен пазар за акции, под името NewConnect, дозволувајќи им на малите компании зголемување на нивниот капитал и нивното присуство на јавниот пазар.”¹⁴³ Пазарот беше

¹⁴¹ Domingo J Garcia, BME.

¹⁴² Rainer Riess, Deutsche Borse.

¹⁴³ Ludwik Sobolewski, President, WSE.

отворен во август 2007 и до крајот на годината привлече 24 ИПП-и во вкупна вредност од 41 милион евра.

Во годините пред 2007 постоеше тренд за реализирање на средства на големи Источно Европски компании преку GDR на Лондонската главна берза, додека Индиските компании продолжија да ги фаворизираат GDR во Луксембург. Канадските компании, особено оние во секторот рударство и експлоатација повеќе го фаворизираа AIM, пред сè, поради зголемениот број на помали компании привлечени од помалото регулаторно ниво на AIM споредено со регулацијата на нивните домашни берзи.

Во 2007 година Европските берзи привлекоа 126 ИПП-и од неевропски емитенти споредено со 132 во 2006, што претставува намалување од 5% во меѓународните ИПП активности.

Во 2007, Лондон привлече 81% од вкупниот обем на меѓународни ИПП-и. AIM беше домаќин на 64 меѓународни ИПП-и во вредност од 2.764 милиони евра. На Лондонската главна берза се реализираа 33 меѓународни ИПП-и во вкупен износ од 14.924 милиони евра. PSM (Professional Securities Market)(пазар во Лондон) реализира пет меѓународни ИПП-и вредни 1.909 милиони евра. Сите пет најголеми меѓународни ИПП-и во 2007 се реализираа во Лондон (четири котирали на главната берза, а една на PSM).

Најголемата меѓународна ИПП-а, емисијата на VTB Bank од Русија, вредна 4.724 милиони евра, воедно беше и најголема ИПП-а во 2007 година. Руските компании доминираа при меѓународните ИПП-и, обезбедувајќи три од пет, и тоа сите реализирани преку GDR. Исто така треба да се истакне дека Eurasian Natural Resources Corp, рударска групација од Казахстан, втора најголема меѓународна ИПП-а во 2007 година, се котираше на главната берза во Лондон.

EuroMTF од Луксембург беше втората најатрактивна дестинација за меѓународните ИПП-и со седум ИПП-и од Индија, четири од Бермуда, и една од Тајван (види табела 43).

Табела 43. Петте најголеми меѓународни ИЈП-и во Европа* во 2007

Компанија	Реализирани средства (мл.евра)	Берза	Сектор	Земја на емитентот
VTB Bank	4.724	Лондон	Банкарство	Русија
Eurasian Natural Resources Corp.	1.888	Лондон	Рударство	Казахстан
InnoLux Display Corporation	931	Лондон	Технологија	Тајван
Magnitogorsk Iron&Steel Works	748	Лондон	Примарно п-во	Русија
PIK Group	690	Лондон	Недвижности	Русија

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

На OMX берзата се реализираа 4 меѓународни ИЈП-и вредни 472 милиони евра, додека Oslo Borse оствари 4 ИЈП-и вредни 51 милион евра. NYSE Euronext и Deutsche Borse беа домаќини на две меѓународни ИЈП-и (види табела 44).

Табела 44. Десет најголеми ИЈП-и во Европа* во 2007

Компанија	Обем (мл.евра)	Берза	Сектор	Земја на емитентот
VTB Bank	4.724	London	Банкарство	Russia
Iberdrola Renovables	4.070	Madrid	Услужна дејност	Spain
Criteria Caixa Corporation	3.452	Madrid	Инвестициона комп.	Spain
Eurasian Natural Resources Cosrp.	1.888	London	Рударство	Kazakhstan
Tognum	1.800	Deutsche Borse	Индуст.стоки и услуги	Germany
Nyrstar	1.739	NYSE Euronext	Природни богатства	Belgium
Smurfit Kappa	1.495	London/Ireland	Индуст.стоки и услуги	Ireland
Sports Direct International	1.384	London	Некретнини	UK
Strabag	1.184	Wiener Borse	Градежништво	Austria
Zi Infrasture	1.147	London	Инвестициона комп.	Channel Islands

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

И во 2007 и во 2006 година, десетте најголеми ИЈП-и, секоја посебно, реализира над 1 милијарда евра. Вкупно обезбедените средства во 2007 изнесуваа 22.883 милиони евра, односно намалување за повеќе од 14% во споредба со 26.693 милиони евра во 2006 година. Лондонската главна берза беше домаќин на 5 од 10-те најголеми ИЈП-и во 2007, вклучувајќи ја и најголемата ИЈП-а на VTB Bank, споредено со 4 во 2006 (види табела 45).

Табела 45. Десет најголеми ИПП-и Европа* во 2006

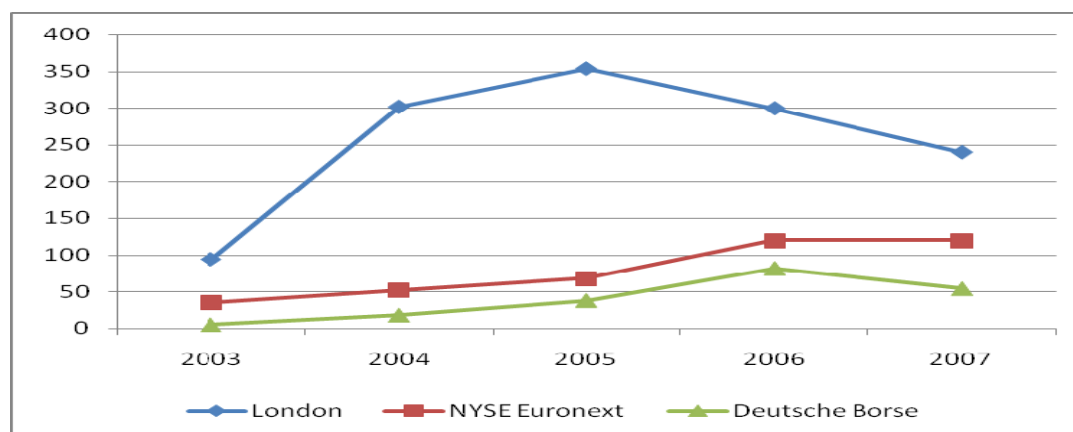
Компанија	Обем (мил.евра)	Берза	Сектор	Земја на емитентот
Rosneft	5.192	London	Нафта и гас	Russia
Natixis	4.220	NYSE Euronext	Банкарство	France
KKR Private Equity Investors	3.928	NYSE Euronext	Инвестициона комп.	Channel Islands
Standard Life	3.240	London	Осигурување	UK
Lotte Shopping	2.316	London	Малопродажба	South Korea
Saras	2.069	Borsa Italiana	Индуст.стоки и услуги	Italy
AP Alternative Assets	1.635	NYSE Euronext	Инвестициона комп.	Channel Islands
MW Tops	1.500	NYSE Euronext	Инвестициона комп.	Channel Islands
Debenhams	1.378	London	Малопродажба	UK
Symrise	1.215	Deutsche Borse	Хемиска инд.	Germany

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

На ВМЕ берзите (берзи во Шпанија) се реализираа втората и третата најголема ИПП-а во 2007: Iberdrola Renovables i Criteria Caixa Corp, остварувајќи 4.070 односно 3.452 милиони евра. Во претходните години, NYSE Euronext се карактеризираше со поголема доминација во листата на најголеми ИПП-и. NYSE Euronext беше домаќин на најголемата Европска ИПП-а во 2004 (Belgacom – 3.290 мил.евра), и во 2005 (EDF – 7.000 мил.евра), го продолжи тој тренд во 2006, кога Natixis оствари 4.220 милиони евра, додека во 2007, NYSE Euronext не реализира ниту една ИПП-а од првите 5 Европски ИПП-и, и само една од првите десет.

Графикон 16. Број на ИПП-и во период 2003-2007 на најактивните берзи без инвестиционите компании

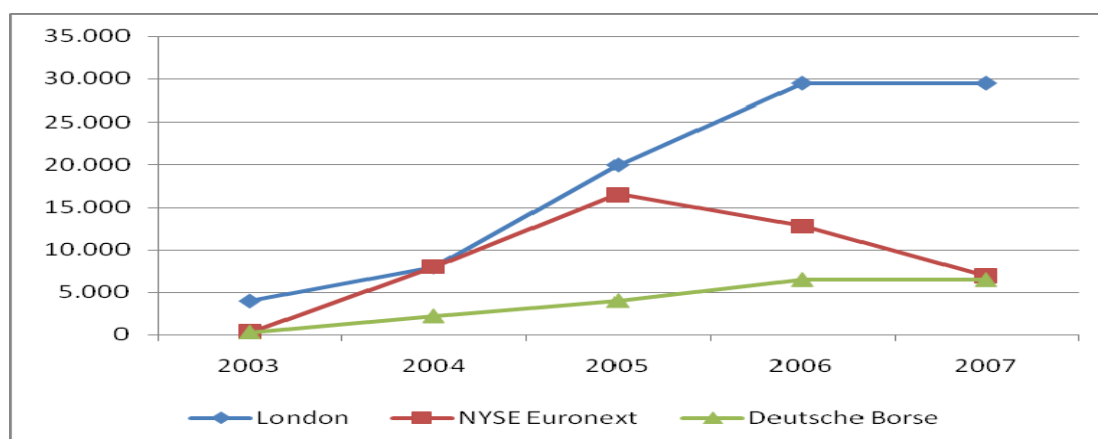


Извор: www.pwc.co.uk

Следејќи го нагорниот тренд од 2003 и значајното опоравување во 2004 и 2005 година, Лондон во 2006 и 2007 доживеа намалување во бројот на ИЈП-и. Обемот на ИЈП-и, во периодот од 2004 и 2006 година продолжи, во значителна мера, да се зголемува сè до пред кризата во 2007, кога дојде и до одредени промени во трендот. ИЈП активностите на LSE за поголемите компании останаа на релативно високо ниво, додека пак за помалите компании на AIM значително се намалија (види графикон 16).

Од друга страна, NYSE Euronext забележа континуирано зголемување на бројот на ИЈП-и, но намалување на обемот во 2006 и 2007. ВМЕ во 2007, уживаа во спектакуларното зголемување во однос на вредноста на ИЈП-и, што е резултат на две големи ИЈП-и (види графикон 17).

Графикон 17. Обем (млн.евра) на ИЈП-и во период 2003-2007 на најактивните берзи без инвестиционите компании



Извор: www.pwc.co.uk

Што се однесува до вредноста на тргувањето во 2007 година забележано е зголемување од 32%, од 16.771 милијарди евра во 2006 на 22.124 милијарди евра во 2007. Следејќи го трендот во претходните пет години, релативното учество на Европските берзи, во основа остана непроменето, со преку 50% учество на Лондон и NYSE Euronext (52% во 2007) во вкупно тргуваната вредност и со Лондон на чело и во двете години(2006 и 2007). Што се однесува до пазарната капитализација на Европските берзи, во 2007 година забележано е мало намалување, од 11.823 милијарди евра во 2006 на 11.635 во 2007 година.

Секторската анализа покажува дека секторот Индустриски стоки и услуги реализира 10% зголемување на бројот на ИЈП-и. Вкупно 147-те ИЈП-и во овој

сектор (134 во 2006) остварија 13.604 милиони евра, додека најголемата ИЈП-а, на Tognum AG, котирана на Deutsche Borse оствари 1.800 милиони евра.

Втор најголем сектор во 2007 беше секторот на Инвестициони компании со 119 ИЈП-и, вкупен обем од 16.096 милиони евра, што претставува 28% намалување во однос на 166 ИЈП-и во 2006, со вкупен износ од 22.113 милиони евра. Иако, како и во 2006 година, многу инвестициони компании ја избраа Лондонската берза AIM како дестинација, во 2007 година на оваа берза дојде до намалување и на бројот и на вредноста на ИЈП-и, од 83 ИЈП-и во износ од 8.272 милиони евра во 2006 на 43 ИЈП-и во вкупен износ од 3.964 милиони евра во 2007 година. LSE реализира мало намалување во бројот на ИЈП-и од 44 во 2006 на 37 во 2007, додека вкупниот износ на новоемитирани средства се зголеми за 51%, од 3.556 милиони евра во 2006 на 5.373 милиони евра во 2007.

Бројот на ИЈП-и во секторот технологија се зголеми од 89 во 2006, на 90 во 2007. Но, обезбедените средства се зголемија за 66% од 2.636 милиони евра во 2006 на 4.363 милиони евра во 2007 година. Најголемата ИЈП-а во овој сектор беше на италијанскиот производител на високо технолошки кабли и системи Prusmain SPA во износ од 1.080 милиони евра. После неа следи ИЈП-а на Тајванската TFT-LCD во износ од 931 милион евра. И двете ИЈП-е се реализираа во Лондон.

“И покрај тоа што AIM остана активна со 15 ИЈП-и во секторот технологија, остварувајќи 255 милиони евра, сепак ја напушти својата позиција како најликвиден европски пазар за технички стоки.”¹⁴⁴

Секторот финансиски услуги забележа зголемување од 16% во однос на бројот на ИЈП-и, од 43 во 2006, на 50 во 2007. Но, остварените средства се намалија за 14% (од 3.765 милиони евра во 2006, на 3.221 милион евра, во 2007). Најголема ИЈП-а во овој сектор беше понудата на Нигериската Guaranty Trust Bank котирана во Лондон, во вкупен износ од 558 милиони евра.

“Во 2007 година Лондон продолжи да биде најпопуларна берза за финансиските институции. Од банкарските понуди, најголеми беа ИЈП-и на Руската банка VTB Bank, во износ од 4.724 милиони евра, котирана на LSE (воедно и најголема ИЈП-а во 2007); и на Француската осигурителна

¹⁴⁴ Andy Morgan, PWC 2007.

*компанија French Group Paris Re, 225 милиони евра, котирана на Euronext.*¹⁴⁵

Бројот на ИЈП-и на Американските берзи во 2007 продолжи да расте, продолжувајќи го закрепнувачкиот тренд од 2006, забележувајќи 15% пораст од 242 во 2006 на 296 во 2007, додека вкупната вредност исто така, се зголеми за 16% (од 40.426 милиони евра во 2006, на 47.378 милиони евра во 2007).

Во 2007 година, Европските берзи продолжија да реализираат повеќе ИЈП-и од нивните Американски конкуренти и во однос на бројот на ИЈП-и и во однос на агрегатниот износ на новоемитирани средства. Додека просечната вредност по ИЈП-а во САД е поголема, вкупно остварените средства на ИЈП-и реализирани на Европските берзи изнесувааа 80.367 милиони евра во споредба со 47.378 милиони евра остварени на Американските берзи (70% повеќе). Но, како што може да се види од табелата приложена подолу во текстот, разликата помеѓу ИЈП активностите на Европските и Американските пазари се намалува.

Табела 46. ИЈП-и во Европа и САД во 2006 и 2007*

Берзи	ИЈП-и во 2007		ИЈП-и во 2006	
	Број	Обем (мил.евра)	Број	Обем (мил.евра)
Европа				
Вкупно	819	80.473	838	87.849
Nasdaq	83	24.868	70	23.799
NYSE	154	15.046	141	13.855
AMEX	59	7.446	31	2.772
Вкупно				
Америка	296	47.378	242	40.426

Извор: www.pwc.co.uk

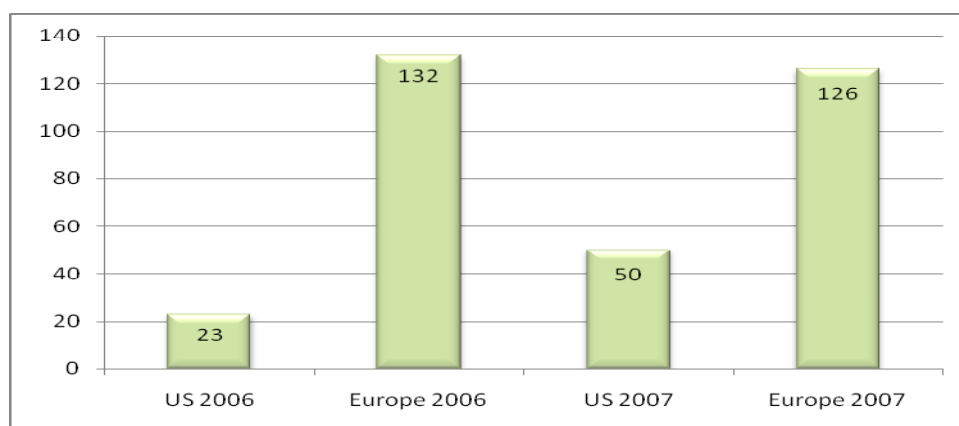
*Европа – види табела 27

Првите три најголеми Американски ИЈП-и се реализираа на NYSE. Најголемата од нив беше понудата на Blackstone Group LP, во износ од 3.020 милиони евра, следена од MF Global Ltd 2.134 милиони евра, и Sterlite Industries (Indija) Ltd во износ од 1.281 милиони евра. Во 2007, Американските берзи привлекоа 50 меѓународни ИЈП-и во вкупен износ од 8.804 милиони евра за разлика од 29 меѓународни ИЈП-и вредни 6.301 милиони евра во 2006. Од овие 50 меѓународни ИЈП-и, 28 беа од Кина, која продолжува да биде добар извор на активности на Американските берзи. Од останатите 22 меѓународни понуди, по

¹⁴⁵ Nick Page, PWC 2007.

6 беа од Грција и Израел, 2 од Бразил и по една од Аргентина, Индија, Ирска, Мексико, Холандија, Филипини, Puerto Rico и Маршалските острови. Ова споредено со 126-те меѓународни ИЈП-и во вкупен агрегатен износ од 21.431 милиони евра во Европа, многу пластично ја отсликува *надмоќноста на Европа и фактот дека Европа останува преферирана дестинација за меѓународни ИЈП-и, но не е за занемарување и фактот што, додека меѓународните ИЈП-и во САД се зголемуваат, Европа реализира намален број на меѓународни ИЈП-и и помал раст на вредноста во 2007 година (види графикон 18).*

Графикон 18. Број на меѓународни ИЈП-и во САД и Европа* во 2006 и 2007

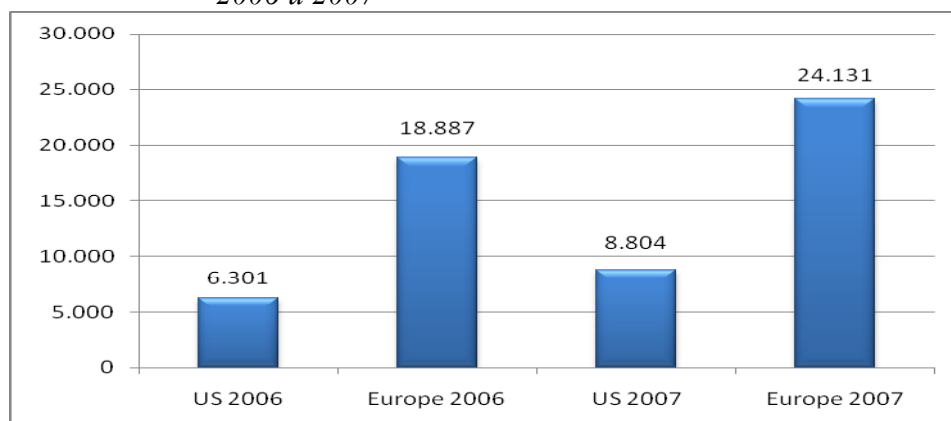


Извор: www.pwc.co.uk

*пазари во Европа – види табела 27

Во 2007 бројот на ИЈП-и во Кина се зголеми за 74% (од 138 во 2006, на 240 во 2007). Вкупно понудената вредност порасна за 60%, од 47.604 милиони евра во 2006 на 76.333 милиони евра во 2007. Сите берзи во рамките на Кина реализираа поголем број на ИЈП-и во споредба со 2006. Но, и берзите во Хонг Конг и Тајван реализираа намалување на вредноста на ИЈП-и во 2007 и тоа за 18%, односно 30% последователно, делумно поради невообичаено големите трансакции во 2006 (64% од вкупните новоемитирани средства во 2006 година се реализирале на берзата во Хонг Конг, поврзани со котирањето на двете најголеми банки во Кина). И берзите во Шангај и берзите во Шенцен остварија значително зголемување, и на бројот, и на вредноста на ИЈП-и во 2007, споредено со 2006.

Графикон 19. Износ (мил.евра) на меѓународни ИЈП-и во САД и Европа* во 2006 и 2007



Извор: www.pwc.co.uk

*пазари во Европа – види табела 27

Агрегатната вредност на ИЈП-и во Кина толку се зголемила, што била скоро еднаква со вкупната вредност на Европските ИЈП-и во 2007 (80.367 милиони евра) и значително ја надмина вредноста на Американските ИЈП-и (види табела 47).

Табела 47. Број и Обем на ИЈП во Европа* и Кина во 2006 и 2007

Берзи	ИЈП-и во 2007		ИЈП-и во 2006	
	Број	Обем (мил.евра)	Број	Обем (мил.евра)
Вкупно Европа	819	80.473	838	87.849
Hong Kong	23	43.853	13	11.359
Shanghai	86	27.758	62	34.012
Shenzhen	101	4.305	52	1.638
Taiwan	30	417	11	595
Вкупно Кина	240	76.333	138	47.604

Извор: www.pwc.co.uk

Европа – види табела 27

Во 2007 година на берзите во Јапонија се реализирале 121 ИЈП-и, 36% помалку споредено со 188 ИЈП-и во 2006. Најголема берза во Јапонија во 2007 година беше JASDAQ. И покрај тоа што оваа берза го задржа своето пазарно учество во Јапонија, вредноста на ИЈП-и (56) што се реализираа на овој пазар се намали на 465 милиони евра во споредба со 56 ИЈП-и во 2006 вредни 1.217 милиони евра (види табела 48).

Покрај намалувањето на бројот на ИЈП-и, во Јапонија во 2007 година, дојде и до намалување на вкупниот износ на ИЈП-и на 3.094 милиони евра, споредено со 8.061 милиони евра во 2006 година.

Табела 48. ИЈП-и во Европа и Јапонија*

Берзи	ИЈП-и во 2007		ИЈП-и во 2006	
	Број	Обем (мил.евра)	Број	Обем (мил.евра)
Вкупно Европа	819	80.473	838	87.849
Tokio Stock Exchange (Main)	13	2.029	29	5.796
JASDAQ	49	465	56	1.217
Mothers	23	336	41	604
Hercules	25	203	37	305
Others	11	61	22	66
Osaka Stock Exchange (Main)	-	0	3	73
Вкупно Јапонија	121	3.094	138	8.061

Извор: www.pwc.co.uk

*пазари во Европа – види табела 27

ИЈП активностите на Европските пазари и пошироко, претрпеа лоша 2008 година како резултат на губење на довербата во пазарите на капитал и глобалната економска криза. Европските пазари доживеаја пропорционално поголемо намалување во емитувањето на нови средства споредено и со САД и со Кина, што резултираше со нивно надминување на Европските достигнувања за прв пат од 2003 година. Во 2008, Лондон и понатаму продолжи да биде најуспешен Европски Пазар, со зголемено пазарно учество во однос на реализираната вредност од 64%, иако оствари значително намалување во бројот на ИЈП-и.

Бројот на ИЈП-и на Европските берзи во 2008 се намали за 59% на 337, во споредба со 819 во 2007, додека агрегатниот износ на средствата понудени со ИЈП-и се намали за драматични 83%, од 80.473 милиони евра во 2007, на 13.957 милиони евра во 2008. Овој тренд се забележа и кај бројот и вредноста на меѓународните ИЈП-и (неевропски компании котирали на Европски берзи), каде се реализира намалување од 38% односно 72%, на 81 ИЈП-и од неевропски емитенит во вкупен износ од 6.018 милиони евра во 2008.

Во 2008 само три од првите десет ИЈП-и оствариле средства над 1,0 милијарда евра, додека во 2007 секоја од десетте најголеми ИЈП-и реализираа над една милијарда евра. Вкупните средства од десетте најголеми ИЈП-и се намали за 65%, од 22.883 милиони во 2007 на 8.076 милиони евра во 2008. Две од првите пет ИЈП-и во 2008 беа меѓународни понуди реализирани на Лондонскиот главен пазар: Fresnillo и Global Investment House. Fresnillo, мексиканска рударска компанија за скапоцени метали, беше трета најголема ИЈП-а во Европа, која реализира 1.143 милиони евра. Global Investment House, Кувајтска компанија за финансиски услуги, беше четврта најголема ИЈП-а вредна 735 милиони евра.

Лондон продолжи да ги привлекува повеќето меѓународни понуди, односно 55% од 81 меѓународна ИЈП-а во 2008, вклучувајќи ги и четири од петте најголеми меѓународни понуди во 2008. Како и да е, вкупно реализираните средства на Лондонските берзи изнесуваа само 8.884 милиони евра, што претставува неверојатни 77% намалување во споредба со 2007. Намалувањето на бројот на реализирани ИЈП-и во 2008 година изнесува 69% (99) во споредба со 2007. Намалувањето е забележано и кај AIM и кај LSE. За прв пат, во 2008 година, Американските берзи ги надминаа Европските берзи, во однос на агрегатниот реализиран износ на новоемитирани средства. Ова во најголема мера се должи на тоа што NYSE беше домаќин на најголемата ИЈП-а во Американската историја, понудата на VISA, во првиот квартал од 2008 година, која реализира 11.510 милиони евра (17.864 милиони долари). VISA реализира 60% од вкупно 19.092 милиони евра преку 57 ИЈП-и реализирани на Американските берзи во текот на 2008 година. Американските берзи продолжија да бидат фокусирани на својата земја за разлика од оние во Европа, со меѓународни понуди вредни 6% од вкупно реализираните ИЈП-и во САД, споредено со 43% од вкупно реализираните средства со ИЈП-и во Европа.

Анализата на ИЈП-и укажува на тоа дека ефектите од финансиската криза се почувствуваа ширум светот, како во Европа, така и во САД, Кина, додека најмало влијание се почувствува на пазарите во Блискиот Исток.

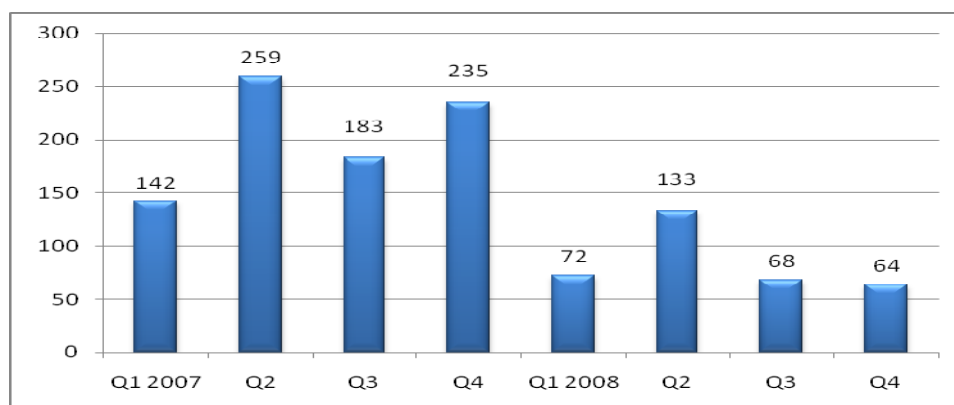
NYSE Euronext ја претстави процедурата за “Брзо котирање”, која дозволува доставување на барање до SEC од страна на неевропски емитенти. Во Лондон, Регулаторот на финансиски услуги (FSE), ги разгледа Правилата за котирање, што резултираше во поставување на стандарди за “Стандардно” и

“Премиум” котирање, како и во намалување на периодот за одобрување на емисија на права.

Секој квартал во 2008 година, и во однос на бројот и во однос на вкупниот износ на ИЈП-и, беше помал, споредено со соодветниот квартал од 2007 година. Треба да се истакне дека последниот квартал од 2008 година беше најлош во однос на ИЈП активности уште од 2002 година, кога довербата кон берзите беше намалена поради несигурните настани поврзани со Блискиот Исток.

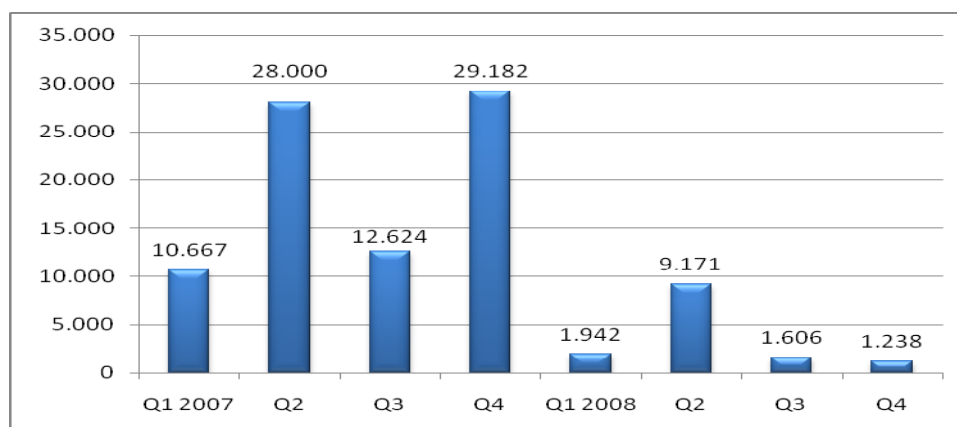
Исто така, има и големо намалување на просечната вредност по ИЈП-а, која падна за 58%, од 98 милиони евра во 2007 на 41 милиони евра во 2008, додека вредноста на првите десет ИЈП-и се намали за 65% споредено со 2007 (види графикон 20 и 21).

Графикон 20. Број на ИЈП-и во 2007 и 2008 во Европа*



Извор: www.pwc.co.uk
*Европа – види табела 27

Графикон 21. Обем на ИЈП-и во 2007 и 2008 (млн.евра) во Европа*



Извор: www.pwc.co.uk
*Европа – види табела 27

Лондон и понатаму остана на чело на Европските берзи, и по број и по вкупени износ на ИПП-и, со 99 ИПП-и вредни 8.884 милиони евра во 2008, споредено со 324 ИПП-и вредни 39.087 милиони евра во 2007 година. Пазарното учество на Лондон, од 49% во 2007, се зголеми на 64% во 2008 (вредносно) и покрај тоа што пазарното учество, по однос на бројот на реализирани ИПП-и, од 40% се намалило на 29%. Овој тренд се должи на фактот што Лондон беше домаќин на 7 од првите 10 ИПП-и во 2008, вклучувајќи ја и втората и третата по големина ИПП-и: New World Resources и Fresnillo. New World Resources, рударска компанија од Чешката Република, тројно котирана: во Лондон, берзата во Варшава и берзата во Прага, оствари вкупно 1.390 милиони евра. Fresnillo, Мексиканска рударска компанија за благородни метали, котирана во Лондон, оствари 1.143 милиони евра (прва Мексиканска компанија котирана на берзите во Лондон, што укажува на ширење на влијанието на Лондонските берзи и во Латинска Америка). И двете компании за прв пат се котираа во Мај 2008.

Варшавската берза (WSE) беше втор најголем Европски пазар, како во однос на бројот на ИПП-и, така и во однос на вкупно остварени новоемитирани средства, со 91 ИПП-а, вредни 2.502 милијарди евра, во 2008, споредено со 104 ИПП-И, вредни 2.021 милиони евра во 2007. Учеството на Варшавската берза во Европските ИПП-и, во однос на бројот, се зголеми од 13% во 2007, на 27%, во 2008.

WSE беше единствената Европска берза каде беше евидентирано зголемување на новоемитираните средства во 2008.

NYSE Euronext остана трет најголем Европски пазар и во однос на бројот и во однос на вкупната вредност на ИПП-и, со 65 ИПП-и вредни 2.501 милион евра во 2008. Но, ова претставува значително намалување од 69% во однос на вредноста и 49% намалување во однос на бројот на ИПП-И, споредено со 2007 година. NYSE Euronext беше домаќин на најголемата ИПП-и во 2008, понуда на Португалската компанија за обновлива енергија EDP Renováveis, вредна 1.566 милиони евра. Исто така, на оваа берза се реализира уште една ИПП-а од десетте најголеми во 2008, понуда на инвестиционата компанија Liberty International Acquisition Company, вредна 600 милиони евра.

“Независно од тешките пазарни услови во 2008 година, Alternext, наш специјализиран пазар за мали и средни компании, привлече зголемен број на меѓународни понуди, вклучувајќи ја и првата Американска компанија

некогаш котирана на Alternext, и за прв пат, четири компании од Кина. Ова е резултат на нашите напори во привлекувањето на меѓународни компании од брзорастечките земји, како Кина, на нашиот пазар, обезбедувајќи им понатамошен нивен развој.”¹⁴⁶

Австриската берза, **Wiener Borse**, и **Athens Stock Exchange**, во 2008 година немаа ниту една ИЈП-а. “2008 година беше тешка година за сите меѓународни финансиски пазари. По неколку многу успешни години, во 2008 година дојде до намалување на сите главни пазарни индикатори под влијание на финансиската криза, која започна на sub-prime пазарот во САД. Овие случувања неможеа да ја заобиколат Виенската берза. Како и да е, Виенската берза во 2008 година креира силна оска со аквизиција на доминантно учество во трите соседни берзи – Будимпешта, Љубљана и Прага. Со ова сакаме да го зголемиме меѓународното внимание помеѓу институционалните инвеститори за овој пазарен регион на капитал и да ја зголемиме ликвидноста на регионалните берзи во иднина. Во 2008 година исто така ја проширивме соработката со многу берзи во регионот, пред сè со Букурешт и Сараево.”¹⁴⁷

Глобалната економска криза имаше значително негативно влијание врз бројот и вредноста на меѓународните ИЈП-и реализирани ширум Европските берзи во 2008. Европските берзи привлекоа 81 ИЈП-и во споредба со 131 во 2007, што претставува намалување од 38%. Но, понудените средства беа скоро двапати помали во 2008 во споредба со 2007, односно намалувањето изнесуваше 72%, од 21.537 милиони евра во 2007, на 6.018 милиони евра во 2008.

Лондон привлече 55% од вкупниот број на сите меѓународни ИЈП-и. AIM беше домаќин на 29 меѓународни ИЈП-и вредни 977 милиони евра, додека LSE реализира 14 меѓународни ИЈП-и вредни 3.785 милиони евра. PSM реализира 2 меѓународни ИЈП-и вредни 255 милиони евра.

Четири од петте најголеми меѓународни ИЈП-и во 2008 се реализираа во Лондон, и тоа на главниот пазар. Најголемата меѓународна ИЈП-и Fresniloo, вредна 1.143 милиони евра, реализирана на главниот пазар во Лондон, беше трета најголема ИЈП-и во 2008. Треба да се напомене дека две од првите пет најголеми меѓународни ИЈП-и во 2008 беа Кувајтски компании.

¹⁴⁶ Martine Charbonnier, NYSE Euronext, March 2009.

¹⁴⁷ Michael Buhl, CEO, Wiener Borse, January 2009.

Табела 49. Петте најголеми меѓународни ИЈП-и во 2008 реализирани во Европа*

Компанија	Реализирани средства (мил.евра)	Берза	Сектор	Земја на емитентот
<i>Fresnilo</i>	1.143	London	Рударство	Mexico
<i>Global Investment House</i>	735	London	Финансиски услуги	Kuwait
<i>Liberty Intern. Acquisition Comp.</i>	600	NYSE Euronext	Инвестиции	Cayman Islands
<i>Commercial Bank of Qatar</i>	444	London	Банкарство	Qatar
<i>Global Mena Financial Assets</i>	318	London	Инвестиции	Kuwait

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

Табела 50. Најголеми 10 ИЈП-и во Европа* во 2008

Компанија	Обем (мил.евра)	Берза	Сектор	Земја на емитентот
EDP Renovaveis	1.566	NYSE Euronext	Услуги	Portugal
New World Resources	1.390	London/WSE/Prague	Рударство	Czech Republic
Fresnillo	1.143	London	Рударство	Mexico
Global Investment House	735	London	Финансиски услуги	Kuwait
BH Global	674	London	Инвестиции	Channel Islands
Resolution	660	London	Инвестиции	Channel Islands
Liberty Intern.Acquisition Comp.	600	NYSE Euronext	Инвестиции	Cayman Islands
Enea	546	WSE	Услуги	Poland
Commercial Bank of Qatar	444	London	Банкарство	Qatar
Global Mena Financial Assets	318	London	Инвестиции	Kuwait

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

“Интересно е да се напомене дека, во услови на тековната економска клима, 6 од топ 10 ИЈП-и се компании во сектори како финансиски услуги, инвестиции и банки”¹⁴⁸.

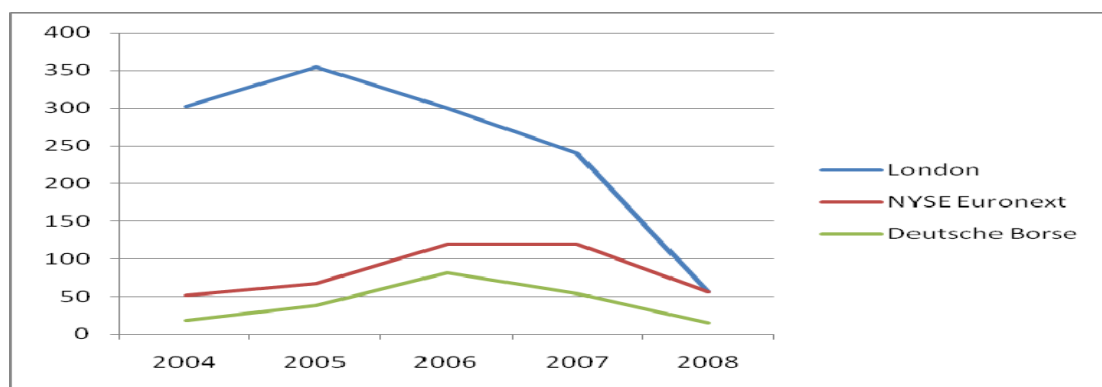
Графиконите подолу во текстот го покажуваат нивото на активност на најактивните пазари во период од 2004 до 2008 година, исклучувајќи ги инвестиционите компании. *Сите пазари доживеаа драматично намалување и во однос на бројот и во однос на реализираната вредност поради променливоста на финансиските пазари. Лондон доживеа најголем пад.*

Следејќи го порастот во 2004 и 2005, Лондон оствари намалување на бројот на ИЈП-и во 2006, 2007 и повторно во 2008. Вредноста на ИЈП-и

¹⁴⁸ Tom Troubridge, Head of Capital Markets Group in London, 2009.

продолжи многу да се зголемува од 2004 до 2006, задржувајќи го достигнатото ниво во 2007, за да нагло се намали во 2008. Колапсот во 2008 е резултат на микс на ИЈП активности во Лондон во периодот 2004-2007, кога ИЈП активностите за поголемите компании на главниот пазар останаа релативно силни, додека ИЈП активностите за помалите компании на AIM значајно се намалија (види графикон 22)

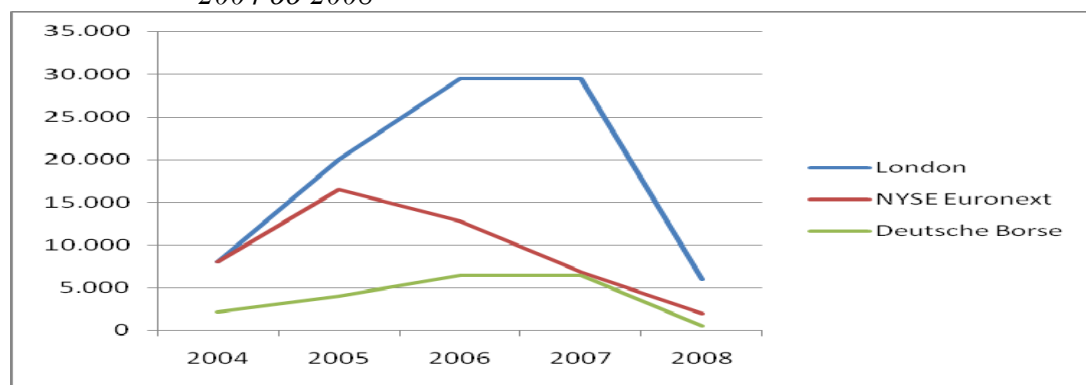
Графикон 22. Број на ИЈП-и реализирани во Европа *во период од 2004 до 2008¹⁴⁹



Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

Графикон 23. Обем (мл.евра) на ИЈП-и реалзирани во Европа* период од 2004 до 2008



Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

Пазарната капитализација на Европските берзи во 2008 се намали за големи 46%, од 11.635 милијарди евра во 2007 на 6.307 милиони евра во 2008.¹⁵⁰ Најголемо намалување се забележа на најголемата берза NYSE Euronext.

¹⁴⁹ Без инвестициони компании.

¹⁵⁰ Пазарната капитализација ги исклучува инвестиционите компании.

Лондон и NYSE Euronext и понатаму имаат најголемо учество, 47%, од вкупната пазарна капитализација на Европските берзи во 2008 (48% во 2007).

2008-та беше разочарувачка година во однос на бројот и вредноста на ИЈП-и во Европа, како и во однос на вкупните активности поврзани со тргувањето со капитал, како резултат на несигурноста на инвеститорите во тековната економска клима.

Секторската анализа на ИЈП активностите за 2008 би била следна. Секторот Индустриски стоки и услуги оствари намалување од 59% во однос на бројот на ИЈП-и и 95% намалување во вкупната вредност. 60-те ИЈП-и во овој сектор остварија 711 милиони евра споредено со 147 ИЈП-и вредни 16.604 милиони евра во 2007. Лондон реализира неверојатни 82% од вкупно реализи-

Табела 51. Број на ИЈП-и во 2007 и 2008 во Европа по сектори*

Сектор	Број на ИЈП-и во 2008	Број на ИЈП-и во 2007	% промена
Индустриски стоки и услуги	60	147	-59,18
Инвестициони компании	50	119	-57,98
Технологија	37	91	-59,34
Финансиски услуги	19	51	-62,75
Нафта и гас	18	37	-51,35
Недвижности	18	51	-64,71
Исхрана и пијалоци	15	29	-48,28
Лични и куќни производи	14	26	-46,15
Телекомуникации	14	21	-33,33
Услуги	14	19	-26,32
Малопродажба	13	22	-40,91
Градежништво	13	17	-23,53
Мидиуми	10	33	-69,70
Фармација	9	32	-71,88
Туризам	9	30	-70,00
Рударство	8	24	-66,67
Здравје	6	12	-50,00
Хемиска инд.	4	6	-33,33
Банки	2	15	-86,67
Автомобилска инд.	2	12	-83,33
Базични извори	1	16	-93,75
Осигурување	1	9	-88,89
Вкупно	337	819	-58,85

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

ниот износ во овој сектор, вклучувајќи ги и двете најголеми ИЈП-и во 2008, Globaltrans Investment и Taewoong Co. Globaltrans Investment е Руска компанија за логистика која е котирана на Лондонскиот главен пазар и која реализираше 287 милиони евра по пат на понуда на GDR. Taewoong Co. е Јужно Корејска инженерска компанија, која е котирана на Лондонската PSM, и која реализираше 184 милиони евра.

Воопшто, Лондон забележа намалување од 71% во однос на бројот на ИЈП-и во секторот индустриски стоки и услуги и 83% намалување на вкупно реализираниот износ споредено со 2007 година. Најактивен пазар во однос на бројот и втор најголем пазар во однос на вредноста на ИЈП во секторот индустриски стоки и услуги беше WSE со 24 ИЈП-и во вкупен износ од 86 мил. евра, споредено со 27 ИЈП-и вредни 277 мил. евра во 2007. Луксембург беше третата најголема берза во однос на вредноста на ИЈП-и во Секторот индустриски стоки и услуги со 5 Индиски ИЈП-и во овој сектор, по пат на GDR, во вкупен износ од 28 милиони евра.

Табела 52. Вредност на ИЈП-и во Европа*, во 2008 и 2007 год., во првите 5 најактивни сектори

Сектор	Вредност на ИЈП-и во 2008 (мил.евра)	Вредност на ИЈП-и во 2007 (мил.евра)	% промена
Индустриски стоки и услуги	711	13.604	-94,774
Инвестициони компании	4.028	16.096	-74,975
Технологија	447	4.433	-89,917
Финансиски услуги	829	3.221	-74,263
Нафта и гас	553	1.846	-70,043

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

Неизбежно, со текот на времето, на пазарите на капитал се случува развој, како претставување на нови пазари, промена или сегментација на постојните пазари. Во Октомври 2008, Deutsche Borse го реструктурира нејзиниот трет пазар, Open Market, и го претстави First Quotation Board како нов сегмент, регулиран пазар на Берзата во Франкфурт. Овој сегмент беше домаќин на сите примарни понуди што се реализираа на Open Market, обезбедувајќи подобра видливост за иницијално котирање на акции и ПСХВ. Во основа е наменет за квалификувани инвеститори кои се во можност да ги проценат и да ги поднесат ризиците

поврзани со инвестирање во акции котираани на First Quotation Board. Отварањето на овој сегмент беше одговор на Deutsche Borse на зголемениот број иницијални котирања на Open Market. Уште од 2005 година, компаниите во значајна мера го користеа Open Market за да ги понудат своите акции, без потреба од исполнување на било какви услови и обврски. Повеќето компании котираани на First Quotation Board не се од Германија.

PLUS е основана во Декември 2005 како нова мала, односно средна берза во Лондон. На оваа берза делуваат два примарни пазари: PLUS-listed и PLUS-quoted, какои секундарниот пазар Plus-traded.

Plus-listed пазарот е Европски регулиран пазар наменет за компании, фондови, професионални издавачи на капитал, долг, потврди за странски хартии од вредност и посебни хартии од вредност, како структурирани производи и берзанско тргувани фондови.

Plus-quoted е берзанско регулиран пазар за мали компании, компании што растат. Овој пазар не бара исполнување на некои посебни услови, туку почитување на одредени основни стандарди.

Кредитната криза и како резултат на тоа, глобалниот финансиски метеж, предизвика скоро преполовување на Американските ИЈП активности, поради драматичното намалување и на бројот и на вредноста на ИЈП-и берзите во САД во 2008 година. Бројот на ИЈП-и падна за неверојатни 81%, од 296 во 2007, на 57, во 2008. Вредноста на ИЈП-и се намали за 60%, од 47.378 милиони евра, во 2007, на 19.092 милиони евра, во 2008.

Табела 53. ИЈП-и во Европа и Америка (2008 и 2007)*

Берзи	ИЈП-и во 2008		ИЈП-и во 2007	
	Број	Обем (мил.евра)	Број	Обем (мил.евра)
Европа Вкупно	337	13.957	819	80.473
Nasdaq	17	14.868	83	24.886
NYSE	26	1.974	154	15.046
NYSE Alternext ¹⁵¹	14	2.250	59	7.446
Вкупно Америка	57	19.092	296	47.378

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

¹⁵¹ На 1 Октомври 2008, NYSE Euronext ја комплетираше својата аквизиција на American Stock Exchange (AMEX), ребрендирајќи се во NYSE Alternext (“Alternext”)

Во 2008 за прв пат по три години, Американските берзи ги надминаа Европските, во однос на вкупно реализирани средства, ставајќи ја САД на прво место по агрегатен износ на новоемитирани средства во 2008, пред Европа и Кина. Просечната вредност по ИЈП-а во САД, исто така, беше поголема од онаа во Европа и Кина.

Независно од големото намалување на ИЈП активностите, во 2008 година, САД ја оствари најголема ИЈП-а во својата историја¹⁵² вредна 11.510 милиони евра (17.864 милиони долари), во првиот квартал од годината, што претставува 60% од вкупната вредност на сите ИЈП-и во САД (во 2008). Втора најголема Американска понуда беше понудата на Американ Water Works Company, вредна 792 милиони евра (1.247 милиони долари). После неа беше ИЈП-а на Potash, вредна 609 милиони евра (960 милиони долари). Американските берзи привлекоа 17 меѓународни ИЈП-и, седум од Кина (Кина и понатаму беше најголем извор на меѓународни ИЈП-и на американските пазари), две од Грција, две од Кајмански острови, и по една од Бермуда, Канада, Хонг Конг, Кореа, Холандија и Англија. Ова споредено со 81 меѓународна ИЈП-и, вредни 6.018 милиони евра во Европа, укажува на тоа дека Европа продолжува да биде преферирана дестинација за меѓународни ИЈП-и. Понатаму, Европа доживеа помало намалување на бројот и вредноста на меѓународните ИЈП-и отколку САД. Вредносно, меѓународните ИЈП-и претставуваа 43% од вкупниот износ реализиран со ИЈП-и во Европа во 2008, споредено со само 6% во САД.

Во 2008, бројот на ИЈП-и во Кина се намали за 35%, од 240 во 2007, на 157 во 2008, додека вредноста на јавните понуди се намали за 79%, од 76.333 милиони евра во 2007 на 16.041 милиони евра во 2008. Сите берзи во регионот Кина забележаа намалување во вредноста на понудите, со најголемо намалување од 84% и 79% во Шангај, односно Хонг Конг последователно. Ова намалување делумно се должи на намалувањето на бројот на ИЈП-и, од 23 во 2007, на 6, во 2008, на берзата во Шангај, односно од 86 во 2007, на 49, во 2008, на берзата во Хонг Конг. Во 2008, агрегатниот реализиран износ во регионот Кина, беше за 15% повисок од оној во Европа. Што се однесува до бројот на ИЈП-и во 2008, регионот Кина реализираше 157 ИЈП-и за разлика од 337 реализирани во Европа.

¹⁵² ИЈП на VISA реализирана на Њујоршката берза (NYSE).

Табела 54. ИЈП-и во Европа* и Кина (2007 и 2008)

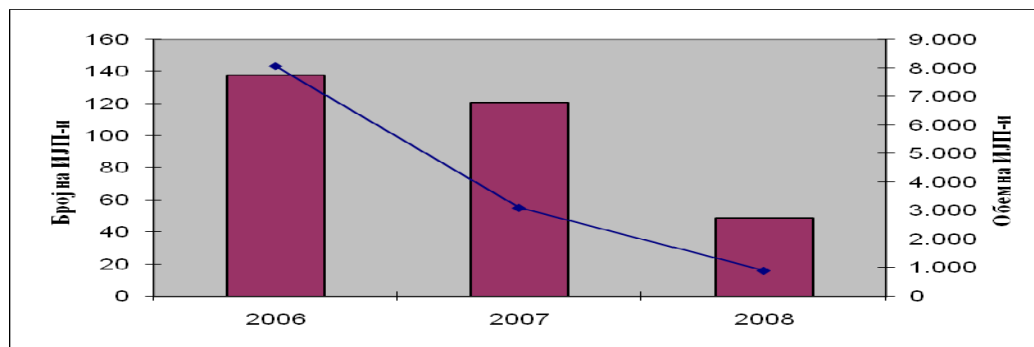
Берзи	ИЈП-и во 2008		ИЈП-и во 2007	
	Број	Обем (мил.евра)	Број	Обем (мил.евра)
Вкупно Европа	337	13.957	819	80.473
Hong Kong	6	7.173	23	43.853
Shanghai	49	5.760	86	27.758
Shenzhen	71	2.942	101	4.305
Taiwan	31	166	30	417
Вкупно Кина	157	16.041	240	76.333

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

На берзите во Јапонија, во 2008 година, се реализираа 49 ИЈП-и, (намалување од 60% споредено со 121 ИЈП-а во 2007). Намалувањето на вредноста на ИЈП-и во 2008 година беше поголемо и изнесуваше 71%, од 3.094 милиони евра во 2007, на 897 милиони евра во 2008.

Графикон 24. ИЈП-и во Јапонија (2006-2008)



Извор: www.pwc.co.uk

JASDAQ беше најголема Јапонска берза и по број на ИЈП-и (18) и по вредност (431 милион евра) во 2008, споредено со 49 ИЈП-и вредни 465 милиони евра во 2007.

Tokio Stock Exchange (Main) забележа 86% намалување на новоемитираните средства во 2008, 280 милиони евра од 7 ИЈП-и, во споредба со 2.029 милиони евра од 13 ИЈП-и во 2007. На почетокот на 2009, Tokio Stock Exchange и London Stock Exchange објавија ново заедничко вложување, ТОКИО AIM. Овој нов пазар е наменет за растечки компании во Јапонија и Азија со регулаторна рамка слична на онаа кај Лондонскиот AIM пазар.

Табела 55. ИЈП-и во Европа* и Јапонија (2007-2008)

Берзи	ИЈП-и во 2008		ИЈП-и во 2007	
	Број	Обем (мил.евра)	Број	Обем (мил.евра)
Вкупно Европа	337	13.957	819	80.473
JASDAQ	18	431	49	465
Tokio Stock Exchange (Main)	7	280	13	2.029
Mothers	12	146	23	336
Hercules	9	31	25	203
Others	3	9	11	61
Вкупно Јапонија	49	897	121	3.094

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

Споредба со Блискиот Исток

Во 2008, Gulf Cooperation Council (GCC) берзите остварија 26% намалување на бројот на ИЈП-и, од 34 во 2007, на 25, во 2008. Вредносно, намалувањето изнесува 12%, од 9.057 милиони евра во 2007, на 7.955 милиони евра, во 2008. Saudi Arabia берзата (Tadawul) учествуваше со 83% во вкупно новоemitираните средства, односно реализира 6.629 милиони евра преку 13 ИЈП-и, сите оставрени во првите три квартали од 2008. Saudi Arabia берзата ги реализира првите 5 најголеми ИЈП-и во регионот, вклучувајќи ги Alinma Bank со 1.913 милиони евра, и Saudi Arabian Mining Company со 1.685 милиони евра. UAE берзата забележа зголемување на бројот на ИЈП-и од 4 во 2007, на 8, во 2007, со истовремено драматично намалување (83%) на реализираната вредност, од 5.087 милиони евра во 2007, на 862 милиони евра во 2008. Ова, во најголема мера е резултат на влијанието на ИЈП-а на DP World, во 2007, во вкупен износ од близу 4 милијарди евра.

Табела 56. ИЈП во Европа* и Блискиот Исток (2007-2008)

Берзи	ИЈП-и во 2008		ИЈП-и во 2007	
	Број	Обем ¹⁵³ (мил.евра)	Број	Обем ¹⁵⁴ (мил.евра)
Вкупно Европа	337	13.957	819	80.473
Saudi Arabia	13	6.629	26	3.521
UAE	8	862	4	5.087
Qatar	1	349	2	284
Kuwait	1	67	-	-
Oman	2	48	1	114
Bahrain	-	-	1	51
Вкупно GCC	25	7.955	34	9.057

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

За 2009 година податоците покажуваат драматично намалување и во однос на бројот и во однос на вредноста на ИЈП-и споредено со четвртиот квартал 2008. Ова е конзистентно со *историскиот тренд на помали ИЈП активности во првиот квартал*, но сепак, намалувањето е поизразено отколку забележаното намалување во првиот квартал 2008, рефлектирајќи го влијанието на глобалната економска состојба.

Целокупната слика не одразува само намалување на бројот на новите понуди (18 во првиот квартал 2009 споредено со 72 во истиот квартал 2008), туку, она што е уште позначајно, *маркантно намалување* на просечниот износ на понудени средства. Вкупно понудени средства преку ИЈП-и на Европските пазари во првиот квартал 2009 беше 9 милиони евра, што претставува огромно намалување споредено со 1.942 милиони евра во првиот квартал 2008. Намалувањето на понудената вредност, во основа се должи на намалениот број на ИЈП-и, а особено поради отсуството на некоја поголема трансакција. Најголемата ИЈП-а во овој квартал изнесуваше 4 милиони евра, понуда на Hudraperes SA, Полска индустриска компанија (споредено со најголемата ИЈП-а, реализирана истиот квартал 2008, вредна 600 милиони евра-понуда на Liberty International).

Приливот на меѓународни компании на Европските пазари драстично се намали, и изнесуваше само три ИЈП-и од неевропски компании, во вкупен износ

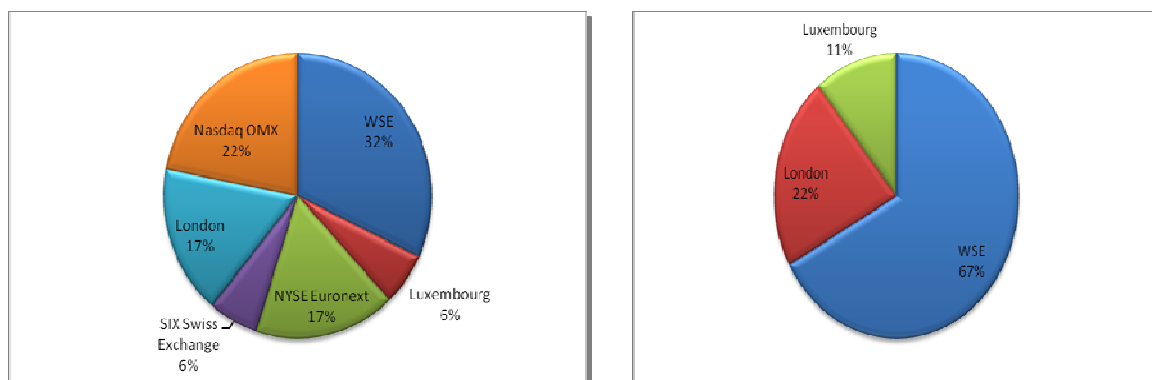
¹⁵³ Вредноста на ИЈП-и на GCC го вклучува презапишувањето и опцијата “зелен чевел”

¹⁵⁴ Исто

од околу 1 милион евра. И покрај тоа што реализира само шест ИЈП-и во вкупен износ од 6 милиони евра, WSE во првиот квартал од 2009 беше најголем пазар и во однос на бројот и во однос на вредноста на ИЈП-и.

Три од петте најголеми ИЈП-и, вклучувајќи ја и најголемата, беа реализирани на WSE. Најголемата од трите беше понудата на Hudrapres SA SA, Полска индустриска компанија, вредна 4 милиони евра. После неа беше ИЈП-а на Downing Protected Opportunities, инвестициона компанија, котирана во Лондон, вредна 2 милиони евра.

Графикон 25. Петте најголеми ИЈП-и во Европа* (по број и вредносно) во Q1 2009



*Европа – види табела 27

Европските пазари продолжија да привлекуваат неевропски компании. Се реализираа три ИЈП-и од неевропски компании во вкупен износ од близу 1 милион евра, што претставува значително намалување и во бројот и во однос на понудената вредност споредено со Q1 (првиот квартал) 2008 кога се реализираа 18 меѓународни ИЈП-и во вкупен износ од 1.484 милиони евра. Остварените средства од неевропски компании претставуваат 11% од вкупно реализираните средства на Европските берзи во Q1 2009, споредено со 76% во првиот квартал 2008. Неевропските компании за своја дестинација ги избраа Лондон и Луксембург. Лондонскиот главен пазар привлече една неевропска ИЈП-а, Lebanese Bank (со која не се остварени никакви дополнителни средства).

AIM исто така привлече само една неевропска ИЈП-а, Yujin International Ltd, компанија за поморски транспорт од Сингапур, со која не се реализирани дополнителни средства.

Друга неевропска ИЈП-а беше понудата на Indian Bank, котирана во Луксембург, вредна 1 милион евра преку GDR.

Берзите во Осло (Bors и Axxess), Deutsche Borse, ISE, Borsa Italiana, BME (SpanishExchanges), Wiener Borse и Athens Stock Exchange немаа никаква ИЈП активности во овој квартал. Најактивни сектори во овој квартал беа Секторот технологија и Секторот индустриски стоки и услуги со 5 односно 4 ИЈП-и, што претставува намалување, споредено со реализирани 10, односно 18 ИЈП-и, последователно, во истиот квартал 2008. Што се однесува до четвртиот квартал 2008, нема промена на бројот на реализирани ИЈП-и во Секторот технологија, додека во Секторот индустриски стоки и услуги, забележано е намалување од 11 на 4 ИЈП-и.

Важно е да се забележи дека во првиот квартал од 2009 година забележано е намалување на ИЈП активностите скоро кај сите сектори. Интересно, банките се единствениот сектор кај кој е забележано зголемување во споредба со истиот квартал 2008, со две ИЈП-и од страна на неевропски компании во првиот квартал 2009, споредено со првиот квартал 2008, кога не е реализирана ниту една ИЈП-а во овој сектор.

Во првиот квартал 2009 Американските берзи забележаа намалување на ИЈП активностите со само две ИЈП-и (и двете реализирани на NYSE) во вкупен износ од 564 милиони евра, споредено со 25 ИЈП-и вредни 14.698 милиони евра реализирани првиот квартал 2008, што претставува 92% намалување во однос на бројот и 96% намалување во однос на вредноста на реализираните ИЈП-и.

Главните Европски берзи и во **вториот квартал** од 2009 продолжија да трпат негативно влијание од загубената доверба во пазарите на капитал и преферирање на инвеститорите да инвестираат во веќе постоечки и котирани компании кои го зајакнале својот биланс преку секундарни понуди. *Вакви секундарни понуди доминираа во зголемувањето на капиталот во првата половина од 2009, на пример, во Лондон, за време на првите шест месеци од 2009, од вакви понуди се остварени преку 50 милијарди евра, што претставува повеќе од вкупните средства остварени преку ИЈП-и (39 милијарди евра) во Лондон за цела 2007 година.*

Во вториот квартал 2009 дојде до интензивирање на ИЈП активностите, како во поглед на бројот на реализирани ИЈП-и, 28 во споредба со 18 ИЈП-и во првиот квартал 2009, така и во поглед на вредноста, 456 милиони евра во

споредба со 9 милиони евра реализирани претходниот квартал од 2009. Зголемувањето на ИПП активностите е во согласност со историскиот тренд на поголеми ИПП активности во вториот квартал, пред годишните одмори.

И покрај зголемувањето на ИПП активностите споредено со првиот квартал 2009, сеуште постои драматично намалување и на бројот и на вредноста на ИПП-и кога се врши споредба со истиот квартал во 2008 година, што го одразува влијанието на глобалната економска состојба. Драматичното намалување споредено со 2008 година не се согледува само преку намалениот број на реализирани ИПП-и (28 во Q2 2009 споредено со 133 во истиот квартал 2008, намалување од 79%), туку исто така преку просечната вредност на новоемитирани средства по поединечна понуда (од 69 милиони евра во Q2 2008 на само 16 милион евра во Q2 2009). Доколку пак се спореди со просекот во Q1 2009, тоа претставува значително зголемување. Забележливо е дека најголемите 4 ИПП-и во вториот квартал 2009 остварија 88% од вкупниот реализиран износ во кварталот, оставајќи само 56 милиони евра на останатите 24 ИПП-и.

Вкупната вредност на ИПП-и реализирани на Европските берзи во Q2 2009, изнесуваше 456 милиони евра, што претставува огромно намалување во споредба со 9.171 милион евра остварени во Q2 2008. Намалувањето на агрегатниот износ на реализираните ИПП-и е резултат како на намалувањето на бројот на ИПП-и, така и на отсуството на некоја поголема трансакција споредено со Q2 2008. Најголемата ИПП-а во кварталот, вредна 226 милиони евра, беше понудата на Max property Group, инвестициона компанија за недвижности од Церси, додека најголемата ИПП-а во Q2 2008 беше понудата на EDP Renovaveis, вредна 1.566 милиони евра.

Во Q2 2009, во однос на големината на реализирани средства, со 258 милиони евра од три ИПП-и, Лондон беше најголемиот Европски пазар, додека во однос на бројот на реализирани ИПП-и (7 во вкупен износ од 126 милиони евра) тоа беше WSE.

Очекувано, сите Европски берзи беа под влијание на несигурноста и променливоста на финансиските пазари, што најпластично се согледува преку агрегатна вредност на реализираните ИПП-и, што претставува само 5% во однос на реализираниот износ во истиот квартал 2008. Borsa Italiana, во Декември 2008 формира AIM берза, слично како и Лондонската AIM берза, со двете претходно спомнати компании како први котирања на истата (види табела 56).

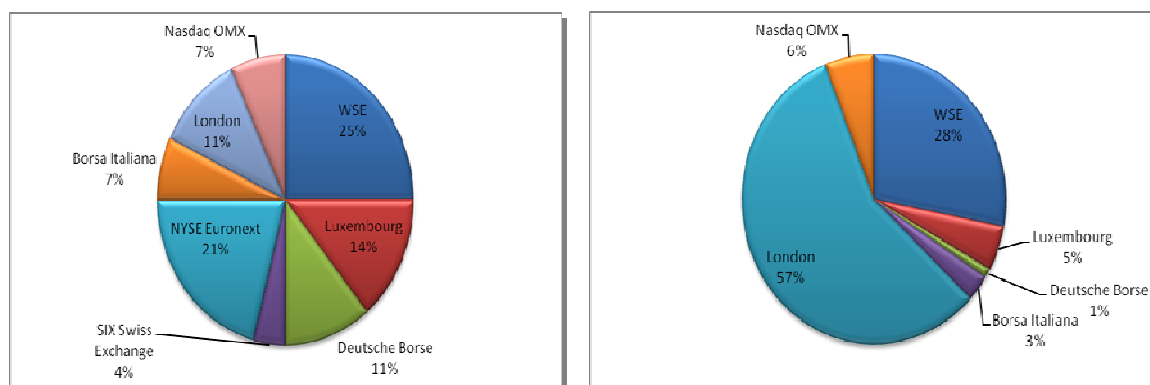
Табела 57. Петте најголеми ИЈП-и реализирани во Европа* во Q2 2009

Р.бр.	Емитент	Берза	Сектор	Износ (мил.евра)
1	Max Property Group	AIM (London)	Недвижности	226
2	Lubelski Wegiel Bogdanka	WSE	Рударство	116
3	Altus Resource Capital	SFM (London)	Инвестициона комп.	30
4	Corem Property Group	Nasdaq OMX	Недвижности	28
5	Neurosoft	AIM (Borsa Italiana)	Инвестициона комп.	8
5	Internat. Karton Finance	AIM (Borsa Italiana)	Инд.стоки и услуги	8

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

Графикон 26. Учество на пооделни берзи во Европа* во вкупните ИЈП во Q2 2009 (по број и вредносно)



*Европа – види табела 27

Бројот на меѓународни компании на Европските пазари исто така се зголеми, со реализирани 8 ИЈП-и на неевропски компании, во вкупен износ од 24 милиони евра, споредено со три неевропски ИЈП-и вредни 1 милион евра во Q1 2009. Во насока на намалување на ИЈП активностите при нивно споредување со Q2 2008, бројот на меѓународните ИЈП-и значително е намален. Остварените средства од страна на неевропските компании претставуваат само 5% од вкупните средства остварени на Европските пазари во Q2 2009, споредено со 39% во Q2 2008. Неевропските компании ги избраа Deutsche Borse, Луксембург и NYSE Euronext како свои дестинации.

Луксембург привлече 4 ИЈП-и (преку понуда на GDR(Global Depositary Receipt), сите од Индија, што заедно сочинуваат 92% од вкупно реализираните средства преку меѓународни ИЈП-и.

Deutsche Borse оствари две неевропски ИЈП-и, Американска фармацевтска компанија реализира 2 милиони евра и Канадска малопродажна компанија, која не реализира новоемитирани средства и двете котирани на Entry Standard.

На NYSE Euronext се реализира една ИЈП-а на Американска рударска компанија и една Кинеска компанија за индустриски стоки и услуги.

Во вториот квартал Лондон повторно го зазема лидерството во однос на реализирана вредност по пат на ИЈП-и, со 258 милиони евра од 3 ИЈП-и, две од нив на AIM берзата и една на SFM. Споредено со 6.298 милиона евра преку 46 ИЈП-и во истиот квартал 2008, тоа е значајно намалување од 96% односно 93% последователно. Учеството на Лондон во Европскиот ИЈП пазар, во однос на вредноста, незначително се намали од 60% во Q2 2008 на 57% во Q2 2009. Во Лондон се реализира и најголемата ИЈП-а во овој квартал, понудата на Max Property Group, инвестициона компанија за недвижности, вредна 226 милиони евра.

Вредно е да се истакне дека во Q2 2009 на Лондонскиот главен пазар немаше никаква ИЈП активност, споредено со 21 ИЈП-а во вкупен износ од 5.459 милиони евра во истиот квартал 2008. Исто така, Лондонскиот AIM пазар продолжува да бележи драматично намалување во однос на ИЈП активностите 2008, со само две ИЈП-и вредни 228 милиони евра, споредено со 23 ИЈП-и во износ од 699 милиони евра во Q2 2008.

WSE повторно беше најголема берза во однос на бројот на реализирани ИЈП-и (7 во вкупен износ од 126 милиони евра). Ова е значително намалување во однос на Q2 2008 кога се остварени 37 ИЈП-и вредни 1.890 милиони евра. WSE беше домаќин на втората по големина ИЈП-а, Lubelski Wegiel Bogdanka, Полска рударска компанија за јаглен, вредна 116 милиони евра. Од 7 ИЈП-и на WSE, 4 се котирани на NewConnect..

Најактивен сектор во однос на бројот на реализирани ИЈП-и во Q2 2009 беше Секторот на индустриски стоки и услуги и Секторот за финансиски услуги, со 10 односно 4 ИЈП-и последователно. Ова претставува намалување во споредба со истиот квартал 2008, кога се реализирани 21, односно 8 ИЈП-и, последователно, односно зголемување во споредба со Q1 2009, кога се реализирани 4 ИЈП-и во Секторот за индустриски стоки и услуги и една ИЈП-а во Секторот финансиски услуги.

Треба да се истакне дека во Q2 2009, на Европските пазари забележано е намалување на ИЈП активностите во сите сектори, во споредба со истиот квартал 2008. Најпогодени сектори беа Секторот на инвестициони компании каде бројот на ИЈП-и се намали од 21, реализирани во Q2 2008, на 3 ИЈП-и во Q2 2009, и Секторот Технологија, каде во Q2 2008 се реализирани 14 ИЈП-и, додека во Q2 2009 не е регистрирана ниту една ИЈП-а.

Во Q2 2009, Американските берзи забележаа намалување во ИЈП активностите со реализирани 12 ИЈП-и (три на Nasdaq, девет на NYSE и ниту една на NYSE Амех) во вкупен износ од 1.156 милиони евра, споредено со 18 ИЈП-и вредни 3.269 милиони евра во Q2 2008, намалување од 33% во однос на бројот, односно 65% во однос на вредноста на ИЈП-и. САД привлече три меѓународни ИЈП-и, сите од Кина, во вкупен износ од 206 милиони евра.

Во Q2 во Русија се реализираа две ИЈП-и, по една во Секторот финансиски услуги и Секторот индустриски стоки и услуги, при што не дојде до никакво зголемување на новоиздадени средства.

Во Кина, за првите шест месеци од 2009 година, реализирани се вкупно 18 ИЈП-и во износ од 1.643 милиони евра споредено со 23 ИЈП-и вредни 4.215 милиони евра остварени во првата половина од 2008.

На Shanghai Stock Exchange и на Shenzhen Stock Exchange, во првата половина од 2009, не се реализира ниту една ИЈП-а, споредено со 4 ИЈП-и вредни 6.184 милиони евра и 54 ИЈП-и вредни 2.130 милиони евра ретроспективно, во првата половина од 2008.

Историски гледано, во период по годишни одмори, претстои квартал на намалени ИЈП активности. Но, во Q3 2009 дојде до зголемување и на бројот и на вредноста на ИЈП-и реализирани ширум Европа, 44 ИЈП-и во вкупен износ од 1.799 милиони евра во споредба со 28 ИЈП-и во вкупен износ од 456 милиони евра во Q2 2009. Ова зголемување на активноста мора да се разгледува во контекст на случувањата во првата половина од 2009, кога на пазарите на капитал доминираше комбинација на економски слаби резултати и огромни секундарни понуди на котирувани компании. И покрај тоа што секундарните понуди продолжија и во Q3 2009, сепак нивниот интензитет беше далеку помал во споредба со првата половина на 2009.

Компаративно малиот број и малата вредност на ИЈП-и споредено со претходните периоди кога доминираа слабите економски резултати, илустрира

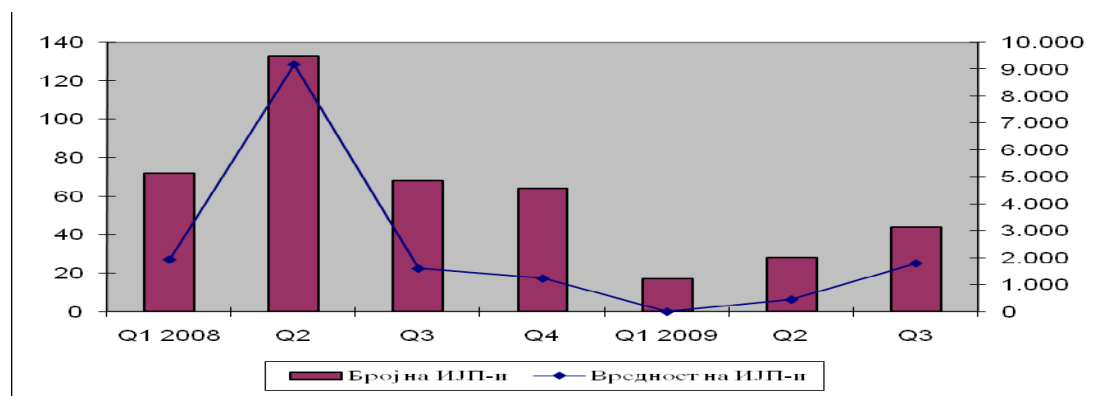
континуирано влијание на загубата на довербата на инвеститорите во пазарите на капитал. Бројот и вредноста на реализирани ИЈП-и во Q3 2009 претставува само 24% односно 14% последователно, од ИЈП активностите реализирани Q3 во последната јака година на ИЈП-и-2007.

Бројот на ИЈП-и во Q3 2009 се намали за 35%, додека вредноста на ИЈП-и се зголеми за 12% во однос на истиот компаративен период 2008. Ова е резултат на значајното зголемување на просечниот износ на новоемитирани средства по ИЈП-а во Q3 во споредба и со Q3 2008 (скоро три и пол пати, од 12 на 40). Треба да се истакне дека најголемите 5 ИЈП-и, учествуваат со 81% од вкупниот износ на ИЈП-и реализирани Q3 2009, оставајќи само 343 милиони евра на останатите 39 ИЈП-и.

Главните Европски берзи овој квартал се карактеризираа со ИЈП-и на меѓународни компании во вкупен износ од 97% од агрегатниот износ на сите Европски ИЈП-и. Вкупно се реализираа 13 ИЈП-и од меѓународни компании во износ од 1.746 милиони евра. Интересно е да се забележи дека кај ИЈП-и на неевропските компании доминираа понудите на GDR. Вкупно се реализираа 8 GDR понуди во вкупен износ од 1.596 милиони евра.

Тешко е да се предвиди иднината врз основа на сеуште нестабилната економска состојба, но со пројавеното подобрување на инвеститорскиот сентимент, зголемувањето на секундарните понуди на капитал од страна на компаниите, опоравувањето на пазарните цени на акциите (толку важно и неопходно за успешна ИЈП-а), можно е значајно зголемување на ИЈП активностите во наредниот период (види графикон 27).

Графикон 27. ИЈП активности во Европа* во првите три квартали 2008 и 2009



*Европа – види табела 27

Најголемата ИЈП-и во овој квартал изнесуваше 424 милиони евра, понуда на GDR од страна на Rushydro, Руска енергетска компанија, која е на ниво на најголемата понуда во истиот квартал 2008, понуда на Commercial Bank од Катар (444 милиони евра) .

Табела 58. Најголеми 5 ИЈП-и во Европа* во Q3 2009

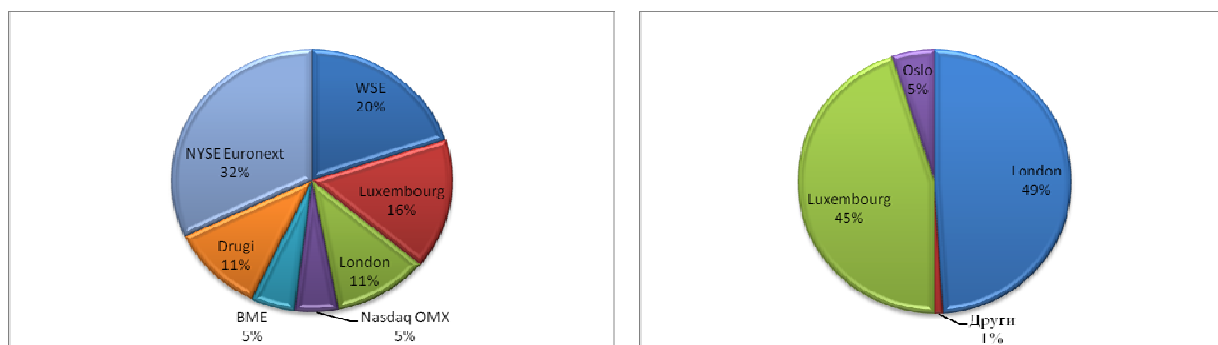
Р.бр.	Емитент	Берза	Сектор	Износ (мил.евра)
1	Rushydro (GDR)	London Main Market	Услуги	424
2	Tata Steel (GDR)	London PSM Market	Градежништво	355
3	Shin Kong Financial Co. (GDR)	Luxembourg EuroMTF	Осигурување	266
4	Epistar Coropration (GDR)	Luxembourg EuroMTF	Технологија	210
5	KGI Securities Co. (GDR)	Luxembourg EuroMTF	Фин.услуги	201

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

Во Q3 2009 Лондон беше најголем Европски пазар во однос на реализираната вредност во износ од 873 милиони евра од 5 ИЈП-и, додека NYSE Euronext беше најголем Европски пазар во однос на бројот на реализирани ИЈП-и (14) во вкупен износ од 1 милион евра. Во Q3 2009 остварено е првото котирање на Spanish Exchanges Mercado Alternativo Bursatial (MAB) пазар, формиран во Март 2008, на база на Лондонскиот AIM пазар.

Графикон 28. Учество на поделни берзи во Европа* во вкупните ИЈП активности во Q3 2009 (по број и вредносно)



*Европа – види табела 27

Европските пазари продолжија да привлекуваат неевропски компании. Во Q3 2009 се реализираа 13 ИЈП-и од неевропски компании во вкупен износ од 1.746 милиони евра, што претставува зголемување и во однос на бројот и во

однос на вкупната вредност реализирана во Q2 2009 (8 меѓународни ИЈП-и вредни само 24 милиони евра). Активноста на неевропските компании споредено со истиот квартал 2008 покажува намалување на бројот на реализирани меѓународни ИЈП-и, со истовремено зголемување на вредноста (во Q3 2008 се реализирале 21 ИЈП-и во вкупен износ од 915 милиони евра).

Табела 59. Секторската анализа на реализираните ИЈП-и во Европа* во Q3 2009 година

Сектор	Број на ИЈП-и Q3 2009	Број на ИЈП-и Q3 2008	Број на ИЈП-и Q2 2009
Индустриски стоки и услуги	6	10	10
Технологија	5	8	-
Услуги	5	4	1
Градежништво	4	1	2
Фармација	4	-	2
Инвестициони компании	3	9	3
Медии	3	5	-
Финансиски услуги	2	5	4
Недвижности	2	2	2
Малопродажба	2	2	2
Храна	2	2	-
Нафта и гас	1	6	-
Производи за домаќинство	1	2	-
Патувања	1	2	-
Хемиска индустрија	1	1	-
Суровини	1	-	-
Осигурување	1	-	-
Телекомуникации	-	3	-
Рударство	-	3	2
Банки	-	2	-
Здравство	-	1	-
Автомобилска инд.	-	-	-
Вкупно	44	68	28

Извор: www.pwc.co.uk

*Европа – види табела 27

Остварените средства од неевропските компании претставуваат 97% од вкупните средства реализирани во Q2 2009, споредено со 57% во Q3 2008. Неевропските компании ги избраа Лондон, Луксембург, Осло и NYSE Euronext како нивни дестинации. Најголемиот дел од ИЈП-и на неевропските компании во Q3 2009 се поврзани со понуди на GDR. Во Q3 се реализирани вкупно 8 GDR

понуди, во вкупен износ од 1.596 милиони евра, што претставува 91% од вкупните средства реализирани од страна на меѓународни компании.

Лондон привлече 2 GDR понуди, Руска компанија за производство на енергија котирана на нејзиниот главен пазар, и Индиски производител на челик котиран на PSM пазарот. Покрај тоа, Лондон привлече уште две меѓународни компании, Индиска компанија котирана на AIM пазарот, и инвестициона компанија од Џерси котирана на главниот пазар во Лондон.

Луксембург беше домаќин на 6 меѓународни ИЈП-и, 2 GDR понуди од Индија и 4 GDR понуди од Тајван. Во Q3 2009 Лондон го задржа своето водство во однос на реализирани новоемитирани средства во износ од 873 милиони евра од 5 ИЈП-и, две од нив реализирани на Главниот пазар, две на AIM пазарот и една на нејзиниот PSM пазар. Ова споредено со 945 милиони евра од 19 ИЈП-и во Q3 2008, претставува намалување од 8% и 74% последователно. Учеството на Лондон во Европскиот ИЈП пазар падна од 59% во Q3 2008 на 49% во Q3 2009.

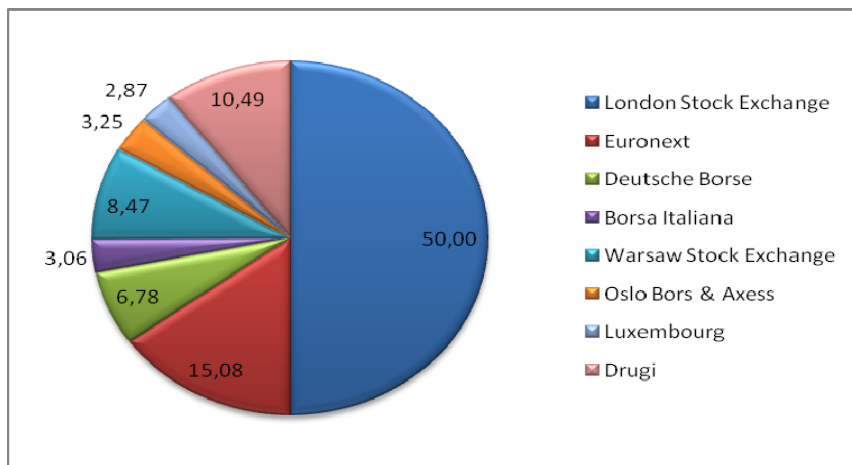
Во Q3 2009 Американските берзи забележаа зголемување на ИЈП активностите, со реализирани 20 ИЈП-и вредни 4.016 милиони евра, споредено со 11 ИЈП-и вредни 935 милиони евра во Q3 2008, зголемување од 82% во однос на бројот и четирикратно зголемување во однос на вредноста. САД привлече 5 меѓународни ИЈП-и, четири од Кина и една од Хонг Конг, во вкупен износ од 778 милиони евра.

Доколку се рекапитулираат ИЈП активностите на пазарите во Европа во периодот 2001-2008, резултатите се следни:

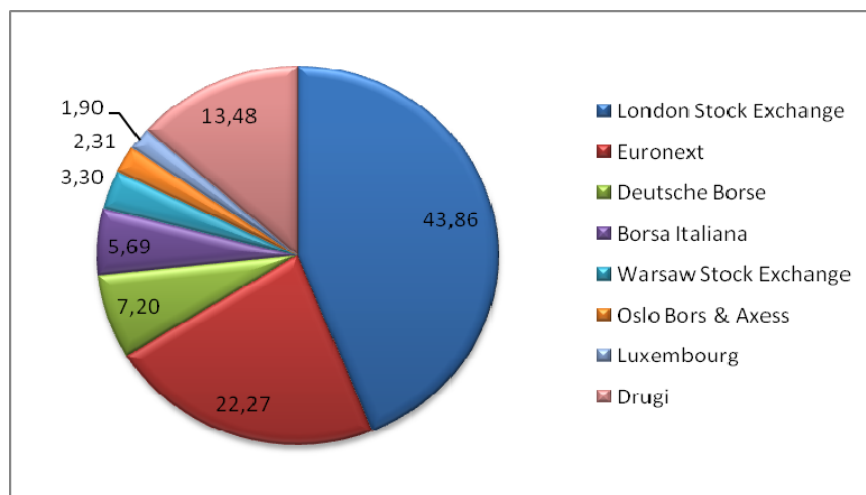
Табела 60. Учество на пооделни берзи во Европа во ИЈП активности во период 2001-2008

Берзи	Број	%	Вредност	%
London Stock Exchange	1.830	50,00	137.844	43,86
Euronext	552	15,08	69.976	22,27
Deutsche Borse	248	6,78	22.614	7,20
Borsa Italiana	112	3,06	17.888	5,69
Warsaw Stock Exchange	310	8,47	10.372	3,30
Oslo Bors & Axess	119	3,25	7.252	2,31
Luxembourg	105	2,87	5.972	1,90
Други	384	10,49	42.363	13,48
Вкупно	3.660	100,00	314.281	100,00

Графикон 29. Учество на пооделни берзи во Европа во ИЈП активности во период 2001-2008 (во однос на број на реализирани ИЈП-и)



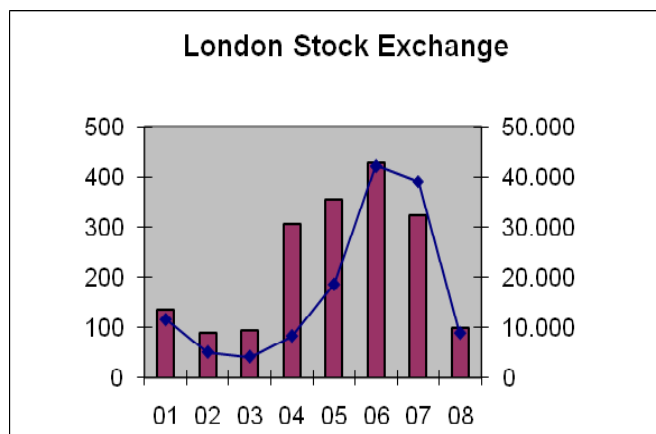
Графикон 30. Учество на пооделни берзи во Европа во ИЈП активности во период 2001-2008 (во однос на реализирани ИЈП-и-вредносно)



Учество на пооделни берзи, по години, во однос на реализираниот број и реализирана вредност на ИПП-и, е како следи:

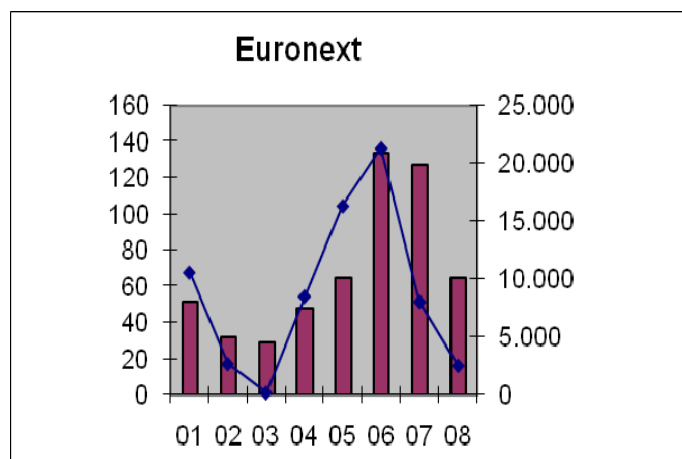
London Stock Exchange¹⁵⁵

Год.	Број	%	Вредност	%
01	137	44,3	11.561	34,6
02	91	52,3	5.070	44,1
03	94	63,9	4.163	61,6
04	305	70,4	8.309	30,0
05	354	58,7	18.588	36,7
06	426	50,8	42.182	48,0
07	324	39,6	39.087	48,6
08	99	29,4	8.884	63,7
Вкупно	1.830	50,0	137.844	44,1



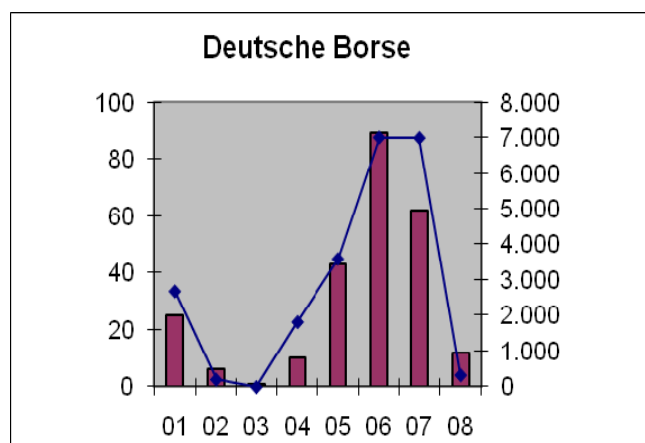
Euronext

Год.	Број	%	Вредност	%
01	52	16,8	10.555	31,6
02	32	18,4	2.651	23,1
03	29	19,7	145	2,1
04	48	11,1	8.486	30,7
05	65	10,7	16.319	32,2
06	134	16,0	21.287	24,2
07	127	15,5	8.032	10,0
08	65	19,3	2.501	17,9
Вкупно	552	15,1	69.976	22,4



Deutsche Borse

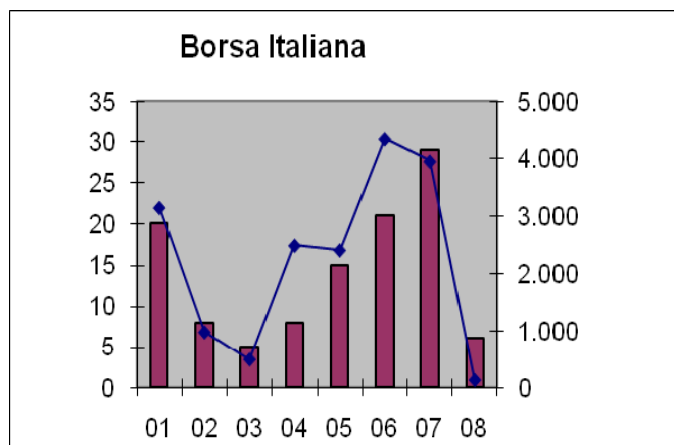
Год.	Број	%	Вредност	%
01	25	8,1	2.684	8,0
02	6	3,4	208	1,8
03	1	0,7	0	0,0
04	10	2,3	1.818	6,6
05	43	7,2	3.593	7,1
06	89	10,6	6.997	8,0
07	62	7,6	6.984	8,7
08	12	3,6	330	2,4
Вкупно	248	6,8	22.614	7,2



¹⁵⁵ Процентот во табелите го покажува релативното учество на пооделни берзи по пооделни години во вкупните ИПП активности на Европските пазари

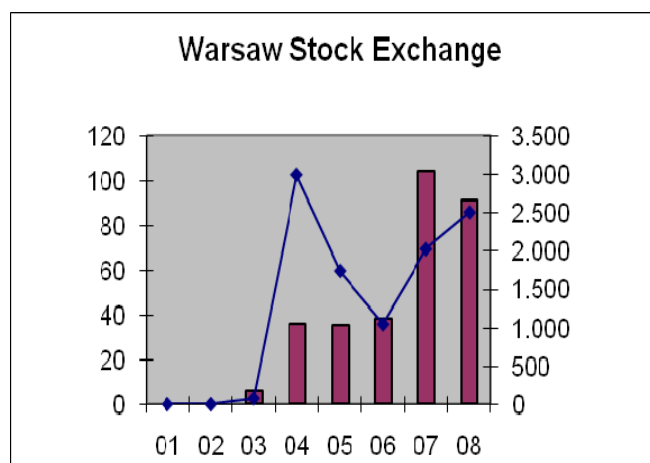
Borsa Italiana

Год.	Број	%	Вредност	%
01	20	6,5	3.139	9,4
02	8	4,6	973	8,5
03	5	3,4	493	7,3
04	8	1,8	2.481	9,0
05	15	2,6	2.400	4,7
06	21	2,5	4.330	4,9
07	29	3,5	3.943	4,9
08	6	1,8	129	0,9
Вкупно	112	3,1	17.888	5,7



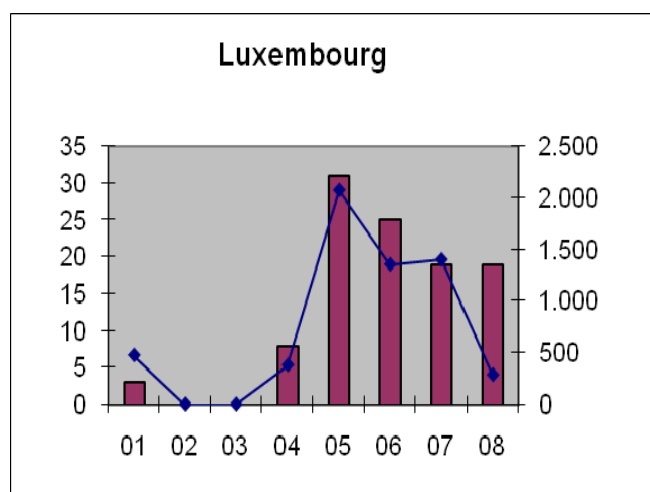
Warsaw Stock Exchange

Год.	Број	%	Вредност	%
01	0	0,0	0	0,0
02	0	0,0	0	0,0
03	6	4,1	76	1,1
04	36	8,3	2.988	10,8
05	35	5,8	1.740	3,4
06	38	10,6	1.045	8,0
07	104	7,6	2.021	8,7
08	91	3,6	2.502	2,4
Вкупно	310	8,5	10.372	3,3



Luxembourg

Год.	Број	%	Вредност	%
01	3	2,9	476	8,0
02	0	0,0	0	0,0
03	0	0,0	0	0,0
04	8	7,6	380	6,4
05	31	29,5	2.075	34,7
06	25	23,8	1.355	22,7
07	19	18,1	1.401	23,5
08	19	18,1	285	4,8
Вкупно	105	2,9	5.972	1,9



ГЛАВА 5

5. ПРИМАРЕН ПАЗАР НА КАПИТАЛ И ИЈП-и ВО НЕКОИ ЗЕМЈИ ОД ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Пред да преминеме на темата на оваа глава да ги истакнеме основните карактеристики на пазарите на хартии од вредност, факторите кои што влијаат врз развојот на пазарот на капитал и основните предуслови за понатамошен развој на примарниот пазар на хартии од вредност во транзиционите економии.

“Во првите години од транзицијата, пазарите на хартии од вредност во транзиционите економии ги имаат следниве карактеристики:

- Мал број на хартии од вредност на листинг на берзата, и мала капитализација, посебно на пазарот на акции;
- Мал обем на тргување и низок степен на ликвидност на пазарот на хартии од вредност;
- Висок степен на осцилаторност на пазарните цени;
- Висок степен на концентрација на тргувањето кај мал број на хартии од вредност;
- Значајно релативно учество на државните, а посебно на краткорочните државни хартии од вредност на пазарот;
- Значајно учество на тргувањето на пазарот преку шалтер во вкупното тргување на пазарот на хартии од вредност;
- Детерминираност на профилот на пазарот на хартии од вредност од стратегијата за приватизација која ја спроведува одредената земја;
- Значајно влијание на обемот на странските портфолио инвестиции и на странскиот капитал во брокерско/дилерската индустрија врз обемот на активноста и флукуациите на пазарните цени во понапредните транзициони земји;
- Регулација која беше во настанување и беше некомплетна.”¹⁵⁶

¹⁵⁶ Филиповски В., (2002), докторска дисертација “Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на економска транзиција”, стр.170-171, Економски факултет, Скопје

Фактори кои влијаат врз развојот на пазарот на капитал во транзиционите економии, кои најчесто се од институционална природа, се:

1. Макроекономска стабилност,
2. Правна и регулативна рамка за инвеститорските права,
3. Развиеност на институционалните инвеститори,
4. Развиеност на банкарската интермедијација.

Значајна карактеристика на пазарите на хартии од вредност во транзиционите економии е вклучувањето во процесот на финансиска глобализација. Поголемите компании од транзиционите економии сè повеќе се вклучуваат во двоен листинг – листинг на домашна берза и листинг на голема странска берза (Њујорк, Лондон и Франкфурт). Ова настанува преку емисија на Американски и GDR. Како последица се јавува миграција на тргувањето со хартии од вредност од домашните кон странските берзи. Причини за тоа се: пристап до поголем број институционални инвеститори од развиените земји, пристап до пазар со поголема ликвидност, пристап до пазар со помали трошоци на тргување, пристап до пазар со поголема транспарентност.¹⁵⁷

Предизвик со кој се соочија берзите во транзиционите економии е и автоматизацијата на тргувањето, особено воведувањето на електронски систем на тргување со хартии од вредност. Оваа иновација донесе клучен пресврт во економската природа на пазарот на кој се тргува со хартии од вредност. Се создава глобален процес на консолидација на тргувањето со хартии од вредност при што веќе започна процесот на регионално поврзување со големите берзи во главните западни финансиски центри. Со ова се поврзува и појавата на напуштање на т.н. заемна сопственост на берзите и премин кон тип на сопственост, карактеристичен за акционерските друштва од отворен тип. Преку промена на сопственоста, идејата е да се дојде до берза која ќе функционира како типично комерцијално претпријатие со ориентираност *кон максимизација на профитот*. Овие промени ја доведуваат во прашање економската иднина на берзите во транзиционите економии. Тие можат да останат актуелни за

¹⁵⁷ Cleassens, (2000), “Stock Markets in Transition Economies”

помалите домашни компании кои за прв пат се појавуваат на берзанскиот пазар и за големите компании со чии акции се тргува на некоја голема меѓународна берза или домашните берзи да станат дел од пошироките регионални или меѓународни платформи за тргување. Со тоа ќе се постигне хармонизација на правната и регулативната рамка на пазарот на хартии од вредност во транзиционите економии со онаа во развиените земји.

Основни предуслови за понатамошен развој на примарниот пазар на хартии од вредност во транзиционите економии се.¹⁵⁸

➤ Продолжување на процесот на приватизација преку иницијална јавна понуда (ИЈП) при што може да се максимизираат приходите од приватизацијата. Со тоа меѓу другото ќе се предизвика пораст на цената на другите (оние што веќе котираат на берза) акции, ќе се привлечат нови инвеститори, ќе се поттикнат други компании на овој чекор, со цел за понатамошно капитално зајакнување т.е. ќе се подигнат стандардите на корпоративното управување. Овој метод на приватизација треба да се користи и при реализација на приватизационите програми на ниво на локалните власти. Во претстојните приватизации треба да се даде предност на домашните пензиски фондови со цел да се зголеми нето вредноста на имотот на претпријатието за идните пензионери.

➤ Властите, берзите и приватниот сектор мора да спроведуваат кампањи кои ќе укажат на користа од вложување во сопственички инструменти (за инвеститорите), како и на користа од финансирањето преку издавање на сопственички инструменти (за компаниите). Исто така, потребно е да се зголеми ефикасноста на берзанската инфраструктура преку окрупнување на берзата и механизмите на тргување, т.е. преку зајакнување на регионалната соработка и вмрежување со другите најразвиени берзи во средна, југоисточна и источна Европа. На тој начин ќе се осигура пристап на поширок круг на инвеститори, т.е. ќе се стабилизира побарувачката и ликвидноста на пазарот.

¹⁵⁸ World Bank Working Paper, Development of Non-bank Financial Institution and Capital Markets

➤ Треба да се афирмираат највисоки стандарди на корпоративно управување поради еднаквата распределба на ценовно чувствителни информации помеѓу учесниците на пазарот, третирање на информациите (посебно оние финансиските) како имот кој треба да се штити, вреднува и шири, т.е. воведување Кодекс на корпоративно управување. Многу е важно да се зајакне системот за решавање на злоупотреби на пазарот на капитал.

➤ Воведувањето високи стандарди за корпоративно управување не смее да биде ограничено само на компании чии акции котираат на берзите. Примената на начелата на OECD за корпоративно управување на претпријатијата во државна сопственост е идеален инструмент за припрема на приватизација и/или за подобрување на квалитетот на управување во оние државни претпријатија кои нема да се приватизираат. Исто така, новите принципи за корпоративно управување поставени од OECD што се однесуваат за приватните пензиски фондови, треба да бидат водич за реформата во пензискиот систем, а за оние земји кај кои што веќе функционира новиот пензиски систем, преку овие принципи треба да се подобри објавувањето и основањето на институционален систем базиран на адекватни правни, сметководствени, технички и финансиски критериуми.

➤ Пензиските фондови премногу се изложени на ризикот на пазарот од државните обврзници, а нивните инвестициони лимити се престоого регулирани, така што пензиските фондови остваруваат приметно пониски приноси од сродните отворени инвестициони фондови. Долгорочно треба да се стреми кон минимизирање на законскиот лимит за што секако треба да се создадат некои предуслови, односно либерализација на лимитите треба да се спроведе откако за тоа ќе се припреми и самиот регулатор, кој од формална контрола на лимитот мора да помине на надзор и контрола, во пракса, на управувањето со ризиците, за што мора да биде еднакво способен како и самите фондови. Либерализацијата на инвестиционите лимити на пензиските фондови не значи и бегство на капиталот во странство, бидејќи преку стабилни финансиски услови во земјата, позитивната разлика помеѓу домашните и странските приноси на висококвалитетните хартии од вредност (во кои

вложуваат пензиските фондови), ќе ги упатува менаџерите на фондовите на вложување во домашните платни инструменти. На пензиските фондови треба да им се овозможи како што е вообичаено во земјите членки на ЕУ, инвестирање на помал дел од својот имот во фондовите со ризичен капитал.

➤ Истовремено, развојот на конкурентската фондовска индустрија бара и општа либерализација на вложувањата во странство. Тоа се однесува на општиот лимит на вложувања во странство, како и на лимитите по видови инструменти и земји. Инвестиционите фондови растат со темпо кое понудата на хартии од вредност на пазарот не може да ги прати. Во такво окружување вложувањето во странство се наметнува како неопходност поради распределба на ризикот и осигурувањето на релативно повисоки приноси. На тој начин треба да се поттикнат инвеститорите кон брзорастечките пазари, посебно кон оние во југоисточна Европа.

➤ Треба да се изградат регулаторни агенции на пазарот на капитал како политички независни и стручни надзорни институции кои преку доследно и стручно спроведување на контролата и воспоставување на пазарни правила ќе придонесат за развојот на финансискиот пазар. Истиот принцип треба да го следат и другите надзорни институции, пред се, Министерствата за финансии и Народните Банки во поделни држави.

➤ Повеќегодишната спорост и правна неизвесност при спроведувањето на случаите за злоупотреба на пазарот на капитал е последица на недоволно разработеното законодавство, т.е. недоволно искуство или знаење за таа област. Поради тоа, примарната задача на финансиската контрола лежи во меѓународната соработка и промоција на меѓународната интегрирана контрола на финансиските институции.

➤ Ефикасното функционирање на финансискиот пазар бара и квалитетно позиционирање на Министерството за финансии како институција која управува со јавниот долг. Поголемата транспарентност на Министерството во поглед на политиката за управување со јавен долг, плановите за издавање на државни

обврзници, исто како и, достапноста на податоците за состојбата и карактеристиките на јавниот долг, би имала позитивно влијание на стабилноста на пазарот и начинот на формирање на очекувањата на пазарот. Според ова, потребно е веднаш да се зголеми транспарентноста на Министерството за финансии во овој поглед, а исто така и да се унапредат методите за управување со долгот, вклучувајќи го тука и воведувањето на аукцискиот механизам на примарниот пазар на јавен долг.

➤ Постојано да се унапредува соработката помеѓу државните институции кои се занимаваат со контролата и развојот на финансискиот состав, посебно регулаторните агенции на пазарот на капитал и Народната Банка што би придонело за изградба на вкупната финансиска стабилност.

Што се однесува до примарниот пазар на капитал и иницијалните јавни понуди во некои земји од Југоисточна Европа состојбата е следна.

5.1. Република Србија

“Србија е една од ретките земји, во која, во речиси две децении од постоење на берза, немала ниту една иницијална јавна понуда. Парадоксално е, додека стопанството “плаче” за свеж капитал и се дави во долгови, девизното штедење да надминува четири милијарди евра, а граѓаните немаат каде продуктивно да ги вложат своите пари, освен да ги депонираат на своите сметки во банките. На тој начин, Србија се однесува како сопственик на златници, големи како куќа, па не може ниту да ги носи, ниту да ги троши, освен да седи покрај нив и да плаче. Проблемот е во тоа што ни по толку години од реосновање на пазарот на капитал не постои свест за тоа дека основната причина на постоење на берза е да, со продажба и купување на хартии од вредност на неа, се обезбедат алтернативни извори на финансирање на деловните проекти без задолжување во банките.”¹⁵⁹

Исто како и кај другите големи државни системи, така и во Србија одложувањето на ИП-и меѓу другото е резултат на немањето јасна стратегија како да се приватизираат државните претпријатија: дали да се организира

¹⁵⁹ Гордана Достаниќ, генерален директор на Берзата во Белград

тендер, или да се бара стратешки партнер на друг начин, или да спроведе ИЈП-а. Затоа што ако реализира ИЈП, тогаш следат нови, анонимни акционери кои имаат целосен увид во случувањата во државното претпријатие. Одеднаш тоа се доста упатени инвеститори кои активно го пратат делувањето на компанијата.

Иако досега не се реализирала ниту една ИЈП, сепак во Србија постојат многу фирми чија следна етапа од животниот циклус ќе се реализира на берзата. Кога процесот на приватизација конечно ќе заврши и се создаде пазарен амбиент, логично е да се очекува дека менаџерите и сопствениците, со добри деловни идеи, сè повеќе ќе тражат алтернатива на банкарските кредити. Сето тоа треба да се сфати пошироко – во смисла на ширење на просторот за инвестирање а со тоа и развојот на целокупниот пазар на капитал.

“Српската комисијата за хартии од вредност е спремна за ИЈП-и, но како најголема препрека е недостатокот на интересот на српските фирми, како и одредено незнаење и двоумење. Неопходно е некој прв да реализира ИЈП-а за да се потврди дека тоа е најевтиниот и најефикасниот можен начин на финансирање на развојот на една компанија.”¹⁶⁰

Според Слободан Илиќ, државен секретар во Министерството за финансии, за спроведување на ИЈП-а во Србија, кај надлежните институции постои желба, но главен проблем се законските пречки и неусогласноста на домашните финансиски закони со законите на ЕУ, па поради тоа потребно е да се подготви стратегија за развој на финансискиот пазар, финансискиот систем во Србија и деловниот амбиент. ИЈП-и ќе бидат важен двигател на развојот на српскиот финансиски пазар, а големо влијание ќе има и на развојот на берзата во Белград.

Што се однесува до активностите на примарниот пазар на Берзата во Белград, состојбата е следна:

¹⁶⁰ Милко Штимац, претседател на КХВ во Србија, 2009

Табела 61. Дистрибуција на хартии од вредност во Србија 2005 и 2006 година

		2005 (30.12.05 1eur = 85,2000динара)			2006 (29.12.06 1eur = 79,2370 динара)			Индекс 2006/2005 број	Индекс 2006/2005 вред.дин.
	Основ	Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност (евра)	Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност (евра)		
1.	Одобрени проспекти за дистрибуција на хв со јавна понуда	44	8.448.277.235,00	99.158.183,51	23	8.149.897.400,00	102.854.694,15	52,27	96,47
2.	Одобрени издавања на хв дистрибуирани со јавна понуда	30	6.647.637.184,92	78.023.910,62	28	8.585.572.880,00	108.353.078,49	93,33	129,15
3.	Одобрени дистрибуции на хв со приватна понуда	43	14.472.172.970,00	169.861.185,09	49	38.746.052.450,00	488.989.391,95	113,95	267,73
4.	Одобрени издавања на хв дистрибуирани со приватна понуда	39	13.792.007.370,00	161.878.020,77	36	38.440.738.597,90	485.136.219,16	92,31	278,72
5.	Одобрени издавања на хв без јавна понуда по други основи	204	107.750.446.202,39	1.264.676.598,62	238	133.380.199.743,51	1.683.307.037,67	116,67	123,79
Вкупно		360	151.110.540.962,31	1.773.597.898,62	374	227.302.461.071,41	2.868.640.421,41	103,89	150,42

		2005 (30.12.05 1eur = 85,2000динара)			2006 (29.12.06 1eur = 79,2370 динара)			Индекс 2006/2005 број	Индекс 2006/2005 вред.дин.
	Одобрени издавања на хв без јавна понуда по други основи	Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност на (евра)	Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност на (евра)		
1.	Претварање резерви и нераспределена добивка во основен капитал на друштвото	50	19.079.100.887,39	223.933.109,01	42	28.677.589.194,40	361.921.693,08	84,00	150,31
2.	Замена на обврзници или приоритетни акции во обични акции	2	704.020.100,00	8.263.146,71	4	448.330.000,00	5.658.089,02	200,00	63,68
3.	Претварање на долг во основен капитал	14	7.929.148.645,00	93.065.124,94	1	136.970.000,00	1.728.611,63	7,14	1,73
4.	Замена на постојните акции поради промена на нивната номинална вредност	131	79.264.566.570,00	930.335.288,38	184	84.826.553.769,11	1.070.542.218,52	140,46	107,02
5.	Замена на постојните хв поради статусни промени на друштвото	7	773.610.000,00	9.079.929,58	7	19.290.756.780,00	243.456.425,41	100,00	2.493,60
Вкупно		204	107.750.446.202,39	1.264.676.598,62	238	133.380.199.743,51	1.683.307.037,67	116,67	123,79

Извор: Извештај за работата на КХВ во Република Србија за 2005 и 2006 година (прилагодено)

Табела 62. Дистрибуција на хартии од вредност во Србија 2007 и 2008 година

	Основ	2007 (31.12.07 1еур = 79,2362динара)			2008 (31.12.08 1еур = 88,6010 динара)			Индекс 2008/2007 број	Индекс 2008/2007 вред. дин.
		Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност (евра)	Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност (евра)		
1.	Одобрено издавање на хв со јавна понуда	17	8.263.932.700,00	104.294.914,45	7	1.439.762.000,00	16.249.952,03	41,18	17,42
2.	Одобрено издавањена хв без јавна понуда на правни и физ.лица (помалку од 100)	-	-	-	-	-	-	-	-
3.	Одобрено издавање на хв без јавна понуда на познат купувач	27	16.044.602.450,00	202.490.811,65	21	19.734.381.290,00	222.733.166,56	77,78	123,00
4.	Одобрено издавање на акции без јавна понуда на акционерите	-	-	-	21	19.049.084.650,00	214.998.528,80	-	-
5.	Одобрено издавање на хв без јавна понуда по други основи	173	49.514.564.900,00	624.898.277,55	120	40.850.924.611,00	461.066.179,96	69,36	82,50
Вкупно		217	73.823.100.050,00	931.684.003,65	169	81.074.152.551,00	915.047.827,35	77,88	109,82

	Одобрени издавања на хв без јавна понуда по други основи	2007 (31.12.07 1еур = 79,2362динара)			2008 (31.12.08 1еур = 88,6010 динара)			Индекс 2008/2007 број	Индекс 2008/2007 вред.дин.
		Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност на (евра)	Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност на (евра)		
1.	Претварање резерви и нераспределена добивка во основен капитал на друштвото	33	16.382.783.222,00	223.933.109,01	37	24.575.700.340,00	361.921.693,08	112,12	150,01
2.	Замена на обврзници или приоритетни акции во обични акции	1	369.208.000,00	8.263.146,71	1	31.698.000,00	5.658.089,02	100,00	8,59
3.	Претварање на долг во основен капитал	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00	-	-
4.	Замена на постојните акции поради промена на нивната номинална вредност	135	31.788.249.678,00	930.335.288,38	80	14.044.193.771,00	1.070.542.218,52	59,26	44,18
5.	Замена на постојните хв поради статусни промени на друштвото	4	974.324.000,00	9.079.929,58	2	2.199.332.500,00	243.456.425,41	50,00	225,73
Вкупно		173	49.514.564.900,00	1.171.611.473,68	120	40.850.924.611,00	1.681.578.426,03	69,36	82,50

Извор: Извештај за работата на КХВ во Република Србија за 2007 и 2008 година (прилагодено)

Табела 63. Дистрибуција на хартии од вредност во Србија 2008 и 2009 година

	Оснoв	2008 (31.12.08 1eur = 88,6010 динара)			2009 (31.12.09 1eur = 103,3448 динара)			Индекс 2009/2008 број	Индекс 2009/2008 вред. дин.
		Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност (евра)	Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност (евра)		
1.	Одобрено издавање на хв со јавна понуда	7	1.439.762.000,00	16.249.952,03	9	3.842.565.897,00	16.249.952,03	128,57	266,89
2.	Одобрено издавање на хв без јавна понуда на правни и физ.лица (помалку од 100)	-	-	-	-	-	-	-	-
3.	Одобрено издавање на хв без јавна понуда на познат купувач	21	19.734.381.290,00	222.733.166,56	27	21.739.986.750,00	210.363.624,97	128,57	110,16
4.	Одобрено издавање на акции без јавна понуда на акционерите	21	19.049.084.650,00	214.998.528,80	25	16.360.063.300,00	158.305.626,41	119,05	85,88
5.	Одобрено издавање на хв без јавна понуда по други основи	120	40.850.924.611,00	461.066.179,96	95	38.518.548.259,00	461.066.179,96	79,17	94,29
Вкупно		169	81.074.152.551,00	915.047.827,35	156	80.461.164.206,00	845.985.383,38	92,31	99,24

	Одобрено издавање на хв без јавна понуда по други основи	2008 (31.12.08 1eur = 88,6010 динара)			2009 (31.12.09 1eur = 103,3448 динара)			Индекс 2009/2008 број	Индекс 2009/2008 вред. дин.
		Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност на (евра)	Број на издавачи	Вредност (дин.)	Вредност на (евра)		
1.	Претварање резерви и нераспределена добивка во основен капитал на друштвото	37	24.575.700.340,00	277.374.977,03	26	11.526.893.130,00	111.538.201,54	70,27	46,90
2.	Замена на обврзници или приоритетни акции во обични акции	1	31.698.000,00	357.761,20	1	13.413.600,00	129.794,63	100,00	42,32
3.	Претварање на долг во основен капитал	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00	-	-
4.	Замена на постојните акции поради промена на нивната номинална вредност	80	14.044.193.771,00	158.510.555,99	65	22.828.512.829,00	220.896.579,50	81,25	162,55
5.	Замена на постојните хв поради статусни промени на друштвото	2	2.199.332.500,00	24.822.885,75	2	4.149.728.700,00	40.154.209,02	100,00	188,68
Вкупно		120	40.850.924.611,00	461.066.179,96	94	38.518.548.259,00	372.718.784,68	78,33	94,29

Извор: Извештај за работата на КХВ во Република Србија за 2008 и 2009 година (прилагодено)

5.2. Република Хрватска

Надзорот над небанкарскиот финансиски сектор во Република Хрватска, до 01.01.2006 година, во согласност со посебните закони кои ја регулирале таа материја, бил во надлежност на три институции – Комисија за хартии од вредност, Агенција за контрола на пензиските фондови и Дирекцијата за контрола на осигурителните друштва.

Во насока на основање на единствено тело за надзор над небанкарскиот финансиски сектор, а врз основа на Закон за Хрватска агенција за надзор на финансиските услуги, објавен на 28.11.2005 година, Дирекцијата за надзор на друштвата за осигурување, Комисијата за хартии од вредност на Република Хрватска и Агенцијата за надзор на пензиските фондови престанаа со работа на 1 јануари 2006 година. Истиот ден со работа започна Хрватска агенција за надзор на финансиските услуги (HANFA) како нивен правен наследник.

Во 2005 година биле одобрени вкупно 52 емисии. Од тоа 4 се однесувале на издавање на акции по пат на јавна понуда, 16 по пат на приватна понуда со одобрување на проспект и 32 емисии на акции со приватна понуда, за кои емитентите, согласно одредбите од Законот за хартии од вредност, се ослободени од обврската за изработка на проспект за емисијата, а за кои е потребно по реализирање на емисијата да се известат Комисијата.

Табела 64. Број и вредност на новоемитирани акции во Хрватска во 2005

	Број	Вкупна вредност на емисиите (куни)	Вкупна вредност на емисиите (евра)
Јавна понуда	4	139.166.700,00	18.868.459,44
Приватна понуда	48	1.536.919.843,82	208.378.223,60
- со одобрување на проспект	16	130.155.400,00	17.646.691,96
- без одобрување на проспект	32	1.406.764.443,82	190.731.531,64
ВКУПНО	52	1.676.086.543,82	227.246.683,04

Извор: Годишно известување за 2005, HANFA (1 евро=7,375626)

Превземањето на PLIVA, првата, а воедно и најбрзата ИЈП-а во Хрватска (запишана само за 17 секунди¹⁶¹ ИЈП на Viro d.d. – фабрика за шеќер во Вировитица, која 2005 година се трансформира во акционерско друштво, издаде 346.667 обични акции по цена од 100 куни), како и иницијалната јавна понуда на INA, во голема мерка придонесоа за зголемување на тргувањето со хартии од вредност во 2006 година, што може да се види во учеството на акциите на PLIVA и INA во вкупниот промет на берзата во Загреб. Акциите на PLIVA d.d. во вкупниот промет учествувале со 36%, додека акциите на INA со 4%, што исто така претставува значаен допринос ако се земе предвид дека со акциите на INA почна да се тргува во декември 2006 година.

Процесот на ИЈП на INA предизвикал голем интерес кај хрватските граѓани – околу 44.000 граѓани запишале акции на INA. Roadshow-то опфатило 10 држави (SAD, CAN, UK, SWE, EST, LTU, UKR, CZ, HUN, SRB и SLO).

Во текот на 2006 година постигнат е договор за присоединување на Вараждинската берза кон Загребската берза, кое присоединување се реализира во 2007 година.

По објавувањето на конкурентска понуда за превземање, компанијата ACTAVIS GROUP ја повлече својата понуда, а компанијата BARR LABORATORIES EUROPE, по завршувањето на превземањето (при кое превземање, на акционерите на PLIVA кои ја прифатиле понудата, им исплатила 820,00 куни по акција) располагала со 91,74% од обичните акции на PLIVA d.d. Загреб.

Во 2006 година акциите на INA се котираа на Загребската и на Лондонската берза, и како што веќе беше истакнато во јавна понуда продадено е 17% од акциите на приватни и институционални инвеститори во вкупен износ од 2.737.178.080 куни (372.654.581 евро).

¹⁶¹ ХПБ инвест – Повијест ИПО-а у Хрватској, 11.2007

Табела 65. Иницијална јавна понуда на акцији издадени од INA d.d. Загреб во 2006

Вид на инвеститор	Број на акцији	Учество	Прифатен износ (куни)	Прифатен износ (евра)	Учество
Повластени понуди					
Државјани со право на првенство	895.633	52,68%	1.513.619.770	206.072.577	55,30%
Дополнителни акцији	80.368	4,73%			
Вкупно повластени понуди	976.001	57,41%	1.513.619.770	206.072.577	55,30%
Неповластени понуди					
Физички лица без право на првенство	9.042	0,53%	15.280.980	2.080.437	0,56%
Домашни правни лица	244.358	14,37%	412.965.020	56.223.345	15,09%
Странски правни лица	470.599	27,68%	795.312.310	108.278.222	29,06%
Вкупно неповластени понуди	723.999	42,59%	1.223.558.310	166.582.004	44,70%
ВКУПНО	1.700.000	100,00%	2.737.178.080	372.654.581	100,00%

Извор: Годишно известување за 2006, HANFA

Во 2006 година биле поднесени 17 барања за емисија на акцији по пат на приватна понуда, за кои е потребен проспект, од кои 16 биле одобрени, а едно барање одбиено. Исто така било поднесено и едно барање за одобрување за емисија на акцији по пат на јавна понуда, за кое е потребен проспект, кое барање исто така било одбиено.

Во 2006 година реализирани биле и 44 емисии на акцији по пат на приватна понуда за кои емисии, емитентите, согласно одредбите на Законот за хартии од вредност се ослободени од изработка на проспект.

Табела 66. Број и вредност на новоемитирани акцији во Хрватска во 2006

	Број	Вкупна вредност на емисиите (куни)	Вкупна вредност на емисиите (евра)
Јавна понуда	-	-	-
Приватна понуда	60	2.671.554.650,00	363.720.243,52
- со одобрување на проспект	16	1.505.226.420,00	204.929.859,86
- без одобрување на проспект	44	1.166.328.230,00	158.790.383,66
ВКУПНО	60	2.671.554.650,00	363.720.243,52

Извор: Годишно известување за 2006, HANFA (1 евро=7,345081)

2007 година пазарот на капитал во Хрватска го обележаа 6-те иницијални јавни понуди на следните компании: Magma d.d. Загреб, Ingra d.d. Загреб, Atlantic Grupa d.d. Загреб, OT-Optima telekom d.d. Загреб, Veterina d.d. Загреб, како и иницијалната јавна понуда на НТ-Hrvatske telekomunikacije d.d. Загреб. Плива одлучи да продаде 100-проценти од акциите на неговата ќерка-компанија Veterina преку иницијална јавна понуда на Загребската берза, што претставува прв случај во Хрватска за продажба на цела компанија на берза преку ИЈП. Што се однесува до ИЈП на НТ-Hrvatske telekomunikacije d.d., владата на Република Хрватска понудила¹⁶² 16.377.707 обични акции, со можна опција за доделување на не повеќе од 2.456.656 акции. ИЈП во целост успеала по цена на реализација од 265 куни по акција. Овие акции за прв пат, на берзата во Загреб се котирале на 05.10.2007 година, со истовремено котирање и на Лондонската берза.

Табела 67. Иницијални јавни понуди во Хрватска во 2007 година

Иницијални јавни понуди	Број на новоемит. акции	Понудени дел од пост. акции	Распон на на цени (куни)
1. Атлантик група д.д. Загреб	382.970	382.969	750 - 960
2. Магма д.д. Загреб	360.000	860.000	10
3. Ингра д.д. Загреб	10.000		35.000
4. ОТ-ОПТИМА ТЕЛЕКОМ д.д. Загреб	800.000	110.000	260 - 300
5. Ветерина д.д. Загреб	1.844.860		100
6. ХТ-Хрватски телекомуникации д.д. Загреб	16.377.707	2.456.656*	265

*Станува збор за можност на максимална дополнителна алокација на акции

Извор: Поединечни проспекти

Истата година реализирани се 17 емисии на акции по пат на приватна понуда за кои е потребен проспект и 47 приватни емисии на акции за кои не е потребно одобрување на проспект.

Во 2008 година реализирани се две јавни понуди (Velebit osiguranje d.d. Загреб, и Velebit zivitno osiguranje d.d. Загреб), 21 емисија на акции со приватна понуда за кои е потребно одобрување на проспект и 42 емисии на акции со приватна понуда за кои не е потребен проспект.

Во 2009 година реализирани се три јавни понуди: Ingra d.d. Загреб, Abacus Brokeri d.d. Загреб, и Nava banka d.d. Загреб.

¹⁶² Согласно податоците наведени во проспектот

5.3. Република Словенија

На 1 мај 2004 година Словенија стана членка на Европската унија. Во однос на другите членки на ЕУ, Словенија не може да се пофали со голема активност на примарниот пазар на капитал, а особено во областа на ИПП-и, и покрај тоа што вредноста на новоемитираните акции бележи зголемување, што може да се види од прикажаните податоци.

Табела 68. Број и вредност на новоемитирани акции во Словенија во 2005

	Банкарски сектор		Корпорат. сектор	
	Број	Вк.вредност (евра)	Број	Вк.вредност (евра)
Јавна понуда	-	-	-	-
Приватна понуда	6	10.837.089	15	231.781.005
ВКУПНО	6	10.837.089	15	231.781.005

Извор: Porocilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2005, Agencija za trg vrednostnih papirjev

Табела 69. Број и вредност на новоемитирани акции во Словенија во 2006

	Банкарски сектор		Корпорат. сектор	
	Број	Вк.вредност (евра)	Број	Вк.вредност (евра)
Јавна понуда	-	-	4	19.979.970
Приватна понуда	4	18.047.905	16	39.208.813
ВКУПНО	4	18.047.905	20	59.188.783

Извор: Porocilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2006, Agencija za trg vrednostnih papirjev

Табела 70. Број и вредност на новоемитирани акции во Словенија во 2007

	Банкарски сектор		Корпорат. сектор	
	Број	Вк.вредност (евра)	Број	Вк.вредност (евра)
Јавна понуда	3	438.730.000	6	114.560.000
Приватна понуда*	8	-	19	-
ВКУПНО	11	-	25	-

*За 2007 и 2008 година нема податоци на номиналната вредност на емисиите на акции со приватна понуда, бидејќи тие се издаваат како регистрирани акции, акции за чие издавање не треба проспекти ниту претходна согласност од Комисијата.

Извор: Porocilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2007, Agencija za trg vrednostnih papirjev

Табела 71. Број и вредност на новоемитирани акции во Словенија во 2008

	Банкарски сектор		Корпорат. сектор	
	Број	Вк.вредност (евра)	Број	Вк.вредност (евра)
Јавна понуда	4	548.150.000	4	16.980.000
Приватна понуда*	4	-	22	-
ВКУПНО	8	-	26	-

*За 2007 и 2008 година нема податоци на номиналната вредност на емисиите на акции со приватна понуда, бидејќи тие се издаваат како регистрирани акции, акции за чие издавање не треба проспект ниту претходна согласност од Комисијата.

Извор: Porocilo o stanju in razmerah na trgu financnih instrumentov v letu 2008, Agencija za trg vrednostnih papirjev

Првата ИПП-а во Словенија била јавната понуда на Нова кредитна банка д.д. Марибор. Имено Владата на Република Словенија понудила за продажба 49% од Банката (односно 11.445.412 акции). При поднесувањето на проспектоот за ИПП-а, било планирано да се обезбедат измеѓу 235 и 315 милиони евра, односно бил поставен опсег на цени од 20,5 до 27 евра за една акција, односно 1,72 – 2,26 пати од книговодствената цена на акциите со состојба на ден 31.12.2006 година. Од понудените акции, 24% бил наменети за малите акционери, 10,19% за домашните институционални инвеститори и 14,81% за странски инвеститори. За купување на понудените акции се пријавило 110.256 граѓани на Република Словенија кои уплатиле 749 милиони евра, но поради тоа што за малите акционери бил наменет пакет на акции во вкупна вредност од 151 милион евра, повеќето уплатени средства биле вратени (покажан пет пати поголем интерес). Поради огромниот интерес на инвеститорите, преку 2,5 милијарди евра, словенската влада ја одредила цената на акцијата на Нова кредитна банка Марибор на горната граница од претходно утврдениот ценовен ранг, односно на 27 евра. На крајот на ноември акциите биле котирани на берзата во Љубљана, а прв ден на тргување на берзата бил 10 декември 2007 година, со цена на отварање 36,61 евра по акција.

На 12 мај 2008 година, најголемата словенска компанија за реосигурување, “Pozavarovalnica Sava” ја започнала својата ИПП. До тогаш, 99,9% од акциите биле во сопственост на Фондот за денационализација, чиј единствен акционер била Република Словенија. Целта, меѓу другото била по завршувањето на ИПП-а тој удел да се намали на 25% плус една акција. Било планирано да се соберат вкупно 266 милиони евра, кои средства би биле

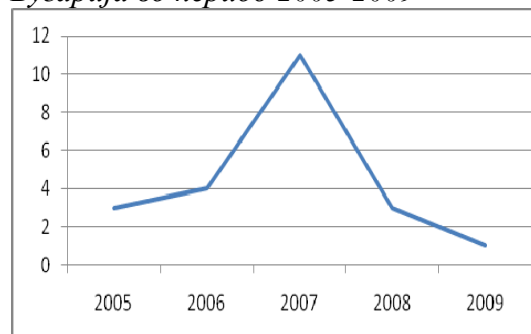
употребени за докапитализација и за експанзија во Југоисточна Европа. Цената за вкупно седум милиони акции била утврдена во опсег од 28 до 38 евра по акција. Запишувањето на акциите започнало на 22 мај 2008, а на 3 јуни 2008 година се котирале на Љубљанската берза. Во ИПП-а продадени се 74,8% од нејзините акции (цена на реализација 28 евра по акција), за 196 милиони евра.¹⁶³ На првиот ден на тргување, акциите на Сава Ре оствариле промет од 373.000 евра, со просечна цена од 28,34 евра по акција, односно само 1,2% повисока од цената на ИПП-а.

Најголемата словенска компанија за осигурување “Zavarovalnica Triglav” во декември 2007 година имала намера да реализира ИПП и да понуди 5,7 милиони акции по цена од 250 евра по акција. Во тоа време словенската држава преку КД фондот (34,47%) и Фондот за денационализација 28,39%) имала 63% удел во компанијата, и планирала по реализација на ИПП-а да задржи 25% плус една акција. Но поради недоразбирањата во словенската коалициона влада се напуштила идејата за ИПП на компанијата “Zavarovalnica Triglav”.

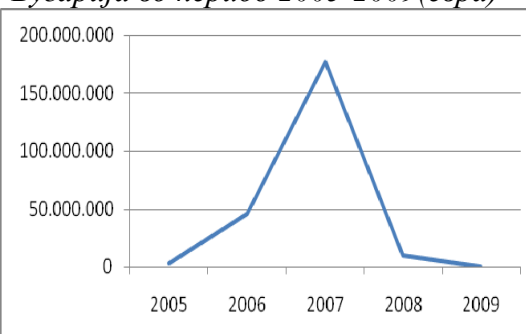
5.4. Република Бугарија

Во Република Бугарија, во периодот од 2005 година заклучно со 2009 година реализирани се вкупно 22 ИПП-и во вкупна вредност од 234.586.352 евра.

Графикон 31. Број на ИПП-и во Бугарија во период 2005-2009



Графикон 32. Вредност на ИПП-и во Бугарија во период 2005-2009(евра)



Првата ИПП-а која привлече многу голем интерес била ИПП-а на Chimimport AD-Sofia, која понуда била четири пати презапишана, додека рекордна ИПП-а била онаа на Trace group Hold AD-Sofia која била 1.200 пати презапишана.¹⁶⁴

¹⁶³ Reuters, Marja Novak, 12 јуни 2008

¹⁶⁴ Ова било можно затоа што прво се давал налогот (се искажувал интересот за купување), а дури потоа, откако ќе се видело колку од тој налог може да се реализира, се уплатувале потребните средства

Табела 72. Издадени акции преку ИЈП во Бугарија во период 2004-2009 година

1 евро = 1,95644										
Р. бр	Издавач	Сектор	Бр. на акции пон. при ИЈП-а	Запиш. акции понуд. со ИЈП	% на успеш.	Реал. с-ва во BGN	Реал. с-ва во ЕУР	Метод на ИЈП	Поч. датум на запиш.	Сегмент
1	Interlogic-Leasing SA-Sofia	Недвижности	250.000	62.750	25,10	2.510.000	1.282.942	Меш. аукција	2005-01-19	Неоф.пазар "Б"
2	Web Media Group AD-Sofia	Информации и комуникации	710.000	710.000	100,00	816.500	417.340	Меш. аукција	2005-06-29	Неоф.пазар "Б"
3	SAF Magellan AD-Sofia	Трг.на гол. и мало;поправка на мотор. возила и мотоцикли	150.000	71.633	47,76	2.148.990	1.098.419	Меш. аукција	2005-07-04	Неоф.пазар "А"
4	Advance Equity Holding AD-Sofia	Финансиски и осигурителни активности	10.000.000	9.984.284	99,84	10.190.862	5.208.880	Меш. аукција	2006-07-25	Неоф.пазар "А"
5	Chimimport AD-Sofia	Финансиски и осигурителни активности	11.083.914	11.083.914	100,00	44.335.656	22.661.393	Фиксна цена	2006-09-07	Офиц.пазар "Б"
6	Sofia Commerce-Pawn Brokerage AD-Sofia	Финансиски и осигурителни активности	400.000	400.000	100,00	2.107.000	1.076.956	Аукции	2006-10-03	Неоф.пазар "А"
7	Monbat AD-Sofia	Производство	4.700.000	4.700.000	100,00	32.670.000	16.698.698	Запишување	2006-11-17	Офиц.пазар "Б"
8	Kaolin AD-Senovo	Производство	5.000.000	4.580.620	91,61	61.838.370	31.607.598	Запишување	2007-04-18	Неоф.пазар "А"
9	CB First Investment Bank AD-Sofia	Финансиски и осигурителни активности	10.000.000	10.000.000	100,00	107.000.000	54.691.174	Запишување	2007-05-07	Офиц.пазар "Б"
10	CB Corporate Commercial Bank AD-Sofia	Финансиски и осигурителни активности	1.000.000	1.000.000	100,00	58.500.000	29.901.249	Запишување	2007-05-10	Офиц.пазар "Б"
11	Bianor Holding AD-Sofia	Финансиски и осигурителни активности	135.000	135.000	100,00	1.383.750	707.280	Запишување	2007-06-25	Неоф.пазар "Б"
12	Specialized Business System AD-Sofia	Трг.на гол. и мало;поправка на мотор. возила и мотоцикли	33.620	33.620	100,00	2.286.160	1.168.531	Фиксна цена	2007-07-11	Неоф.пазар "А"
13	Devin AD-Devin	Производство	3.000.000	3.000.000	100,00	18.300.000	9.353.724	Запишување	2007-07-25	Неоф.пазар "А"
14	Trace group Hold AD-Sofia	Градежништво	200.000	200.000	100,00	22.100.000	11.296.027	Фиксна цена	2007-10-26	Неоф.пазар "А"
15	CBA Asset management AD-Veliko Tarnovo	Професионални, научни и технички активности	3.900.000	3.900.000	100,00	14.430.000	7.375.641	Запишување	2007-11-16	Неоф.пазар "А"
16	Enemona AD-Kozloduy	Градежништво	2.000.000	2.000.000	100,00	33.600.000	17.174.051	Запишување	2007-11-27	Офиц.пазар "Б"
17	Agria Group Holding AD-Varna	Професионални, научни и технички активности	1.700.000	1.700.000	100,00	15.368.000	7.855.084	Запишување	2007-11-29	Неоф.пазар "А"
18	Billboard AD-Sofia	Трг.на гол. и мало;поправка на мотор. возила и мотоцикли	1.500.000	1.500.000	100,00	10.950.000	5.596.900	Запишување	2007-12-05	Неоф.пазар "А"
19	Mekom AD-Silistra	Трг.на гол. и мало;поправка на мотор. возила и мотоцикли	10.682.800	2.603.614	24,37	5.727.951	2.927.742	Запишување	2008-01-21	Неоф.пазар "А"
20	Herti AD-Shumen	Производство	3.000.000	13.797	0,46	42.771	21.862	Запишување	2008-01-25	Неоф.пазар "Б"
21	Railway Infrastructure-Holding Company Plc.-Sofia	Градежништво	5.583.411	2.528.851	45,29	12.644.255	6.462.889	Запишување	2008-06-25	Неоф.пазар "Б"
22	Orpheus club wellness AD-Plovdiv	Административни и услужни активности	4.000.000	3.820	0,10	3.858	1.972	Запишување	2009-10-26	Неоф.пазар "Б"
Вкупно			79.028.745	60.211.903	76,19	458.954.123	234.586.352			

Извор: www.fsc.bg (Бугарија влезе во ЕУ на 01.01.2007 год.)

5.5. Република Македонија

Пазарот на капитал во Република Македонија во периодот по монетарното осамостојување имаше карактеристики на недоволно развиен финансиски пазар. Пазарот на капитал во Република Македонија се сведува на пазар на кредити и пазар на акции, и во последните години пазар на обврзници, додека сите останати видови долгорочни финансиски инструменти изостануваат. Загрижувачки факт е и малиот обем на тргување со долгорочни средства, согласно недоволната застапеност на долгорочни финансиски инструменти во билансите на банките, како најзначајни финансиски посредници. Како фактори кои го ограничуваа развојот на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија можат да се наведат следните:

1. “Типот на приватизацијата и создадените односи во сферата на корпоративното управување. При трансформацијата на секторот на општествена сопственост, слабо беше артикулиран сопственичкиот интерес на акционерите во однос на менаџерскиот или интересот на вработените. Законската рамка содржеше недоволно комплетна дистинкција помеѓу корпорации од отворен и од затворен тип, додека пак приватизираните акционерски друштва *de facto* имаа карактер на затворен тип. Правно, слабо беше дефинирана областа на преземањата на компаниите, а во тие рамки посебно правата на малцинските акционери.

2. Недоволниот квалитет на расположливите информации за работењето на претпријатијата. Недоволна беше примената на меѓународните сметководствени стандарди, а отсутствуваше професионализирана екстерна финансиска анализа чии услуги би ги користеле инвеститорите во ХВ.

3. Каматните стапки на банкарските депозити беа релативно високи, што претставуваше значаен алтернативен трошок на инвестирањето во ХВ, посебно за малите инвеститори.

4. Задоцнувањето во појавата на државни обврзници на пазарот на долгорочни ХВ. Овие ХВ влијаат врз зголемувањето на општото ниво на доверба во инвестирањето во ХВ. Тргувањето на овие ХВ исто така повлекува транспарентни и добро уредени процедури. Стапките на принос на овие ХВ

претставуваат значаен ценовен параметар при вреднувањето на останатите ХВ на пазарот.

5. Големото задоцнување со воспоставувањето на централизирана евиденција на сопственоста на ХВ. Ова беше консеквенца на проблемите во структурата на корпоративното управување во акционерските друштва, во која доминираше постојниот менаџмент и/или доминантните акционери.

6. Долго време регулативното тело за ХВ имаше недоволно ресурси, технички и човечки, за извршување на своите активности, а посебно за ефективна контрола и превземање санкции во врска со спроведувањето на правни прописи за ХВ.

7. Отсуство на институционални инвеститори. Во Република Македонија не се појавија приватизациони инвестициони фондови, кои покрај значајните недостатоци, претставуваа институции кои имаа извесно стимулативно влијание врз побарувачката на ХВ. Пензиските реформи, иако беа забрзани во периодот 1998 до 2000 пред сè во правната сфера, сепак не дојдоа до фазата на практична имплементација, која би значела формирање на приватно управувани капитализирани пензиски фондови.

8. Политичките турбуленции, кои се генератор на неизвесности, исто така неповолно влијаеја врз обемот на берзанската активност. Тоа беше особено изразено 1999 год. Дури и повеќе. Скоро целиот транзиционен период се карактеризираше со силни регионални политички турбуленции и кризи, што е генерално неповолен амбиент за воспоставување на една пазарна институција како што е ефектната берза, која бара одредено ниво на стабилност и уредно функционирање на правните и политичките рамки на економските текови.

9. Релативното ниско ниво на доход per capita е долгорочен фактор кој го ограничува развојот на пазарот на хартии од вредност. Кратката историја на постоењето на берзанска трговија со хартии од вредност не овозможува поподлабочена анализа на корелацијата на берзанската активност и остварените стапки на економски раст.

10. Малиот обем на македонската економија. Во втората половина на 1990-те години, со процесите на либерализација на тековите на финансискиот капитал, доаѓа до концентрација на тргувањето со хартии од вредност на глобално ниво. Во вакви услови, економиите на обем налагаат регионални

поврзувања на ефектните берзи, со цел достигнување на минималниот ефикасен обем на ефикасност.”¹⁶⁵

11. Отсуство на учество на Република Македонија на меѓународните пазари на капитал. Вклучувањето на меѓународните пазари на капитал може да има позитивно влијание врз темпото на развој на пазарните институции и на регулациската рамка, а со тоа позитивно да влијае врз општата финансиска дисциплина во една национална економија.

12. Необјавувањето релевантни информации за компаниите, забраните за вработени – акционери да ги продаваат своите акции на надворешни лица, уценување на вработените да им ги продадат акциите на менаџерите, врзувањето на акционерите со договори за пренесување на правото на глас итн, менаџерите инсајдери го попречуваат развојот на пазарот на капитал. Неразвиениот пазар на капитал значи отсуство на ликвидност и можност за продажба на акциите, намалена можност за преземања, непостоење реални цени на акциите, непостоење индикатори за наградување и казнување на менаџментот, а сето тоа води кон неефикасно корпоративно управување¹⁶⁶.

13. Мал избор на финансиски инструменти во кои приватните пензиски фондови (создадени со реформата на пензискиот систем, во рамките на македонскиот финансиски систем) би можеле да инвестираат. Моментално, обврзниците за денационализација, обврзниците за девизно штедење и државните обврзници се речиси единствени расположиви финансиски инструменти на пазарот. Новата побарувачка за финансиски инструменти кои тие ќе ја креираат, може да предизвика нарушување меѓу понудата и побарувачката на пазарот, со определени дестабилизациони ефекти врз цените на финансиските инструменти.

Што се однесува до примарниот пазар на капитал во Република Македонија, состојбата е следна. Трите основни закони кои ја сочинуваат правната рамка што го регулира пазарот на капитал во Република Македонија се: Законот за хартии од вредност, Законот за преземање и Законот за инвестициони фондови.

¹⁶⁵ Филиповски В., (2002), докторска дисертација “Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на економска транзиција”, стр.316-317, Економски факултет, Скопје

¹⁶⁶ Министерство за финансии, “Корпоративно управување и пазарот на капитал”, месечен билтен 7-8/2004

Законот за хартии од вредност ги уредува видовите на хартии од вредност, условите и начинот на нивно издавање, тргување и регистрирање, утврдување и порамнување на трансакциите со хартии од вредност, начинот и условите за основање и работа на пазарот на хартии од вредност, Македонската берза и Централниот депозитар за хартии од вредност, како и статусот и надлежностите на Комисијата за хартии од вредност¹⁶⁷.

Во февруари 2000 година е донесен *Законот за инвестициони фондови*, со кој се уредуваат условите за основање инвестициони фондови и друштва за управување со инвестициони фондови и начинот на нивното работење, изборот на депозитната банка и контролата над нивното работење.

Во Мај 2001 од аспект на подобрување на законската регулатива, а заради нејзино приспособување со динамичните промени што настанаа на пазарот на капитал, се пристапи кон изменување и дополнување на Законот за хартии од вредност. Најзначајна промена во Законот претставува статусната промена во работењето на Берзата со која истата се трансформира од непрофитна во профитна институција. Исто така се овозможи како основачи на Берзата, да се јават домашни и странски правни и физички лица. Со овие измени се предвидува учеството на секој поединечен основач во основната главнина на Берзата да може да биде најмногу до 10% од износот на акциите со право на управување на Берзата. Една од одредбите на Законот за девизно работење утврдува дека само овластените банки можат да купуваат хартии од вредност во странство. Најважниот момент во подобрувањето на амбиентот на Македонскиот пазар на капитал е основањето и започнувањето со работа на Централниот Депозитар за Хартии од Вредност (ЦДХВ)¹⁶⁸, како непрофитна организација. Акционер може да биде единствено брокерска куќа, банка, осигурително друштво или друштво за управување со фондови - и тоа најмногу до 15% од износот на акциите со право на управување со Депозитарот. Целта за основање на ЦДХВ е водење регистар на ХВ во нематеријален облик, давање меѓународен број за идентификација на ХВ (ИСИН) за сите емисии на хв, утврдување и порамнување на трансакциите на хв според приципот **“испорака наспроти плаќање”** и давање дополнителни услуги на издавачите и имателите на хартии од вредност.

¹⁶⁷ Комисијата за хартии од вредност е основана на 19.06.1992 година

¹⁶⁸ ЦДХВ со својата работа започнува во Ноември 2001 година

Исто така, во насока на подобрувањето на функционалноста на пазарот на капитал, а особено берзанското работење, Македонската берза прифати и вовеле електронски начин на тргување, односно имплементација на БЕСТ¹⁶⁹ (Берзански Електронски Систем) системот. Со овој радикален напредок и отпочнувањето на работата на ЦДХВ се вовеле принципот на дематеријализација на хартиите од вредност во нашата земја согласно Законот за хартии од вредност.

На почетокот на 2002 година се донесе *Законот за преземање на акционерски друштва* а кон средината на истата година се појави потреба од негови измени и дополнувања, кои беа предизвикани од потребата за што поконкретно, попречно и појасно дефинирање на обврските за оние за кои е наменет и важи. Исто така се донесени и низа правилници кои произлегуваат од овој Закон, како и од Законот за хартии од вредност. Во јануари 2002 се усвоени одредени измени и дополнувања во Законот за хартии од вредност, од кои поважни се следните: појаснување на обврските на акционерските друштва во РМ за објавување на што повеќе податоци кои се во интерес на инвеститорите; промени за основање и работа на ЦДХВ; како и одредени усогласувања на овој Закон со донесениот Закон за преземање на акционерски друштва.

Поради уште поголемо обезбедување на сигурен, ефикасен, транспарентен и фер пазар на хартии од вредност во Република Македонија, во мај 2002 се усвоија понатамошни измени и дополнувања на Законот за хартии од вредност. Со овие измени и дополнувања се предвидува т.н. задолжителна котација, со која издавачите на долгорочни хв кои ги исполнуваат условите утврдени со правилата за котација на Берзата, се задолжуваат да ги котираат своите хв на официјалниот пазар на Берзата, со тоа што оваа обврска престанува на 31 декември 2003. За неисполнување на оваа обврска со измените на Законот се предвидуваше и соодветна казна затвор до една година за раководниот орган и лицето со посебни овластувања на друштвото-издавач на долгорочни хв кое ги исполнува условите за котација на Берзата, а не ги котираше своите хв на официјалниот пазар на Берзата. Со ова се овозможи котирање на акции на 78 акционерски друштва во Р.Македонија до крајот на деловната 2002.

Тоа претставуваше своевидна револуција на домашниот пазар на хв, при што особено беше важно да се задржи интересот за котација и по истекот на

¹⁶⁹ Април 2001 година

законската обврска, затоа што котацијата на акционерските друштва на берзите не само што го рефлектира нивото на ликвидност на самата берза, туку преку тоа и на целокупниот пазар на хв, односно економија во една земја.

Во текот на 2003 настанаа две измени (мај и декември) во Законот за хартии од вредност, со кои се овозможи натамошно зајакнување на независноста на КХВ, како и измени што значат револуција во развојот на пазарот на капитал во РМ од аспект на зголемување на транспарентноста на информациите на акционерските друштва што се водат во Регистарот на КХВ.

Во Јуни 2003, во издание на КХВ беше промовирана Белата книга на OECD за корпоративно управување. Кон крајот на 2003 година се реализира превземање на Тетовска банка АД Тетово од страна на Тетекс АД Тетово преку обезбедување на мнозински пакет на акции во износ од 52,08% од вкупниот број акции издадени од Тетовска банка АД Тетово, со што стана првата македонска компанија што успешно спроведе постапка за преземање, во согласност со Законот за преземање на АД.

Од особено значење за процесот на градење транспарентен пазар на капитал во РМ е и воспоставувањето на Регистар на акционерски друштва кој го води КХВ. Согласно законските и подзаконските прописи сите акционерски друштва кои се водат во регистарот на КХВ, должни се во јавноста да објавуваат известувања за општите податоци за друштвото, финансиската состојба, промените во капиталот, правниот статус и деловните активности кои имаат значително влијание врз цената на хв. Исто така, друштвата од Регистарот се должни во рок од 30 дена од последниот ден на секое шестомесечје да ги објават во јавноста своите неревидирани шестомесечни финансиски извештаи, како и да објават дел од ревидираните годишни финансиски извештаи, со мислење од овластен ревизор. Водењето на Регистарот е во функција на обезбедување поголем обем на релевантни информации, врз основа на кои потенцијалните инвеститори ќе можат да донесат деловни одлуки во врска со инвестирањето во хв.

Постојењето на доверба на широката јавност во интегритетот на пазарот на капитал е основен предуслов за привлекување на инвеститори преку кои ќе се изврши прилив и акумулација на нов капитал во РМ.

Во 2004 се започна со изготвување на текстот на новиот Закон за хартии од вредност, чија содржина беше во согласност со целите и принципите на

Меѓународната Организација на Комисиите за хартии од вредност (IOSCO), како принципи за регулирање и функционирање на пазарот на капитал во националното законодавство кон кои се стремат сите земји членки на IOSCO, а воедно беа инкорпорирани и принципите на европските директиви за пазарите на капитал.

Собранието на Р.Македонија на 26 октомври 2005 го донесе новиот Закон за хартии од вредност. Причина за донесување на нов Закон за хартии од вредност, меѓу другото беше и потребата од хармонизирање на постоечката законска регулатива со релевантните директиви на Европската Унија, како и потребата од зајакнување на регулативата со стандардите и принципите на Меѓународната организација на Комисиите на хартии од вредност (IOSCO) во која што од 1994 година полноправна членка е и Македонската Комисија за хартии од вредност. Како и во дерогираниот Закон за хартии од вредност, и во новиот Закон за хартии од вредност се запазени и разработени принципите на законитост, транспарентност, недискриминација, конкуренција, заштита на сопствениците на хартии од вредност и инвеститорите, зајакнување и зголемување на правната сигурност и стабилност на пазарот на хартии од вредност во целина.

Со Законот за хартии од вредност од 2005 извршено е допрецизирање и рedefинирање на обврските за обелоденување на податоци од страна на акционерски друштва кои се водат во Регистарот на Комисијата или согласно терминологијата на новиот закон акционерски друштва со посебни обврски за известување. Исто така воведени се и нови обврски за известување на членовите на нивните органи на управување, директорите и одделни акционери. Особено значајна новина е и воведувањето обврска за акционерските друштва со посебни обврски за известување, за изготвување на финансиските извештаи во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување (порано Меѓународните сметководствени стандарди). Со таквото законско решение Р. Македонија е во чекор со европските земји во процесот на интернационализацијата на сметководствените стандарди, односно стандардите на финансиско известување.

Акционерските друштва од Регистарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување, согласно Законот за хартии од вредност, до КХВ доставуваат:

- Ревидирани годишни финансиски извештаи,
- Неревидирани полугодишни и тримесечни финансиски извештаи,
- Тековни соопштенија и материјали за акционерски собранија,
- Извештаи за согласноста на членовите на органите на управување и директорите,
- Извештаи на сопственоста на одредени акционери.

Во текот на 2007 година се изврши по една измена и дополнување на законите кои ја сочинуваат законската регулатива со која се регулира пазарот на хартии од вредност во РМ: Законот за хартии од вредност, Законот за инвестициони фондови и Законот за преземање на акционерски друштва.

Најзначајна измена на Законот за хартии од вредност е воведувањето новина со која само надворешни инвеститори ќе можат да купуваат акции од новите емисии по пат на приватни понуди.

Со Законот за изменување и дополнување на Законот за преземање на акционерски друштва се менува опфатот на Законот, така што истиот се проширува од еден релативно тесен круг на котирани компании на овластена берза, на сите акционерски друштва со посебни обврски за известување; се допрецизира начинот на објавување на јавната понуда за откуп; се внесуваат дополнителни одредби за утврдување на минималната цена по која може да се изврши преземањето.

Кај Законот за инвестициони фондови, се изврши намалување на висината на средствата потребни за основање на отворен и затворен инвестициски фонд (основната главнина се намалува од 2.000.000 ДМ на 500.000 Евра). Се даде можност за формирање на приватни фондови. (Заклучно со 31.12.2007 година во Регистарот на приватни фондови беа регистрирани вкупно 9 приватни фондови).

Во текот на **2008** година се извршени измени и дополнувања на Законот за хартии од вредност, со кои се предефинираа одредбите кои ја регулираат приватната понуда на хв, се додадоа нови одредби со кои се регулира тарифникот кои ги опфаќа надоместоците што ги наплаќа берзата за извршените услуги, подетално се регулира договорот за чување хв, договор кој овластените учесници на пазарот на хартии од вредност ги склучуваат со клиенти за кои ја извршуваат услугата чување на хартии од вредност. Понатаму, во делот на акционерските друштва со посебни обврски за известување се вовеле обврска за

известување на сите судски постапки во кои друштвото е вклучено доколку вредноста на спорот изнесува најмалку 5% од вредноста на капиталот на друштвото и се вовеле обврска за акционерското друштво за доставување на извештај до КХВ за стекнување или оттуѓување на повеќе од 5% од хартии од вредност издадени од тоа друштво од страна на физичко или правно лице. Во делот на Комисијата, се предефинираа одредбите со кои се регулираа надоместоците од кои се обезбедуваат средствата за работа на Комисијата, се додадоа нови членови со кои се овозможи Комисијата да формира посебни тела кои ќе постапуваат по прекршоците утврдени со Законот за хартии од вредност. Имено, се овозможи формирање на Комисија за прекршоци и Комисија за посредување кои ја водат постапката до изрекување соодветна прекршочна санкција при сторен прекршок. Се предвиде и целосна професионализација на членовите на Комисијата така што мандатот на постојните членови е со важност до изборот на нови.

Табела 73. Активности на примарниот пазар во РМ

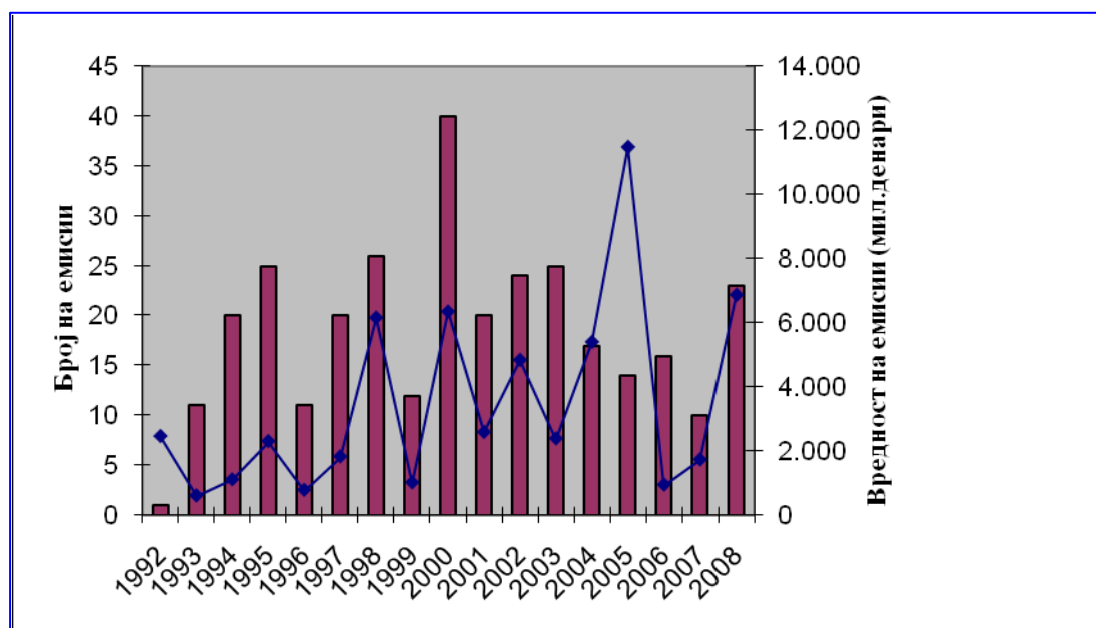
Години	Издадени одобренија	
	Број	Вредносен обем (во мил.денари)
1992	1	2.459
1993	11	605
1994	20	1.108
1995	25	2.300
1996	11	781
1997	20	1.823
1998	26	6.152
1999	12	1.014
2000	40	6.432
2001	20	2.585
2002	24	4.832
2003	25	2.383
2004	17	5.394
2005	14	11.475
2006	16	943
2007	10	1.728
2008	23	6.865

Извор: www.sec.gov.mk

Во 2000 година одобрени се 40 емисии во вкупен износ од 6.431.867.282 денари. Во однос на претходните години, забележан е тренд на пораст и во

бројот на емисиите и во однос на нивниот износ. Од вкупниот број емисии 39 беа емисии на акции во вкупен износ од 5.334.4562.770 денари, а 1 емисија на конвертабилни обврзници во износ од 1.007.304.512 денари. Во текот на таа година одобрени се 18 емисии на акции на акционерски друштва од стопанството, 20 емисии на акции од банки и една емисија на акции од други финансиски институции (штедилница).

Графикон 33. Активности на примарниот пазар во РМ во периодот 2000-2008

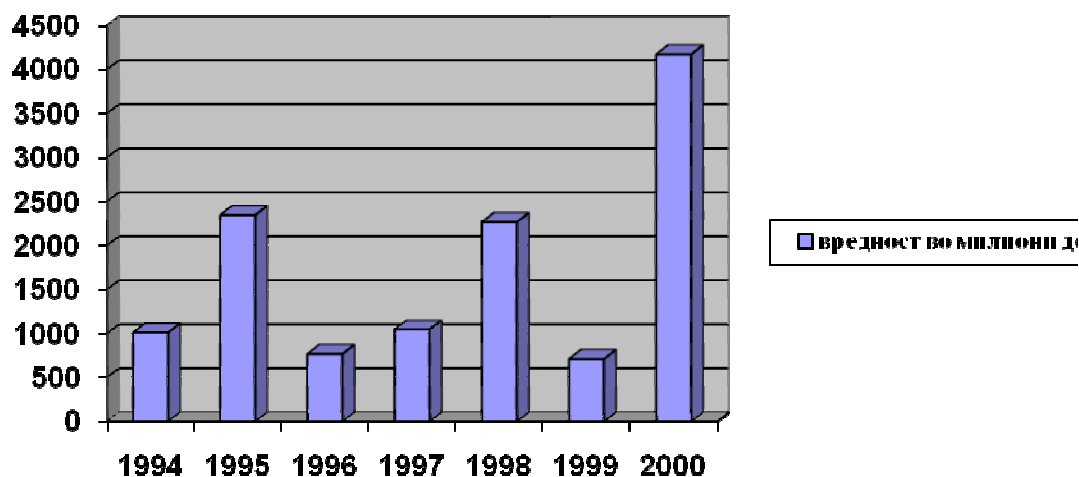


За разлика од претходните години, во 2000 година забележан е позитивен тренд на зголемување на активноста на трговските друштва од стопанството во однос на финансирање на својот развој преку емисии на акции. Најиндикативен параметар на зголемување на активноста е што од основањето на Комисијата за хартии од вредност (1992 година) до 1999 година одобрени се вкупно 19 емисии на акции на трговски друштва од стопанството, број идентичен со одобрените емисии во текот на 2000 година.

Како конкретни причини за зголемувањето на акционерскиот капитал на стопанските субјекти можат да се наведат: инвестиции согласно договори со стратешки инвеститори за докапитализација, претварање на побарувања на доверители во траен влог, претворање на неноминиран капитал во номиниран капитал како и со јавни понуди на хартии од вредност заради дополнителни

вложувања во друштво. Вредносниот обем на одобрените емисии на акции на банките е прикажан во следниот графикон 34.

Графикон 34. Вредносен обем на одобрени емисии на акции на банките во РМ



Извор: www.sec.gov.mk

Интензивноста на издавањето на акции од страна на банките во основа, произлегува од потребата банките да ја усогласат големината на својот капитал согласно одредбите на Законот за банки и штедилници од 1997 година (капитални цензуси). Меѓутоа, во текот на 2000 година започна еден друг процес, процес на докапитализација на банките заради окрупнување на капиталот значително над пропишаните капитални цензуси и влез на странски стратешки инвеститори во банките во Република Македонија.

Во 2001 година акционерските друштва во РМ беа принудени да работат во воено окружување. Во така воспоставените околности за работење, друштвата беа дестимулирани да прибираат свеж капитал со јавна понуда на хартии од вредност. Така, сите распишани емисии од страна на трговските друштва од стопанството беа наменети за познати купувачи, и тоа пред сè, како зголемување на капиталот на друштвата врз основа на инвестиции од странство. Во истиот период, 8 банки распишаа емисии на акции заради нивна докапитализација. 6 од нив се спроведени по пат на јавен повик. И покрај тоа што емисиите на акции се распишани по пат на јавен повик, како купувачи на акции од овие емисии претежно се јавиле постојните акционери на банките, и

тоа со докапитализација на банките со нов капитал или реинвестирање на остварената добивка.

Табела 74. Распишани емисии на акции во РМ во текот на 2001 год.

Р.бр.	Издавачи на ХВ	Број на издадени решенија	Износ денари	Износ евра	Јавна понуда (ЈП) Приватна понуда (ПП)
1.	Стопанство	7	1.531.733.770	25.033.452	ПП7
2.	Банки	8	942.641.091	15.405.784	ЈП6 / ПП2
3.	Други фин.инст.	5	110.176.536	1.800.639	ПП5
		20	2.584.551.397	42.239.875	ЈП6 / ПП14

Извор: www.sec.gov.mk

Во текот на 2002 одобрени се вкупно 24 емисии на долгорочни хв во вкупен износ од 4.832.090.172 денари, односно 79.265.276 евра. Сите издадени решенија се однесуваат на сопственички долгорочни хартии од вредност – акции. Во 2002 немаше ниту еден случај на издавање на корпоративни обврзници.¹⁷⁰

Табела 75. Распишани емисии на акции во РМ во текот на 2002 год.

Р.бр.	Издавачи на ХВ	Број на издадени решенија	Износ денари	Износ евра	Јавна понуда (ЈП) Приватна понуда (ПП)
1.	Стопанство	7	1.742.395.243	28.476.337	ПП7
2.	Банки	11	2.459.863.873	40.361.472	ЈП9 / ПП2
3.	Други фин.инст.	6	629.831.056	10.427.467	ЈП1 / ПП5
		24	4.832.090.172	79.265.276	ЈП10 / ПП14

Извор: www.sec.gov.mk

Најголемиот дел од емисиите на хартии од вредност во 2002 беа наменети за познати купувачи. Во основа, емисиите на хартии од вредност се реализираат со претходно договорен пласман на емисија, или со реинвестирање на

¹⁷⁰ www.sec.gov.mk

добивката на акционерските друштва во акционерски капитал, со што постојните или нови акционери на друштвото се стекнуваат со нови акции. Карактеристично за емисиите на хартии од вредност е тоа што, за познат купувач се јавува процент на реализација на емисиите од 100%, што не е случај кај распишаните емисии што се пласираат во јавноста по пат на јавен повик. Од издадени 24 одобрености, 14 се реализирани преку пласман на емисија на познати купувачи, во вкупна вредност на издадени решенија од 2.705.194.725 денари, односно 44.366.767 евра, при што речиси без исклучок емисиите се реализирани со 100% успешност. Во текот на 2002 распишани се 10 емисии на хв по пат на јавен повик, со вкупна вредност од 2.126.895.447 денари, односно 34.898.509 евра, чиј процент на успешна реализација е значително под максимално одобриениот износ на емисијата.

Во доменот на примарниот пазар на капитал, во 2003 година беа издадени 25 емисии во вкупна вредност од 2.382.591.000 денари (38.972.955 евра). При тоа, значајно е да се нотира дека и понатаму продолжуваше трендот како издавачи на долгорочни хв – акции да се јавуваат банките, кои често распишуваат јавна понуда на акции, додека акционерските друштва од стопанството, на примарниот пазар на капитал, учествуваат во помал обем и тоа најчесто со однапред договорен пласман на емисијата на акции за познати купувачи.

Табела 76. Распишани емисии на акции во РМ во текот на 2003 год.

Р.бр.	Издавачи на ХВ	Број на издадени реченија	Износ денари	Износ евра	Јавна понуда (ЈП) Приватна понуда (ПП)
1.	Стопанство	8	746.697.912	12.233.333	ПП8
2.	Банки	11	1.543.251.000	25.226.339	ЈП6 / ПП5
3.	Други фин.инст.	6	92.642.094	1.513.283	ПП6
		25	2.382.591.006	38.972.955	ЈП6 / ПП19

Извор: www.sec.gov.mk

Од вкупно 25, 19 емисии се реализирани преку пласман на емисијата на познати купувач, во вкупна вредност од 1.976.816.006 денари, односно

32.345.037 евра, при што речиси без исклучок емисиите се реализирани со 100% успешност. Во текот на 2003 распишани се 6 емисии на хв по пат на јавен повик, сите од банки, со вкупна вредност од 405.775.000 денари, односно 6.627.918 евра.¹⁷¹

Од одобрените 19 пласмани на емисии на акции (за познат купувач), 10 емисии беа наменети за откуп од странски инвеститори, а пласманот на 9 емисии на акции беше наменет за домашни, правни и физички лица. Од аспект на инвестираната вредност, забележана е поголема застапеност на странските инвестиции. Имено од вкупно одобрените 1.976.816.006 денари (односно 32.345.037 евра), 1.456.110.561 денари се странски инвестиции (што претставува 73,66% од вкупниот износ на одобрените емисии), додека 520.705.445 денари се инвестиции од домашни купувачи (што претставува 26,34% од вкупната вредност на одобрени пламсани).

Интересно е да се напомене дека во 2003 одобрена е трета емисија на акции на ФХЛ “Мермерен комбинат” АД Прилеп, која беше наменета за познат купувач – Pigeos Bank од Атина, а истата, во форма на грчки ПСХВ беше предмет на котација на Атинската берза – пазарен сегмент во Солун, со што, посредно, акциите на ова друштво се први хв на една македонска компанија кои се присутни на странска берза, а истовремено и прв пазарен материјал од ваков вид што котира на пазарот на Атинската берза лоциран во Солун, креиран за компании од Централна и Југоисточна Европа.

Во 2004, одобрени се 17 емисии на догорочни хв, во вкупен износ од 5.394.384.296 денари (87.998.818 евра)¹⁷². Само една емисија е емисија на догорочни хартии од вредност – обврзници, додека останатите се однесуваат на сопственички долгорочни хв – акции. Значајно е да се истакне дека, за разлика од претходните години, кога како издавачи на хв се јавуваа банките, а во значително помал обем друштвата од стопанството, во 2004 е забележана поинаква состојба. Имено, во вкупниот број на издадени одобренија на примарниот пазар на капитал, учеството на друштвата од стопанството е еднакво со учеството на банките и изнесува 43,75%. Во вредносниот обем на издадени одобренија, пак, друштвата од стопанството учествуваа во значително поголем обем во однос на банките, така што нивното учество изнесуваше

¹⁷¹ www.sec.gov.mk

¹⁷² www.sec.gov.mk

79,05%, а учеството на банките 20,80% од вкупниот износ на одобрени емисии. Што се однесува до видот на хв застапени на примарниот пазар во 2004, може да се забележи дека во вкупниот број на одобрени емисии на хв, акциите учествуваат со 94,12%, а обврзниците со 5,88%.

Табела 77. Распишани емисии на акции во РМ текот на 2004 год.

Р.бр.	Издавачи на ХВ	Број на издадени решенија	Износ денари	Износ евра	Јавна понуда (ЈП) Приватна понуда (ПП)
1.	Стопанство	7	4.046.052.694	66.016.886	ПП7
2.	Банки	7	1.064.955.264	17.357.837	ЈП3 / ПП4
3.	Други фин.инст.	2	7.608.238	124.096	ПП2
		16	5.118.616.196	83.498.819	ЈП3 / ПП13

Извор: www.sec.gov.mk

Од издадени вкупно 17 одобренија во 2004, 14 емисии се реализирани преку пласман на емисијата на познати купувачи. Во текот на 2004 распишани се 3 емисии на хартии од вредност по пат на јавен повик, сите од банки, со вкупна вредност од 101.775.000 денари, односно 1.656.836,98 евра. Вредноста на одобрените емисии на акции од акционерски друштва од стопанството во 2004 е за 5,5 пати поголема од вредноста на одобрените емисии на акции на овие друштва во 2003. Ваквото зголемување во најголем дел се должи на две емисии на акции на Космофон АД Скопје и на една емисија на акции на ОКТА Рафинерија на нафта АД Скопје, кои претставуваат 95% од вкупно одобрениот износ на емисии на акции од акционерски друштва од стопанството во 2004 година.

Од одобрените 13 пласмани на емисии на акции (емисии на акции наменети за познати купувачи), 8 емисии беа наменети за откуп од странски инвеститори, а пласманот на 5 емисии на акции беше наменет за домашни правни и физички лица.

Од аспект на инвестираната вредност во акции, забележана е поголема застапеност на странските инвестиции. Имено, од вкупно одобрените емисии на

акции во износ од 5.118.616.196 денари (односно 83.498.818 евра), 94,45% се странски инвестиции, додека 5,55% се инвестиции од домашни купувачи.

Во текот на 2004 година, КХВ разгледа и одобри едно барање за давање одобрение за емисија на долгорочни хартии од вредност – корпоративни обврзници.¹⁷³ КХВ на Друштвото за трговија и услуги “Аркада Македонија” ДООЕЛ Скопје му издаде одобрение за издавање на долгорочни должнички хв – прва емисија на 4.500 обврзници со поединечна номинална вредност од 1.000 евра, во вкупна вредност на емисијата од 4.500.000 евра во денарска противвредност. Обврзниците од првата емисија беа наменети исклучиво за познатиот купувач - ДОО Аркада-Фонд Киев, Украина, при што заради карактерот на емисијата, КХВ забрани промет на обврзниците, нивно оттуѓување, заложување и/или друго оптоварување од страна на купувачот на обврзниците. Вредноста на емисијата на корпоративните обврзници претставува 5,11% од вредноста на вкупно одобрените емисии на хв во 2004.

Еден интересен податок од 2004 година сведочи дека согласно податоците од ЦДХВ, бројот на иматели на акции, обврзници за денационализација, конвертабилни сертификати и државни записи е како следи:

Табела 78. Број на иматели на акции во РМ во 2004 год.

Домашни физички лица	187.382
Домашни правни лица	2.954
Странски физички лица	1.341
Странски правни лица	185
Вкупно	191.862

Извор: КХВ – Годишен извештај 2004

Во следната табела се прикажани податоци за вкупниот број на иматели на обврзници по основа на старо девизно штедење во 2004 согласно доставените податоци од деловните банки.

¹⁷³ КХВ – Годишен извештај 2004

Табела 79. Вкупен број на иматели на обврзници по основа на старо девизно иштедење во РМ во 2004 год.

Домашни физички лица	109.584
Домашни правни лица	272
Странски физички лица	3.203
Странски правни лица	9
Вкупно	113.068

Извор: КХВ – Годишен извештај 2004

На крајот на 2004 година, на официјалниот пазар на Берзата котираа 68 акции на акционерски друтва од РМ.

Од вкупно 14 емисии на долгорочни хартии од вредност во 2005, само една емисија се однесува на долгорочни должнички хв – обврзници, додека останатите 13 решенија се однесуваат на сопственички долгорочни хв – акции. Сите 14 емисии на хв во 2005 беа наменети за познати купувачи, односно беа реализирани како приватни пласмани. Во текот на 2005 година не беа распишани емисии на хв по пат на јавен повик.

Карактеристчно е што сите емисии на хартии од вредност наменети за познати купувачи се реализирани со процент на реализација на емисиите од 100%. Сите распишани емисии на акции од страна на трговските друштва од стопанството беа наменети за познати купувачи и тоа претежно за зголемување на капиталот на друштвата врз основа на инвестиции од странство, или капитализација на остварената добивка. Вредноста на одобрените емисии на акции на акционерски друштва од стопанството во 2005 е речиси три пати поголема од вредноста на одобрените емисии на акции на овие друштва во 2004. Ваквото зголемување во најголем дел се должи на емисијата на акции на Електростопанство на Македонија, која претставува 75% од вкупно одобрените износ на емисии на акции од акционерски друштва од стопанството во 2005. Како конкретни причини за зголемување на акционерскиот капитал на стопанските субјекти, и во 2005 можат да се наведат: инвестиции согласно договорите со стратешки инвеститори за докапитализација, претварање на побарувања на доверители во траен влог, капитализација на добивките, претворање на ненониниран капитал во номиниран капитал, а една од емисиите

на акции беше наменета за фондот на акции на вработените согласно член 281 од Законот за трговски друштва.

Табела 80. Распишани емисии на акции во РМ во текот на 2005 година

Р.бр.	Издавачи на ХВ	Број на издадени решенија	Износ денари	Износ евра	Јавна понуда (ЈП) Приватна понуда (ПП)
1.	Стопанство	8	11.149.525.809	182.093.571	ПП 8
2.	Банки	4	138.120.720	2.250.832	ПП 4
3.	Други фин.инст.	1	2.590.000	42.228	ПП 1
		13	11.290.236.529	184.386.631	ПП 13

Извор: КХВ – Годишен извештај 2005

Од претходната табела може да се види дека во текот на 2005 година, 3 банки распишаа вкупно 4 емисии на акции заради нивна докапитализација, во вкупен одобрен износ од 138.120.720 денари (2.250.832 евра). Две од одобрените четири емисии на акции од банките беа распишани заради капитализација на остварената добивка од минатата година, една емисија беше распишана за целите на присоединување на штедилница кон банка, а една емисија беше реализирана со нов паричен влог на странски инвеститор.

Од одобрените 13 пласмани на емисии на акции (емисии на акции наменети за познати купувачи), 5 емисии беа наменети за откуп од странски инвеститори, пласманот на 3 емисии на акции беше наменет за домашни правни и физички лица, а 5 емисии на акции се распишани и реализирани од страна на друштвата (капитализација на добивки и резерви).

Од аспект на вредноста на емисиите на акции, може да се забележи дека, од вкупно одобрените пласмани на акции во износ од 11.275.009.519 денари (184.137.824 евра), 2.395.142.667 денари се странски инвестиции (односно 21,24% од вкупниот износ на одобрените пласмани), додека 207.650.171 денари се инвестиции од домашни купувачи (односно 1,84% од вкупната вредност на одобрените пласмани), а 8.672.216.681 денари се капитализација на резерви и добивки на акционерските друштва (односно 76,92% од вкупната вредност на

одобрените пласмани и во најголем дел се должи на емисијата на акции на Електростопанство на РМ).¹⁷⁴

Доколку, од анализата се из земе емисијата на акции на Електростопанство на Македонија, учеството на странски инвестиции од аспект на инвестираната вредност во акции изнесува 83,25% од вкупно одобрениот износ на емисии на акции.

Во текот на 2005, КХВ разгледа и одобри едно барање за давање одобрение за емисија на долгорочни должнички хв – корпоративни обврзници.

КХВ на Друштвото за трговија и услуги “Аркада Македонија” ДООЕЛ Скопје му издаде одобрение за издавање на долгорочни должнички хв – втора емисија на 3.000 обврзници со поединечна номинална вредност од 1.000 евра, а вкупна вредност на емисијата од 3.000.000 евра, во денарска противвредност од 184.328.400 денари. Обврзниците од втората емисија беа наменети исклучиво за познатиот купувач - ДОО Аркада-Фонд Киев-Украина, при што, заради карактерот на емисијата, КХВ забрани промет на обврзниците, нивно оттуѓување, заложување и/или друго оптоварување од страна на купувачот на обврзниците. Вредноста на емисијата на корпоративните обврзници претставува 1,6% од вредноста на вкупно одобрените емисии на хв во 2005.

Во 2006 година одобрени се 16 емисии на хв, од кои 3 беа распишани по пат на јавна понуда, додека 13 емисии се реализираа како однапред договорен пласман т.е приватни понуди. Најголемиот дел од емисии на хв во 2006 беа реализирани како приватни понуди. За разлика од претходните години, кога како главни причини за отсуство на јавни понуди на хв беа недоволно развиениот и неликвиден секундарен пазар од кој во најголем дел зависи успешната реализација на јавните емисии на хв, како и недоволната транспарентност, односно отпорот на менаџментот и на доминантните сопственици кон обелоденување на информации за финансиското работење на друштвата, во 2006 оваа ситуација значително се промени.

¹⁷⁴ КХВ – Годишен извештај 2005

Табела 81. Распишани емисии на акции во РМ во текот на 2006 година

Р.бр.	Издавачи на ХВ	Број на издадени решенија	Износ денари	Износ евра	Јавна понуда (ЈП) Приватна понуда (ПП)
1.	Стопанство	4	166.937.150	2.737.999	ПП4
2.	Банки	7	702.701.698	11.481.464	ЈП3 / ПП4
3.	Други фин.инст.	5	73.322.033	1.198.560	ПП5
		16	942.960.881	15.418.023	ЈП3 / ПП13

Извор: КХВ – Годишен извештај 2006

Во 2006 година интересно е што две од трите емисии на акции распишани по пат на јавна понуда беа реализирани во целост пред истекот на рокот за нивна реализација. За зголемениот интерес на инвеститорската јавност, во најголем дел придонес има зголемената ликвидност на секундарниот пазар на хартии од вредност. Имено двете јавни понуди на акции кои се реализираа со процент на реализација 100% и тоа по цена повисока од номиналната вредност (што не беше случај порано) беа понуди распишани од издавач чии што хартии од вредност котираат на официјалниот пазар на Македонската берза, за кои постои ликвиден секундарен пазар како и доволно расположливи информации за да се направи соодветна анализа.

Од табелата може јасно да се види дека во текот на 2006 година, во споредба со претходната 2005 година се забележува зголемување на бројот на издадени решенија за 14,29% (16 решенија во 2006, а 14 решенија во 2005). Гледано од аспект на вредноста на издадените решенија, вредноста на распишаните емисии во 2006 година во однос на 2005 година е повеќекратно помала: 942.960.881 денари (15.418.023 евра), во 2006 година, во однос на 11.474.564.929 денари (187.386.631 евра) во 2005 година. Сепак, треба да се има предвид дека 2005 година е атипична година за споредба на вредноста на емисиите на хв од причина што, во 2005 година значајно отскокнува вредноста на емисијата на акции на Електростопанство на Македонија АД Скопје, која претставува 73% од вкупно одобриениот износ на емисии на хв во 2005.¹⁷⁵

¹⁷⁵ КХВ – Годишен извештај 2006

Сите распишани емисии на акции од страна на трговските друштва од стопанството беа реализирани како приватни понуди. Две од четирите трговски друштва извршија докапитализација со парични влогови, една емисија беше распишана за целите на присоединување на едно акционерско друштво кон друго акционерско друштво, а една емисија беше распишана и реализирана за целите на конверзија на побарување на доверител во траен влог на друштвото.

Вредноста на одобрените емисии на акции од акционерски друштва од стопанството е за речиси 67 пати помала од вредноста на одобрените емисии на акции на овие друштва во 2005.

Во текот на 2006 година, 5 банки распишаа вкупно 7 емисии заради нивна докапитализација, во вкупен одобрен износ од 702.701.698 денари (11.481.464 евра). Три од одобрените седум емисии на акции од банки беа понудени на јавноста преку јавна понуда. Останатите четири емисии на акции беа реализирани како приватни понуди, и тоа преку две емисии на акции издавачите извршија капитализација на добивки, една емисија беше реализирана за целите на присоединување на штедилница кон банка, а една емисија беше реализирана со нов паричен влог од странски инвеститор.

Во текот на 2006 година не беше издадена ниту една корпоративна обврзница.

Новина воведена со Законот за хартии од вредност од 2005 година, кој стапи на сила на 15 ноември 2005 година е што продажбите на сопствените акции на друштвата подлежат на одобрение од Комисијата за хартии од вредност, при што постапката за оттуѓување на овие акции е идентична како и постапката за првично издавање, т.е. емисија на хв.

Во текот на 2006 година одобрени се 6 такви понуди. Само една од шестте понуди на сопствени акции беше распишана и реализирана како јавна понуда, додека пет понуди на сопствени акции на друштвата беа реализирани како приватни понуди. Вкупната номинална вредност на одобрените понуди на сопствени акции изнесува 254.385.273 денари, додека одобрениот продажен износ на истите изнесува 609.289.953 денари.

Во текот на 2007 година се реализираа 10 емисии на долгорочни хв, во вкупен одобрен износ од 1.727.613.279 денари, односно 28.236.445 евра. Само едно решение се однесува на емисија на долгорочни должнички хв–обврзници,

додека останатите 9 решенија се однесуваат на сопственички долгорочни хв – акции.¹⁷⁶

Табела 82. Распишани емисии на акции во РМ во текот на 2007 година

Р.бр.	Издавачи на ХВ	Број на издадени реченија	Износ денари	Износ евра	Јавна понуда (ЈП) Приватна понуда (ПП)
1.	Стопанство	1	163.722.777	2.673.850	ПП1
2.	Банки	2	1.408.440.000	23.021.562	ПП2
3.	Други фин.инст.	6	155.450.502	2.541.033	ПП6
		9	1.727.613.279	28.236.445	ПП9

Извор: КХВ – Годишен извештај 2007

Сите 10 емисии на хв во 2007 беа реализирани како приватни понуди. Во текот на 2007 година одобрени се 2 емисии на акции од банки, 6 емисии на акции на други финансиски институции, а само една емисија на акции на акционерско друштво од стопанството и тоа за целите на присоединување на две друштва со ограничена одговорност кон акционерското друштво – издавач на акциите, при што вредноста на одобрената емисија беше за 2% помала од вредноста на одобрените емисии на акции на овие друштва во 2006 (166.937.150 денари).

Во текот на 2007 година, 2 банки распишаа емисии на акции, во вкупен одобрен износ од 1.108.440.000 денари. Што се однесува до останатите финансиски институции, во текот на 2007 година, 6 финансиски институции, освен банки, реализираа емисии на акции во вкупен одобрен износ од 155.450.502 денари. Во 2007 година, одобрена е и една емисија на долгорочни должнички ХВ – корпоративни обврзници.

ПроКредит Банка АД Скопје доби одобрение за издавање на долгорочни должнички хв – прва емисија на 5.000 обврзници со поединечна номинална вредност од 60.000 денари и вкупна вредност на емисијата од 300.000.000 денари. Обврзниците се неконвертабилни, преносливи со право на камата и право на исплата на номиналната вредност на обврзниците. Каматната стапка е

¹⁷⁶ КХВ– Годишен извештај 2007

фиксна и истата изнесуваше 8,4% годишно, со полугодишна исплата на купонска камата. Номиналната вредност на обврзниците се исплаќа на денот на доспевање на обврзниците. Рокот на доспевање на обврзниците е три години. Купувач на обврзниците беше НЛБ Тутунска банка АД Скопје. Вредноста на емисијата на корпоративни обврзници претставува 17,36% од вредноста на вкупно одобрените емисии на хв во 2007.

Во текот на 2007 година се реализираа три продажби на сопствени акции и тоа по пат на приватна понуда. Во 2007 забележано е двојно намалување на бројот на издадени решенија за одобрување на продажба на сопствени акции во споредба со 2006 (3 во споредба со 6). Гледано од аспект на вредноста на издадените решенија, вредноста на одобрените продажби на сопствени акции во 2007 во однос на 2006, е многукратно помала: 9.694.800 денари (158.313 евра) во 2007, во однос на 609.289.953 денари (9.960.986 евра) во 2006 година.

Во 2007 година се реализираа преземања на три акционерски друштва согласно Законот за преземање: Сосиете Генерал (Societe Gennerale, SA), акционерско друштво од Париз, Република Франција, ја презеде Охридска банка АД Охрид, откупувајќи 51,47% од акциите со право на глас издадени од Охридска банка; Milestone ehv. Sudurlandsbraut, Reykjavik, Icelan, со седиште во Рејкјавик Исланд, откупи 75,9% од акциите со право на глас издадени од Комерцијално инвестициона банка АД Куманово; и МЕГА ЕЛ ЕООД со седиште во Софија Р.Бугарија откупи 69,82% од акциите со право на глас издадени од АД Фабрика за кабли Неготино.

И покрај постоењето на законска рамка, до 2007 година не постоеше интерес за основање и работа на друштва за управување со инвестициони фондови. Причините за непостоење интерес за основање на друштва за управување на инвестициони фондови кои ќе основаат и управуваат со инвестициски фондови, воглавно се однесуваат на недоволно развиениот пазар на хартии од вредност кој се карактеризираше со недоволна понуда на хв (неразвиен примарен пазар на хартии од вредност, неликвиден секундарен пазар на хартии од вредност, недоволна транспарентност на акционерските друштва и сл.), како и недоволната едуцираност на учесниците на пазарот и отсуството на професионални аналитичари и инвестициски советници.

Од 2005 година, состојбата на македонскиот пазар на капитал почна да се менува, пазарот стана поликвиден, а компаниите потранспарентни.

Транспарентноста на компаниите ги привлече инвестиционите фондови од регионот да инвестираат на македонскиот пазар на капитал. На почетокот на 2007 година, се донесоа измени на Законот за инвестициски фондови со кои се изврши намалување на висината на средствата што се потребни за основање на друштво за управување со фондови. Во изменетите околности на пазарот на хв во Р.Македонија се појави интерес за основање на друштва за управување со инвестициони фондови. Во јули 2007 година се основа Друштвото за управување со фондови Илирика Фунд Менаџмент АД Скопје, додека во август истата година се основа и второто друштво за управување со фондови – Друштвото Иново Статус АД Скопје. Кон крајот на 2007, КХВ даде одобрение за основање на следните отворени фондови:

- Илирика Југоисточна Европа.
- Илирика Глобал-растечки пазари.
- Отворен инвестициски фонд Иново статус акции.

Во 2007 година дојде до формирање на нови 7 приватни брокерски куќи. Исто така, во текот на 2007 година се одржа и првата обука за инвестициони советници. Обуката ја следеа 123 кандидати. На крајот на годината вкупно 86 кандидати го положија испитот за инвестиционо советување, и се стекнаа со Уверенија за инвестициони советници.

На 18.06.2007 година, Македонската берза започна со пресметување и објавување на новиот Индекс на јавно поседувани друштва – МБИД со базна вредност од 10.000 индексни поени на 15.06.2007. Петнаесетте избрани акции кои беа први елементи на МБИД сочинуваа околу 87% од вкупниот промет на пазарот на јавно поседувани друштва во претходниот квартал.

Во 2008 година беа одобрени 23 емисии на хв во вкупна вредност од 6.864.595.873 денари, односно 112.224.583 евра. Од вкупно одобрени 23 емисии, една емисија е емисија на обврзници, додека останатите 22 се емисии на акции. Од одобрените 23 емисии, 2 беа распишани по пат на јавна понуда, додека 21 емисија се реализираа како однапред договорен пласман т.е. приватни понуди.

Во 2008 година, во споредба со претходната 2007 година, забележано е зголемување на бројот на издадени решенија за одобрување на нови емисии на хв за 2,3 пати (23 решенија во 2008 во споредба со 10 решенија во 2007). Гледано од аспект на вредноста на издадени решенија, вредноста на распишаните емисии во 2008 во споредба со 2007 е четири пати поголема:

6.864.595.873 денари (112.224.583 евра) во 2008 година, во однос на 1.727.613.279 денари (28.236.445 евра) во 2007 година.¹⁷⁷

Табела 83. *Распишани емисии на акции во РМ во текот на 2008 година*

Р.бр.	Издавачи на ХВ	Број на издадени решенија	Износ денари	Износ евра	Јавна понуда (ЈП) Приватна понуда (ПП)
1.	Стопанство	2	708.982.162	11.561.710	ПП2
2.	Банки	4	4.343.827.455	70.964.738	ЈП1 / ПП3
3.	Други фин.инст.	16	1.077.099.456	17.698.135	ПП16
		22	6.129.909.073	100.224.583	ЈП1 / ПП21

Извор: КХВ – Годишен извештај 2008

Од горенаведената табелата може да се заклучи дека во текот на 2008 година одобрени се 4 емисии на банки, 12 емисии на акции од друштва за осигурување, 4 емисии на акции на други финансиски институции и 2 емисии на акции на акционерски друштва од стопанството, чија вредност е за 4,3 пати поголема од вредноста на одобрените емисии на акции на овие друштва во 2007 година. Што се однесува до емисиите од страна на банки, треба да се истакне дека три банки ги реализираа своите емисии преку приватни понуди. Четвртата банка која распиша емисија на акции, и тоа преку јавна понуда беше Комерцијална банка (3.068.565.000 денари), која по завршувањето на рокот на реализација (18.10.2009) беше прогласена за неуспешна (поради тоа што до истекот на предвидениот рок не беше запишана ниту една акција). За 2008 година, карактеристично беше значително зголеменото учество на друштвата за осигурување на примарниот пазар на хартии од вредност. Индикативно е што од основањето на Комисијата (1992) до 2007 година, одобрени се вкупно 8 емисии на акции на друштва за осигурување, а само во 2008 година Комисијата одобри 12 емисии на друштва за осигурување. Интензивноста на издавање на акции од страна на друштвата за осигурување, во основа, произлегуваше од потребата друштвата да ја усогласат големината на својата основна главнина согласно одредбите на Законот за изменување и дополнување на Законот за супервизија на осигурувањето од 2007 година.

¹⁷⁷ КХВ – Годишен извештај 2008

Во текот на 2008 година беше распишана првата јавна понуда на корпоративни обврзници во РМ. Издавач на овие обврзници беше НЛБ Тутунска Банка АД Скопје. Беше одобрена емисија на 12.000 обврзници со поединечна номинална вредност од 1.000 евра и вкупна вредност на емисијата од 12.000.000 евра. Станува збор за неконвертабилни, преносливи обврзници со каматна стапка шестмесечен Еурибор (Euro Interbank Offered Rate) + 1,2%, и рок на доспевање од 3 години. Исплатата на каматата се врши полугодишно, додека номиналната вредност на обврзниците ќе се исплати на денот на доспевањето на обврзницата. Обврзниците што НЛБ Тутунска банка АД Скопје ги издаде за потребите на управување со структурната ликвидност, обезбедување на долгорочни извори за финансирање на активностите на банката и управување со каматните ризици, ќе бидат исплаќани од сопствените средства на банката и редовните приливи. Кон крајот на годината, емисијата на обврзниците беше реализирана со процент на успешност од 88,86%, односно НЛБ Тутунска банка АД Скопје прибара 10.663.000 евра преку продажба на 10.663 обврзници. Најголемиот дел од обврзниците односно 10.000 обврзници беа откупени од две банки. Вредноста на емисијата на корпоративните обврзници претставуваше 10,69% од вредноста на вкупно одобрените емисии на хартии од вредност во 2008.

Во текот на 2008 година беа одобрени 3 понуди за продажба на сопствени акции. Вкупната номинална вредност на одобрените понуди на сопствени акции изнесуваше 15.396.500 денари (251.623 евра), додека одобрениот продажен износ на истите изнесуваше 67.085.905 денари (1.096.372 евра). Оваа вредност е речиси седум пати поголема во однос на вкупната вредност на одобрени понуди на сопствени акции во 2007 година (9.694.800 денари), кога исто така беа одобрени три понуди на сопствени акции.

Во 2008 година, согласно Законот за преземање: Централно Кооперативна банка АД Софија ја презеде Силекс Банка АД Скопје, откупувајќи 78,60% од акциите со право на глас издадени од Силекс банка АД Скопје; Steiermarkische Bank und Sparkassen AG ја презеде Инвест банка АД Скопје откупувајќи 95% од акциите со право на глас издадени од Инвест банка АД Скопје; и Ингра Д.Д. Загреб го презема АДГ Маврово Скопје откупувајќи 79,01% од акциите со право на глас издадени од АДГ Маврово Скопје.

Во текот на 2008 година се основаа следните друштва за управување со инвестициски фондови: Мој фонд АД Скопје (100.000 евра основачки капитал), КД Фондови АД Скопје (150.000 евра основачки капитал), Сава Инвест АД Скопје (200.000 евра основачки капитал), МП Инвест АД Скопје (200.000 евра основачки капитал), и КБ Публикум АД Скопје (500.000 евра основачки капитал). По основањето на друштвата за управување со фондови, се основаа пет отворени инвестициски фондови: Мој Фонд отворен инвестициски фонд, КД БРИК отворен инвестициски фонд, КД Јужен Балкан отворен инвестициски фонд, Отворен инвестициски фонд Сава инвест балансирачки фонд, Отворен инвестициски фонд Сава инвест растечки фонд акции.

Во 2008 година се основаа 5 нови брокерски куќи и една банка го стекна статусот овластена членка на Македонската берза, додека 2 брокерски куќи се ликвидираа. Во 2008 година максималниот број на овластени учесници на пазарот на капитал изнесуваше 30, за да во текот на истата година се ликвидираат 3.

Имајќи предвид дека Берзата е место преку кое и самата држава реализира дел од своите економски интереси, како активност која дефинитивно придонесе да се збогати материјалот за тргување на Берзата минатите години, претставува издавањето на: државни обврзници за намирување на побарувањата на граѓаните по основ на депонирани девизни влогови (PM01); државни обврзници за намирување на обврските по основа на надоместот кој во постапката за денационализација се дава во вид на обврзници (обврзници за денационализација) и конвертабилни сертификати издадени за намирување на побарувања на доверителите по основ на штедни влогови во Штедилницата “ТАТ” Битола, Штедилницата “АЛФА С” Скопје и Штедилницата “Лавци” Охрид.

Табела 84. Обврзниците за старо девизно штедење и за денационализација во РМ во период 2000-2009 год.

Обврзница	Датум на издавање	Износ (евра)	Каматна стапка	Достасување	Начин на исплата
РМ01	19.09.2000	550.000.000	2%	10 год.	полугод.
РМДЕН01	17.06.2002	2.500.000	2%	10 год.	годишно
РМДЕН02	20.03.2003	38.100.000	2%	10 год.	годишно
РМДЕН03	25.02.2004	47.000.000	2%	10 год.	годишно
РМДЕН04	02.03.2005	58.000.000	2%	10 год.	годишно
РМДЕН05	13.03.2006	34.000.000	2%	10 год.	годишно
РМДЕН06	01.03.2007	18.000.000	2%	10 год.	годишно
РМДЕН07	25.08.2008	30.000.000	2%	10 год.	годишно
РМДЕН08	06.04.2009	23.000.000	2%	10 год.	годишно

Обврзниците за старо девизно штедење и за денационализација гласат на име, издадени се во нематеријален облик, деноминирани во Евра. На обврзниците се пресметува камата во висина од 2% годишно и тоа на остатокот на расположивата главнина за наплата. Главнината и каматата се отплатуваат во полугодишни, односно годишни рати.

Во изминатиот период буџетот на Република Македонија се соочуваше со недоволен прилив на средства, најмногу врз основа на приходи од разни даноци. Тој проблем државата се обиде да го реши на два начина: со издавање и продавање државни хартии од вредност (краткорочни државни хартии од вредност) што се номинирани во денари и издавање на еврообврзници што се номинирани во девизи¹⁷⁸. Издавањето на државни записи за покривање краткорочни неусогласености во државниот буџет е редовна и вообичаена појава во најголемиот број земји во светот. Меѓутоа, не е редовна практика тоа да се прави континуирано во подолг период, затоа што таквиот начин на финансирање на буџетскиот дефицит предизвикува повеќе негативни ефекти. Меѓу нив, позначајни се следните:

1. Со продавање државни записи се собираат средства од банките, претпријатијата и од граѓаните. Тоа предизвикува намалување на ликвидноста на банките и до појава на познатиот *crowding out* ефект, односно намалување на обемот на средства за кредитирање на претпријатијата и на граѓаните;

¹⁷⁸ Проф. Д-р. Томе Неновски, Дневник 2009

2. Повлекувањето средства од јавноста преку продавање државни записи и намалувањето на ликвидноста на банките предизвикува зголемување на каматните стапки по кои им се одобруваат кредити на претпријатијата и на граѓаните. И тој негативен ефект се случува во Република Македонија;

3. Продавањето државни записи со нудење многу висока каматна стапка предизвикува дополнителни идни проблеми за државниот буџет. Во услови на натамошен недостиг на средства во буџетот, треба да се изнаоѓаат средства не само за да се вратат позајмените средства, туку и да се плати камата на тие средства. Тоа претставува нов товар за државниот буџет.

Позајмувањето средства од приватни странски банки е вообичаена и, во дадена ситуација, поволна варијанта за решавање на буџетските проблеми на конкретната држава. Во постојната ситуација во Република Македонија, издадените еврообврзници се добро решение за финансирање на потребите на буџетот, со што би требало драстично да се намали износот на ново издавање државни записи. Логична последица од тој потег треба да биде зголемување на ликвидноста на банките, намалување на каматните стапки и зголемување на обемот на кредити што толку многу се потребни на македонската економија во сегашниот период од нејзиниот развој. Истовремено, за соодветниот износ на издадени еврообврзници ќе се санира состојбата со девизните резерви на државата и ќе се намали притисокот врз девизниот курс на денарот. Главен недостаток на таквиот начин на финансирање на буџетскиот дефицит е многу високата каматна стапка (близу 10 отсто) што во следните 3,5 години треба да се плати, повторно, од буџетски пари.

Според тоа, честото издавање државни записи и задолжувањето на државата во странство, го решаваат проблемот на буџетскиот дефицит на многу скап начин кој има дополнителни негативни последици и ефекти за реалната економија. Поради тоа, ако надлежните оценат дека Република Македонија и понатаму ќе се соочува со буџетски и платно-билансни проблеми, потребно е да применат друго, подобро решение за тој проблем чии ефекти ќе бидат поголеми од негативностите што од него би произлегле. Едно од можните решенија, додека трае економската криза (покрај секогаш присутната можност за добивање кредитна помош од ММФ), е *издавањето на државни обврзници* (долгорочни хартии од вредност) што би биле номинирани во девизи и кои би ги купувале граѓаните на Република Македонија.

Девизните депозити на граѓаните кај банките во Република Македонија изнесуваат околу 1,2 милијарда евра.¹⁷⁹ Поголемиот дел од нив се трансферирани во странски банки, што значи дека немаат продуктивна функција дома, туку во странство, односно служат за развој на некоја странска економија. Истовремено, во домашните “сефови” и натаму се наоѓаат високи износи на девизни средства на граѓаните на Република Македонија. Значаен дел од тие средства би можел да се искористи за финансирање на потребите на буџетот и на платниот биланс на Република Македонија со издавање на државни обврзници номинирани во девизи. Основата за реализација на тој проект е содржана во Законот за јавниот долг и во Законот за хартии од вредност.

Врз основа на претходна процена на потребните средства и на буџетските можности за отплата на тие обврзници, владата на Република Македонија може да емитува девизни обврзници и да ги повика граѓаните (а, можеби, и претпријатијата) да ги запишуваат тие обврзници. Рокот за отплата на обврзниците би бил, да речеме 5 години. Отплатата на обврзниците би се вршела во еднакви годишни рати. На обврзниците би се плаќала камата, во девизи, повисока за 1-1,5 процентни поени од каматата што граѓаните ја добиваат од банките. На приемир, ако сегашната каматна стапка што банките им ја плаќаат на граѓаните за нивните орочени средства во евра на една година изнесува, просечно од 4,5 отсто годишно, каматата што би ја плаќала државата на девизните обврзници би изнесувала, да речеме, 6 отсто годишно. Таквата камата е значително пониска од таа што државата ќе (им) ја плаќа на странските кредитори-купувачи на т.н. еврообврзници на Република Македонија, а истовремено е многу атрактивна за граѓаните на Република Македонија. Отплатата на обврзниците би се вршела во девизи со користење средства од буџетот и од девизните резерви на Република Македонија од кои, впрочем, се врши плаќањето на странските кредити.

Издавањето државни обврзници би имало повеќекратни позитивни ефекти. Износот на собраните девизи би се пренел на сметките на НБРМ и тие би претставувале дел од девизните резерви на државата. Со нив НБРМ ќе може да интервенира на девизниот пазар и да ја брани стабилноста на девизниот курс

¹⁷⁹ Проф. Д-р. Томе Неновски, Дневник 2009

на денарот. Денарската противвредност на собраните девизи би се пренела во буџетот на Република Македонија и тие средства би се користеле за финансирање на утврдените буџетски програми. За тој дел на собрани средства државата ќе нема потреба да се задолжува кај јавноста со издавање на скапи краткорочни државни записи, ниту да се задолжува со нови скапи кредити во странство. Тоа ќе ја зголеми денарската ликвидност на банките, што ќе влијае врз намалувањето на каматните стапки и врз зголемувањето на обемот на одобрените денарски кредити на стопанството и на граѓаните. Камата на обврзниците ќе им се плаќа на домашни резиденти, што значи дека значаен дел од таа камата на разни начини ќе се реинвестира во домашната економија. Најпосле, обврзниците би можеле да се котираат на Македонската берза така што нивните сопственици, по потреба, ќе можат со нив да тргуваат на секундарниот пазар. Тоа ќе им овозможи побрзо наплатување на средствата по цена (изразена во денари) што ќе ја постигнат на пазарот, а самиот пазар на капитал ќе се збогати со нови инструменти.

Критиките на овој модел би можеле да се насочат во два правци:

1. За износот на издадени обврзници ќе се зголеми јавниот долг на државата. Тоа е точно, но точно е дека јавниот долг уште повеќе се зголемува кога земјата се задолжува со скапи кредити во странство;

2. Издавањето девизни обврзници би можело да значи намалување на довербата на јавноста во денарот.

Одговор на таквата критика е дека довербата во денарот, веќе е, нагрисена со големиот обем на конвертирани денари на граѓаните во девизи, со постојаните притисоци и шпекулации за девалвации на денарот и со издавање државни записи номинирани во денари со девизна клаузула. Од друга страна, издавањето девизни обврзници ќе влијае на намалување и на санирање на последиците од дејството на светската економска криза и за избегнување на притисоците за девалвација на денарот. Тоа може, само, да ја зголеми вербата во денарот.

Од досегашното искуство, може да се заклучи дека јавноста во нашата земја не е заинтересирана за купување на хартии од вредност од примарни емисии. Причините за слабиот интерес за купување на акции по пат на јавна понуда, во изминатиот период, можат да се најдат во следното:

- Повисока цена на новопонудените хв од оние кои се веќе издадени и со кои се тргува на Берзата. Имено, согласно Законот за трговски друштва, забрането е издавање на акции под нивната номинална вредност. Меѓутоа, веќе издадените хв од страна на емитентите со кои се тргуваше на Македонската берза (ако го изземеме бумот од 2006 и 2007) имаа значително пониска цена од онаа што е утврдена при издавањето, така што за потенцијалните купувачи економски е нерационално да се јават како купувачи на акции од нови емисии;
- Дивидендите што ги делат акционерските друштва кои се јавуваат како понудувачи на акции по пат на јавна понуда често беа неатрактивни, односно пониски и од активните каматни стапки на банките, заради што кај потенцијалните купувачи на акции не будеа интерес за трајно ангажирање на нивниот капитал без соодветен принос по акција;
- Инвестирањето во хв во РМ нема традиција, заради што купувањето на хв како алтернатива за ангажирање на слободните финансиски ресурси на населението не е често присутна;
- Нивото на акумулација на парични средства кај населението е релативно ниско, заради што не може да дојде до значително активирање на парични средства за откуп на акции, како алтернативен начин на штедење;
- Факторот недоверба во пазарот на капитал не беше присутен (за разлика од сега по светската финансиска криза) како причина за слабиот интерес за купување на акции, меѓутоа некои негативни искуства од поседување на акции во процесот на приватизација соодветно се рефлектираа и во овој случај на примарна продажба на хв по пат на јавна понуда;
- Непостоењето на ликвиден пазар на капитал во РМ и непостоењето на активни и јаки институционални инвеститори предизвикуваа соодветни ефекти и во случај на примарна продажба на хв по пат на јавна понуда;
- Од друга страна, пак, податокот за целосно реализирање на емисиите наменети за познат купувач сигнализираат на сеуште постоечките процеси на окрупнување на структурата на акционери во акционерските друштва во рацете на еден или неколку доминантни акционери (незаокружениот процес на приватизација и консолидација на компаниите);
- Недоволната експертиза и незаинтересираноста на потенцијалните издавачи за овој вид на финансирање на своето работење;

- Комплицираноста на постапката на распишување на јавна понуда на хв;
- Тешкотиите при реално утврдување на цената на акциите што за прв пат се појавуваат на берза (акции кои немаат своја историја), и слично.

Треба да се истакне дека од осамостојувањето до денес, во Република Македонија не е реализирана ниту една Иницијална Јавна Понуда, и покрај тоа што некаде може да се слушне дека во нашата земја се реализирале две вакви примарни емисии на акции: ВВ Попова Кула АД - Демир Капија и Идевелоп АД Скопје. И во двата случаи стануваше збор за зголемување на вредноста на приватна компанија, преку удели, а потоа промена на организационата структура на компанијата од приватна во јавна врз база на одлука на содружници. Што значи воопшто не станува збор за ИЈП-и.

5. 5.1. МЕТОДОЛОГИЈА НА ИСТРАЖУВАЊЕТО

5.5.1.1. Идеја, цели, предмет, методолошки приод, целна група, тајминг и инструменти на истражувањето

Идеја за истражувањето

Со цел да се согледа фактичката состојба на примарниот пазар на капитал во Република Македонија од аспект на можни емитенти на ИЈП-и, м-р Јанка Димитрова¹⁸⁰, спроведе истражување во насока на тоа колку деловните субјекти (акционерски друштва АД и друштва со ограничена одговорност ДОО или ДООЕЛ) користат, и дали би користеле позајмени извори на капитал, како и дали се запознати со можноста, да финансирањето на своите развојни планови и проекти можат да го извршат преку емисија на хартии од вредност (акции или корпоративни обврзници) и дали би ја искористиле ваквата можност. Целна група биле 85 деловни субјекти (Акционерски друштва и Друштва со ограничена одговорност) од Источниот и Југоисточниот дел од Р. Македонија од градовите Радовиш, Струмица, Гевгелија, Кавадарци, Неготино, Штип,

¹⁸⁰ Димитрова Ј., (2010), докторска дисертација *“Информативната функција на ревидираните финансиски извештаи на деловните субјекти од Република Македонија при мобилизирањето на капитал преку емисија на хартии од вредност ”*

Берово, Делчево, Пехчево, М.Каменица, Пробиштип, Веница и Свети Николе од кои: 50 АД избрани од листа на издавачи на харии од вредност објавена на сајтот на Македонска берза; и 35 ДОО избрани од именикот Златна книга за 2008 година. Избраниот тајминг за реализација на истражувањето бил средината на Декември 2008 година - период кога се сумираат резултатите од работењето за 2008 година, и се прават плановите за 2009 година. Резултатите од анкетата се следни:

➤ 60,9% од испитаните акционерски друштва имаат користено кредит од банка за финансирање на капитални инвестиции (градежни објекти и/или опрема), додека 39,1% не користеле позајмени средства. Тој сооднос кај друштвата со ограничена одговорност изнесува 70,59% спрема 29,41% последователно;

➤ 78,3% од испитаните акционерски друштва, односно 70,6% од друштвата со ограничена одговорност се запознати со предностите и недостатоците на класичното кредитирање од банките, како традиционален начин на прибирање на капитал;

➤ 78,3% од испитаните акционерски друштва и 70,59% од друштвата со ограничена одговорност планираат и во иднина да инвестираат во капитални инвестиции (градежни објекти и/или опрема);

➤ 65,2% од испитаните акционерски друштва и 52,9% од друштвата со ограничена одговорност се запознати дека за финансирање на своите развојни планови и проекти, покрај традиционалниот начин на прибирање на капитал, прибирањето на капиталот можат да го извршат и преку емисија на хартии од вредност (акции и/или корпоративни обврзници);

➤ 39,1% од испитаните акционерски друштва и 35,3% од друштвата со ограничена одговорност се запознати со предностите и негативностите на емитирање на нова емисија на хартии од вредност;

➤ 47,8% од испитаните акционерски друштва доколку имаат потреба од свеж капитал би направиле нова емисија на хартии од вредност;

➤ Само 23,5% од испитаните ДОО/ДООЕЛ би извршиле трансформација во АД со цел прибирање свеж капитал за финансирање на своите идни развојни планови и проекти.

Заклучоците кои се добиле од спроведеното истражување се следни:

➤ Деловните субјекти користат позајмени извори на капитал;

- Имаат планови за капитални инвестиции во наредниот период;
- Загрижувачки број од нив не ги знаат недостатоците при позајмување на капитал (ризик од промена на каматните стапки, ризик од промена на девизниот курс, висината на еднократните надоместоци и провизии при одобрување на кредитот);
- Фрапира малиот бројот (посебно кај Друштвата со ограничена одговорност - 23,5%) на деловните субјекти кои би одлучиле да мобилизираат капитал преку емисија на хартии од вредност.

Токму ваквото истражување претставуваше уште една мотивација за спроведување на дополнително истражување, во поголем обем наменето за овој труд. Позајмениот капитал отсекогаш бил извор за финансирање на крупни деловни потфати. Моменталната кризна состојба на глобално ниво го поскапи позајмениот капитал што го нудат деловните банки. На деловните субјекти треба да им се понудат други прифатливи форми и продукти како извори на капитал. Потребна е едукација на деловните субјекти, за да стекнат повисок степен на познавање на оваа материја и предностите во однос на кредитните задолжувања. Не помалку важна е и соработката со физичките лица кои се значајна алка во синцирот на потенцијални инвеститори кои своите заштеди (вишок средства односно одложена потрошувачка), би ги инвестирале во хартии од вредност наместо да ги чуваат „под перница” или во банка, но и да стекнат навика да ги користат услугите на професионалните инвестициони советници за диверзификација на ризикот и минимизирање на загубите од вложениот капитал.

Цели на истражувањето. Овој дел од истражувањето се однесува на дизајнирањето на методологијата за истражувањето и методологијата на резултатите како и пристапот на истражувачот во различните фази на истражувањето. Основната цел на ова истражување се однесува на Иницијалната Јавна Понуда.

Истражувањето е спроведено со **цел** да се види:

- Мислењето на јавноста дали типот на приватизација влијаеше ограничувачки на развојот на пазарот на капитал во нашата земја;

- Колку јавноста е запозната со основните карактеристики на примарниот пазар на капитал, со ИЈП-и и секундарните понуди;
- Дали индивидуалните физички лица повеќе сакаат да вложуваат во хартии од вредност издадени со ИЈП-и во споредба со хартии од вредност издадени со секундарни понуди;
- Дали јавноста знае колку ИЈП-и се реализирале во Република Македонија.

Во текот на истражувањето и проучувањето на проблемот со примарните пазари и ИЈП-а базично се тргна од теоретското истражување во оваа област. Притоа беа изнесени бројни ставови од различни автори во врска со оваа проблематика како и пренесени искуства од различните берзи во Европа и светот. Во денешно време постојат голем број на материјали, искуства, шаблони, модели, правила и постапки при обработката на ИЈП. Литературата наведува прецизна рамка за тоа што претставува ИЈП-а. Поради тоа, значајно е да се согледаат детерминантите на примарниот пазар на капитал и ИЈП-а, како клучен сегмент на ефикасните пазари на капитал во нашата држава. Финансиските пазари и институции се регулирани многу добро. По оценка на многу експерти тој е и најрегулиран пазар. Поради тоа многу е важно да се развие адекватен механизам на ИЈП-и и котирање на така емитираните акции на регуларниот пазар на капитал (на листингот или надвор од него). Оттука произлегува и актуелноста на проблемот како и оправданоста на ваквото истражување. Истражувањето инкорпорира содржини од областа на финансискиот менаџмент и економијата и може да се истакне дека има мултидисциплинарен карактер. Методолошки истражувањето се заснова на:

1. Метриски проверени и стандардизирани инструменти.
2. Анализа на одреден број на компании и нивните искуства во однос на ИЈП-а.
3. Обид акцино да се делува во правец на имплементација на ИЈП-а во компаниите.

Ваквиот пристап овозможува да се соберат релевантни податоци кои можат да се применуваат, со цел да се подобри практиката на воведување на ИЈП-а во рамките на примарниот пазар на капитал во Р. Македонија.

Предмет на истражувањето

Предметот на овој докторски труд се однесува на микрофинансиските аспекти на финансирање на компаниите со помош на механизмот и инструментите на нова иницијална емисија на обични акции на пазарот на капитал. Се разгледуваат формите на финансиска анализа кои компанијата ги користи во процесот на донесување на одлука за обезбедување на дополнителни извори на средства. При тоа се користи фундаментална логика - долгорочно врзаните средства треба да се финансираат од долгорочни извори на капитал, при што, обичните акции, се најстабилен извор на финансирање. Следствено на ова, одлуките кои се врзани за финансирање преку иницијална јавна понуда се многу сложени и деликатни. Во тој контекст многу важни се и анализите за обезбедување долгорочен капитал, како и самиот процес на инвестиционото банкарство. За самите компании, процесот на ИЈП-а е многу значаен, затоа што иднината на компанијата зависи од успешноста на ИЈП-а. И покрај тоа што кај нас, сè уште нема вистински ИЈП-и, актуелната светска финансиска криза и нејзиното влијание на банкарскиот сектор, ќе придонесе кон тоа да нашата економска јавност почне повеќе да размислува за алтернативни извори на средства, меѓу кои, спаѓа и ИЈП-а.

Методолошки приод на истражувањето. На прашањето каква методологија се користи во ова истражување? Одговорот е следен: имено, истражувањето е засновано на аналитичко- дескриптивна методологија која има за цел да селектира релевантни сознанија за процесот на ИЈП-а, кои преку примена во современите компании на подрачјето на Р. Македонија ќе одговорат на есенцијалните прашања поставени при истражувањето. *Класично-дескриптивното истражување* и користената квантитативна методологија имаше за цел да овозможи да го измери интензитетот на ИЈП-а во рамките на Р. Македонија. После едно вакво истражување добиените резултати резултираа со квалитативни заклучоци презентирани во делот на заклучоците на овој труд. Во целина, истражувањето има оперативен карактер, временски доста актуелно и насочено кон истражување на случувањата во реален временски период на живеење и делување. Следствено на ваквиот методолошки приод, методи кои се користеа во текот на истражувањето се следните:

- метод на анализа,
- метод на индукција и дедукција,
- метод на компарација,
- метод на квантитативна и квалитативна анализа,
- синтезата како метод кој појавите ги разбира како дијалектичко единство на разновидни, но внатрешно поврзани елементи кои чинат единствена целина, и
- статистички метод.

Низ една сеопфатна анализа на добиените резултати на крајот се извлечени заклучоци. Заклучувањата ќе се вршат по пат на дедукција, кој претпоставува дека она што е став за една појава или процес важи и за одреден случај.

При изработка на докторската дисертација користена е:

- домашна литература;
- странска литература како теоретска основа на истражувањето;
- секундарни извори на податоци;
- постојна и актуелна документација од стопански субјекти во Република Македонија;
- стручна помош од раководни тимови;
- разговори со одговорни лица и материјали обезбедени од семинари кои се однесуваат на истражувањата во областа на пазарот на капитал; и
- сопствени истражувачки и практични зафати.

Целна група (примерок) во истражувањето. Врз основа на проблемско-предметната рамка на истражувањето за целите на ова истражување беше потребно да се определи популација и примерок врз кои се спроведе самото истражување. Имено, беше заклучено дека врз основа на проблемско-предметната рамка станува збор за огромна популација на испитаници.

Целна група на истражувањето беа квалификувани индивидуални физички лица, потенцијални идни инвеститори во ИЈП-и, вработени во членките на Македонската берза, нивни клиенти, вработени во Друштва за управување со инвестициски фондови (отворени и затворени), вработени во Друштва за управување со пензиски фондови, вработени во Македонската берза АД Скопје,

Централниот депозитар за хартии од вредност, студенти на факултети во Република Македонија (од прва до четврта година, како и студенти на последипломски студии).

Во текот на истражувањето беше користен **целен примерок** во кој испитаниците беа избрани врз основа на целта на истражувањето. Примерокот на истражувањето го сочинуваа 1.233 физички лица.

Фази во процесот на истражување се:

1. Дефинирање на проблемот и целите на истражувањето како и утврдување на потребните информации,
2. Утврдување на изворите на информации,
3. Развивање на стратегија на примерок,
4. Утврдување на методите и техниките на прибирање на податоци,
5. Прибирање на податоци,
6. Обработка, анализа и интерпретација на податоците и
7. Презентација на резултатите на доносителите на одлуки.

Избраниот тајминг за реализација на истражувањето е од месец февруари до месец мај 2010 година.

Истражувачки инструменти. Емпирискиот дел од истражувањето е реализирано со користење на 3 вида на инструменти и тоа:

1. Потсетник на анализа на содржина
2. Анкетен прашалник
3. Изработка на студија на случај

5.5.1.2. Резултати од истражувањето

Истражувањето се реализираше во две фази и тоа: прелиминарно истражување со цел да се види функционалноста на истражувачкиот инструмент и главно истражување каде се собираа податоците, а потоа се поднесуваа за анализа. Добиените резултати од истражувањето беа обработени со статистички методи и процентуална застапеност што ја покажуваат

причинско - последичната врска помеѓу микрофинансиските аспекти на финансирање на компаниите со помош на механизмот и инструментите на нова иницијална емисија на обични акции на пазарот на капитал.

Пред да бидат претставени резултатите од одговорите на испитаниците добро би било да се даде една информација во врска со состојбата на истражувањето. Од пополнети 1.233 анкетни прашалници доколку се исклучи прашањето под реден број 9 (чиј одговор зависи од афинитетот на секој поодделен потенцијален иден инвеститор), не е пронајдено ниту еден анкетен лист со сите точни одговори на поставените прашања. Доколку се исклучи прашањето под реден број 9, само кај 25 анкетни ливчиња (2,03%) постои само еден погрешен одговор.

Табела 85. Структура на анкетата од аспект на бројот на точни/неточни одговори (доколку се исклучи прашањето под реден број 9) кај 25-те анкетни ливчиња со само еден погрешен одговор

Прашање број	Точно	Неточно
1	24	1
2	25	0
3	25	0
4	25	0
5	18	7
6	23	2
7	23	2
8	23	2
9	-----	-----
10	13	12

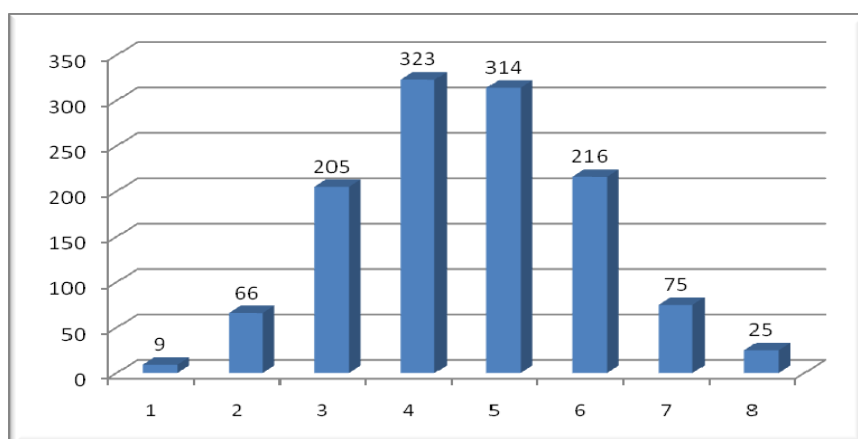
Инаку, целата структура на реализираната анкета од аспект на точноста на одговорите, доколку се исклучи прашањето под реден број 9 (чиј одговор зависи од афинитетот на секој поодделен потенцијален иден инвеститор), е како што следи:

Табела 86. Процентуална структура на целокупно реализираната анкета од аспект на точноста на одговорите (доколку се исклучи прашањето под реден број 9-чиј одговор зависи од афинитетот на секој поодделен потенцијален иден инвеститор)

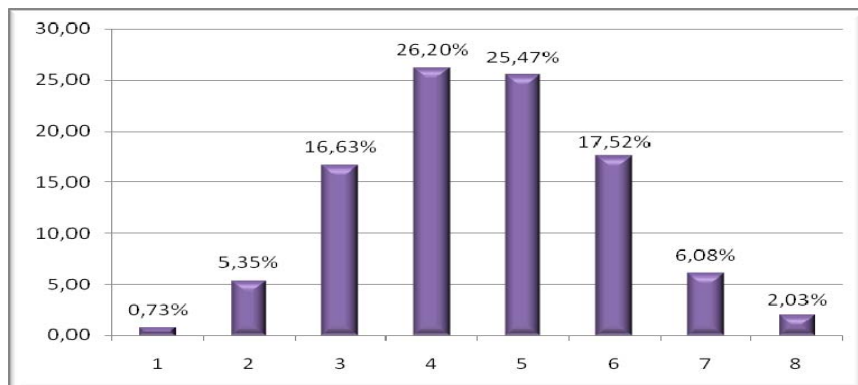
Точни одговори	Погрешни одговори	Вкупно	% Учество
1	8	9	0,73
2	7	66	5,35
3	6	205	16,63
4	5	323	26,20
5	4	314	25,47
6	3	216	17,52
7	2	75	6,08
8	1	25	2,03
Вкупно:		1.233	100,00

Добиените податоци графички може да се прикажат на следниот начин:

Графикон 35. Структура на анкетата од аспект на бројот на точни/неточни одговори (доколку се исклучи прашањето под реден број 9) кај 25-те анкетни ливчиња со само еден погрешен одговор



Графикон 36. Процентуална структура на целокупно реализираната анкета од аспект на точноста на одговорите (доколку се исклучи прашањето под реден број 9-чиј одговор зависи од афинитетот на секој поодделен потенцијален иден инвеститор)



Од горенаведеното лесно може да се согледа дека нешто повеќе од половина од испитаниците имале само 4 до 5 точни одговори (нешто повеќе од 50%).

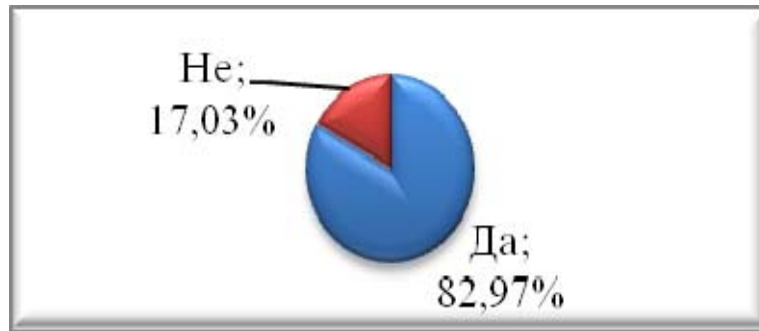
Анализа на прашањето 1 кое гласи: **Дали типот на приватизацијата и создадените односи во сферата на корпоративното управување влијаеше ограничувачки на развојот на пазарот на хартии од вредност во Р.Македонија?**

Добиените резултати од прашањето бр.1 се преставени во подолу наведената табела и графикон.

Табела 87. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на влијанието на типот на приватизација врз развојот на пазарот на хартии од вредност во РМ

Можни одговори	Број на одговори	Структура
Да	1.023	82,97
Не	210	17,03
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 37. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на влијанието на типот на приватизација врз развојот на пазарот на хартии од вредност во РМ



Од добиените резултати може јасно да се види дека 82,97% одговориле позитивно, што значи, голем дел од испитаниците сметаат дека типот на приватизацијата и создадените односи во сферата на корпоративното управување влијаат ограничувачки на развојот на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија. Ова упатува на заклучокот дека процесот на транзиција, односно трансформирањето на општествениот капитал во приватен (акционерски), се гледа како на негативен, долг и неправичен феномен, кога се направени големи пропусти при воведувањето и имплементирањето на акционерството и акционерскиот капитал, при што најголем бенефит имаа затекнатите управувачки структури од претходниот систем, а на сметка на работниците (ситните акционери).

Анализа на прашањето 2 кое гласи: На кој пазар доаѓа до зголемување на средствата на компанијата?

Добиените резултати од прашањето бр.2 се претставени во подолу наведената табела и графикон.

Табела 88. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на прашањето на кој пазар доаѓа до зголемување на средствата на компанијата

Можни одговори	Број на одговори	Структура
Примарен	839	68,05
Секундарен	394	31,95
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 38. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на прашањето на кој пазар доаѓа до зголемување на средствата на компанијата



Од претходниот графикон јасно се гледа дека значаен дел од испитаниците сметаат дека зголемување на средстватата, компаниите го реализираат на примарниот пазар (што воедно е и точен одговор).

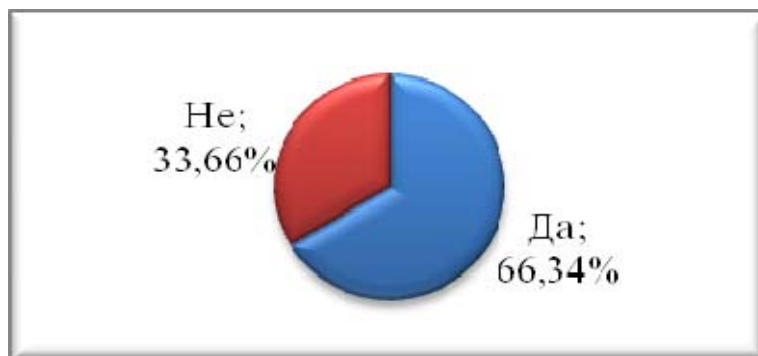
Анализа на прашањето 3 кое гласи: **Дали постои разлика помеѓу примарна и секундарна емисија на хартии од вредност од аспект на статутарната (организационата) поставеност на компанијата емитент?**

Добиените резултати од прашањето бр.3 се преставени во подолу наведената табела и графикон.

Табела 89. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на разликата помеѓу примарната и секундарната емисија на хартии од вредност од аспект на организациската поставеност на компанијата емитент

Можни одговори	Број на одговори	Структура
Да	818	66,34
Не	415	33,66
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 39. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на разликата помеѓу примарната и секундарната емисија на хартии од вредност од аспект на организациската поставеност на компанијата емитент



Резултатите претставени на графиконот 39 упатуваат на заклучокот дека од вкупниот број на испитаници застапени во примерокот, најголемиот процент на испитаници (66,34%) сметаат дека постои разлика помеѓу примарната и секундарната емисија на хартии од вредност од аспект на организациската поставеност на компанијата емитент, додека 33,66% од испитаниците сметаат дека не постои разлика, односно дека не прават разлика помеѓу примарна и секундарна емисија на хартии од вредност од аспект на организациската поставеност на компанијата емитент (односно дека само при првата емисија, компанијата од приватна се трансформира во јавна, а додека кај секундарната, како и кај следните емисии не доаѓа до таква трансформација).

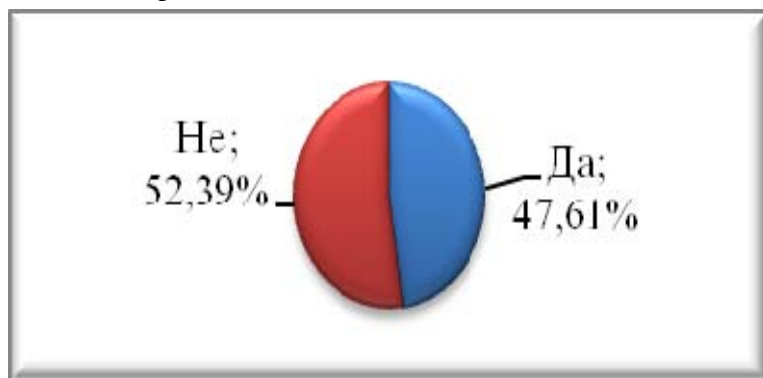
Анализа на прашањето 4 кое гласи: **Дали доаѓа до зголемување на средствата на компанијата емитент кога доаѓа до зголемување на цената на нејзините акции на берза?**

Добиените резултати од прашањето бр.4 се преставени во подолу наведената табела и графикон.

Табела 90. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на зголемување на средствата на компанијата-емитент кога доаѓа до зголемување на цената на нејзините акции на берза

Можни одговори	Број на одговори	Структура
Да	587	47,61
Не	646	52,39
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 40. *Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на зголемување на средствата на компанијата-емитент кога доаѓа до зголемување на цената на нејзините акции на берза*



Резултатите прикажани во Графиконот 40 покажуваат дека само нешто над 50% од испитаниците сметаат дека не доаѓа до зголемување на средствата на компанијата-емитент кога доаѓа до зголемување на цената на нејзините акции на берзата. Оваа поделеност на ставовите на испитаниците се должи на недоволната информираност и едуцираност на македонската јавност, кога станува збор за берзанското работење, особено за примарниот пазар. Имено, зголемувањето на цената никако не може директно да влијае на краткорочно зголемување на средствата на компанијата-емитент, туку само на вредноста на средствата инвестирани од страна на инвеститорите во тие акции. На подолг рок, зголемената цена на акциите на компанијата-емитент влијае на зголемување на нејзиниот имиџ, што пак од друга страна влијае на зголемувањето на заинтересираноста на финансиската јавност за идните емисии на таа компанија.¹⁸¹

Анализа на прашањето 5 кое гласи: **Дали примарната емисија на хартии од вредност е еднократен чин на издавање на хартии од вредност кој завршува со нивното издавање?**

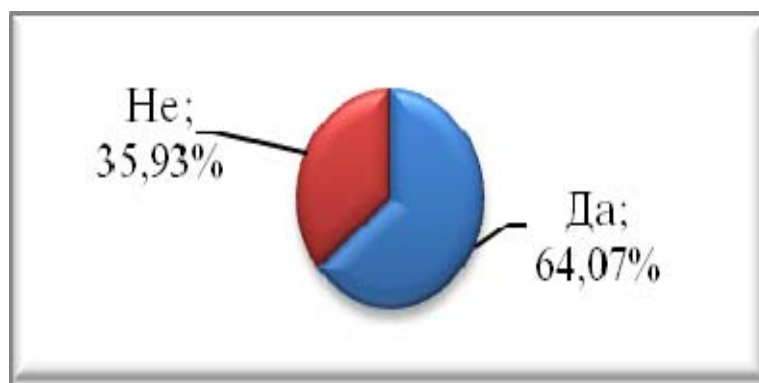
Добиените резултати од прашањето бр.5 се преставени во подолу наведената табела и графикон.

¹⁸¹ Термините пократок и подолг период, треба да се сфатат условно.

Табела 91. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на примарната емисија на хартијии од вредност како еднократен начин на издавање на хартии од вредност

Можни одговори	Број на одговори	Структура
Да	790	64,07
Не	443	35,93
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 41. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на примарната емисија на хартијии од вредност како еднократен начин на издавање на хартии од вредност



Резултатите прикажани во Графиконот 41 покажуваат дека поголемиот дел од испитаниците сметаат дека примарната емисија на хартијии од вредност претставува еднократен начин на издавање на хартии од вредност која завршува со нивното издавање. И овде се наметнува заклучокот дека е потребна поголема едукација за берзанското работење, како и нејзино медумско популаризирање, заради запознавање на македонската јавност со основните правила, прописи и законитости на примарниот пазар, што во крајна би го зголемила бројот, како на на компании што би сакале да котираат на Македонската берза, така и на бројот на потенцијални инвеститори кои би инвестирале во така издадените хартии од вредност.

Како што е истакнато во овој труд, ИЈП-а никако не треба да се сфати како еднократен чин на издавање на хартии од вредност, туку како процес, точно дефинирана низа од скалила кои треба постепено да се искачуваат за да успешно се стигне до врвот.

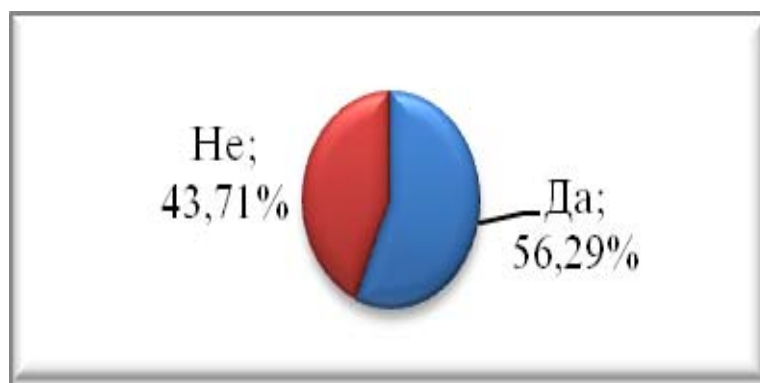
Анализа на прашањето 6 кое гласи: **Дали е полесно утврдување на цената на хартии од вредност издадени со Иницијални Јавни Понуди во споредба со утврдувањето на цената на хартиите од вредност издадени со секундарни понуди?**

Добиените резултати од прашањето бр.6 се преставени во подолу наведената табела и графикон.

Табела 92. *Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на утврдување на цената на хартии од вредност издадени со ИЈП-и во споредба со утврдувањето на цената на хартиите од вредност издадени со секундарни понуди*

Можни одговори	Број на одговори	Структура
Да	694	56,29
Не	539	43,71
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 42. *Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на утврдување на цената на хартии од вредност издадени со ИЈП-и во споредба со утврдувањето на цената на хартиите од вредност издадени со секундарни понуди*



Резултатите прикажани во Графиконот 42 покажуваат дека, *разочарувачки*, помалку од половината (43,71%) од испитаниците се согласуваат во однос на тоа дека е полесно да се утврди цената на хартии од вредност издадени со секундарни понуди во споредба со утврдувањето на цената на хартиите од вредност издадени со Иницијални Јавни Понуди. Повторно се надвиснува претходно истакнатиот заклучок за поголема едукација во насока на што е можно поголема финансиска публика за да се согледаат причините за полесно

утврдување на цената на хартиите од вредност издадени со секундарни понуди (објаснети претходно во овој труд).

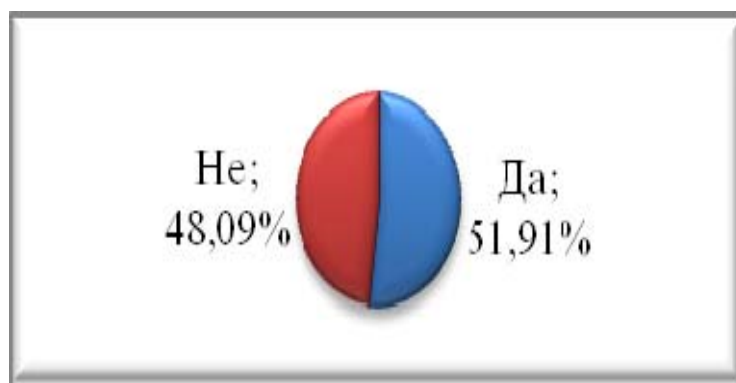
Анализа на прашањето 7 кое гласи: **Дали крајниот исход на Иницијалната Јавна Понуда исклучиво зависи од професионално изработен проспект?**

Добиените резултати од прашањето бр.7 се преставени во подолу наведената табела и графикон.

Табела 93. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на тоа дека крајниот исход на ИЈП зависи од професионално изработен проспект

Можни одговори	Број на одговори	Структура
Да	640	51,91
Не	593	48,09
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 43. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на тоа дека крајниот исход на ИЈП зависи од професионално изработен проспект



Резултатите прикажани во Графиконот 43, повторно укажуваат на поразителен факт - помалку од половината (48,09%) од испитаниците се согласуваат дека крајниот исход на ИЈП не зависи исклучиво само од професионално изработен проспект. За една ИЈП да биде успешна, покрај професионално изработен проспект (кој претставува “лична карта” на

компанијата и кој е доста важен документ) потребно е исполнување и на низа други предуслови, детално објаснети погоре во овој труд.

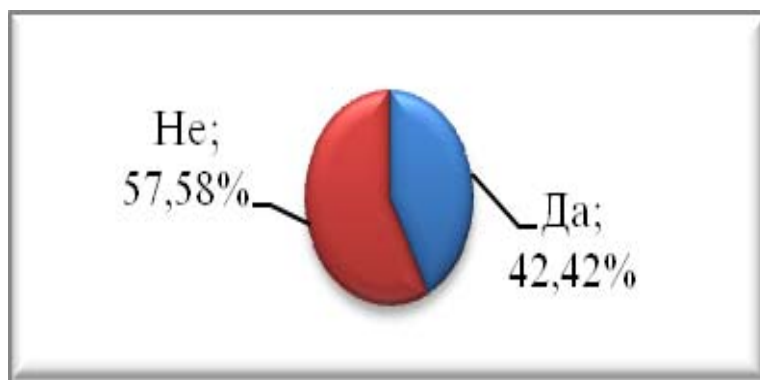
Анализа на прашањето 8 кое гласи: **Дали компанијата може сама да реализира Иницијална Јавна понуда (без инволвирање на гарант)?**

Добиените резултати од прашањето бр.8 се преставени во подолу наведената табела и графикон.

Табела 94. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на тоа дали компанијата може сама да реализира ИЈП

Можни одговори	Број на одговори	Структура
Да	523	42,42
Не	710	57,58
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 44. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на тоа дали компанијата може сама да реализира ИЈП



Добиените резултати претставени во Графиконот 44 упатуваат на фактот дека 42,42% од испитаниците сметаат дека компанијата може сама да реализира ИЈП-а без да инволвира гарант, додека процентот на оние кои сметаат спротивно изнесува 57,58%. Како што е и претходно истакнато во овој труд, теоретски компанијата - емитент не мора да инволвира гарант, односно може сама да реализира ИЈП, но во тој случај, сите активности и сложени постапки треба сама да ги реализира и сама да го сноси ризикот од неуспешна ИЈП.

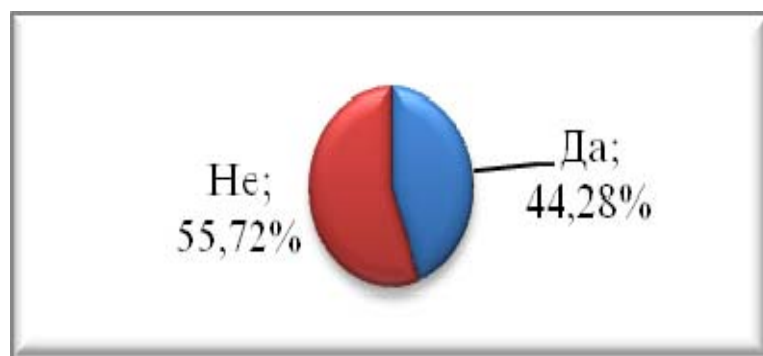
Анализа на прашањето 9 кое гласи: **Дали повеќе преферирате инвестирање во хартии од вредност издадени со Иницијални Јавни Понуди во споредба со хартии од вредност издадени со секундарни понуди?**

Добиените резултати од прашањето бр.9 се преставени во подолу наведената табела и графикон.

Табела 95. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на инвестирањето во хартии од вредност издадени со ИЈП во споредба со хартии од вредност издадени со секундарни понуди

Можни одговори	Број на одговори	Структура
Да	546	44,28
Не	687	55,72
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 45. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на инвестирањето во хартии од вредност издадени со ИЈП во споредба со хартии од вредност издадени со секундарни понуди



Од резултатите претставени во графиконот 45 јасно може да види дека нешто повеќе од половината од испитаниците (55,72%) не преферираат да инвестираат во хартии од вредност издадени со ИЈП во споредба со хартии од вредност издадени со секундарни понуди. Ова укажува на неупатеноста и несигурноста на инвеститорите во поглед на правилно вреднување на цената на акциите издадени преку ИЈП. Инвеститорите сèуште повеќе сакаат да инвестираат во хартии од вредност издадени со последователни емисии, пред сè

поради поедноставното вреднување на хартиите од вредност кои имаат своја историја на берзата.

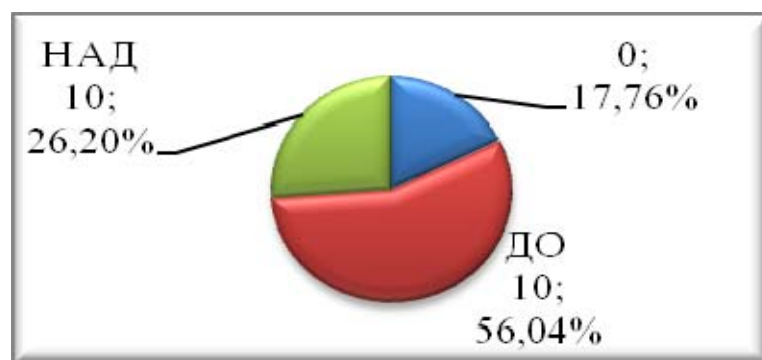
Анализа на прашањето 10 кое гласи: **Колку Иницијални Јавни Понуди се реализирале во Р.Македонија?**

Добиените резултати од прашањето бр.10 се преставени во подолу наведената табела и графикон.

Табела 96. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на тоа колку ИЈП се реализирале во Р. Македонија

Можни одговори	Број на одговори	Структура
0	219	17,76
ДО 10	691	56,04
НАД 10	323	26,20
Вкупно	1.233	100,00

Графикон 46. Застапеност на мислењето на испитаниците во однос на тоа колку ИЈП се реализирале во Р. Македонија



Добиените резултати од ова прашање се поразителни. Само 17,76% (односно секој скоро петти испитаник) правилно одговориле дека во нашата земја досега нема реализирано ниту една ИЈП. Заклучокот кој сам се наметнува повеќепати е веќе истакнуван – потреба од поголема медиумска популаризација и поголема информираност на пошироката македонска јавност, а особено на финансиската јавност.

Основни карактеристики на индивидуалните инвеститори во Република Македонија

За македонскиот пазар на капитал, истражувањето во правец на однесувањето на индивидуалните или т.н. мали инвеститори и можноста за поактивно учество на т.н. квалификувани институционални инвеститори (домашни и странски), станува уште поактуелно. Имено, во берзанскиот промет сè повеќе преовладуваат домашни физички лица. Во септември и октомври 2009 година, респективно, тие учествуваат со 58% и 64% на куповната, односно 56% и 53% на продажната страна, за разлика од јуни 2006 година, кога учеството на домашните физички лица на куповната страна изнесуваше само 7,6%, односно 9,96% на продажната страна во вкупниот промет остварен на Берзата¹⁸².

Овој факт влијае на физиономијата и филозофијата на пазарот. Имено, однесувањето на физичките лица е многу поподножно на психолошките фактори, а нивниот хоризонт е најчесто многу краток. Основните постулати на однесувањето на индивидуалните инвеститори се клучните состојки на моделите при предвидувањето на динамиката на движењето на цените. Малите инвеститори најчесто се квалификувани како noise трговци. Noise трговецот, во литературата на финансиските истражувања, е опишан како трговец на акции чии одлуки да се купат, продадат или чуваат акциите, не се темелат на анализи, туку на интуиција. Присуството на noise трговците во финансиските пазари може да предизвика отстапување на цените и нивоата на ризик од очекуваното ниво, дури и ако сите останати трговци се рационални. Главна причина за набљудување на однесувањето на индивидуалниот инвеститор е да се направат бихевиористички модели со подобра предвидувачка моќ. Традиционалната неокласична финансиска литература е заснована на претпоставката за рационални и осознани инвеститори кои го оптимизираат ризик/принос профилот на нивното портфолио, односно претпоставува поединечен репрезентативен инвеститор, кој рационално ги поставува цените на средствата. Рационалниот инвеститор верува дека пазарите се ефикасни, во смисла дека актуелните вредности на средствата коинцидираат со фундаменталните вредности. Овој пристап има своја заслуга за развојот на теоретските основи на

¹⁸² М-р Јулијана Ангеловска, Бизнис 23.06.2010

SARМ моделот, односно за стилизиран свет на ефикасни пазари. Како и да е, третирањето на инвеститорите како оптимизатори на корисноста, осознаени, и несомнено, рационални суштества, претставува лимит во разбирањето и објаснувањето на реалното однесување на инвеститорите.

Во средината на осумдесетите години, со развојот на новата гранка – бихевиористички финансии, понудени се објаснувања за лимитираните способности на инвеститорот за анализирање на информациите и систематските пристрасности во процесот на одлучување. Бихевиористичките финансии ги објаснуваат пазарните аномалии со земање на актуелното однесување како почетна точка повеќе отколку поставувањето на рационалноста како норма и како позитивна дескрипција на актуелното однесување. Едно особено важно прашање, кое треба да биде одговорено во овој контекст, е дали ирационалното однесување на индивидуалните учесници на пазарот, може, исто така, да води кон неефикасност на пазарот како целина. Не секој избор инвеститорот го прави во негов најдобар интерес. Додека емоциите од типот на страв и алчност, често играат главна улога во лошите одлуки, постојат и други причини за ирационално однесување. Вкупните ментални грешки понекогаш ги водат луѓето погрешно да ја процесираат новата информација за компанијата и погрешно да ја проценат вистинската вредност на акцијата.

Инвеститорите ќе учествуваат на пазарот на капитал и ќе можат успешно да настапуваат само ако постои правен систем кој ќе го отстрани ризикот во врска со навременото враќање на капиталот и наплатувањето на приходите врз основа на камата и дивиденда. Исто така, пазарната регулатива мора да биде таква да не ги доведува во подредена положба инвеститорите во однос на сите останати учесници на пазарот на капитал. Тука, во прв ред се мисли на стриктно определената постапка и правилата на однесување на самиот пазар на капитал од страна на сите учесници во неговото функционирање, како и на функционирање на современ систем на информирање во врска со операциите на пазарот на капитал и во врска со работењето на учесниците, посебно на купувачите на капиталот.

Искусните и со инвестициско знаење инвеститори, ќе признаат дека структурата и релативната тежина на избраните категории, во просек, покажуваат сè уште несофистициран и незрел профил. Досегашните искуства потврдуваат дека постои одреден степен на корелација помеѓу факторите кои

бихевиористичката финансиска теорија и направените емпириски докази ги идентификувале како највлијателни фактори на просечниот инвеститор и однесувањето на активните индивидуални инвеститори под влијание на целокупните трендови.¹⁸³

Македонскиот инвеститор на пазарот на капитал, сепак, се води од неутрални информации од типот “Репутација на фирмата”, “Прифатлива цена на акцијата”, ги следи “Флуктуациите/развој на индексите на главните пазари”, итн. Малиот промет, ликвидноста само на неколку акции, меѓу кои поголем процент на т.н. “евтини” акции со ниски пазарни вредности, се поткрепа на фактот за поголема застапеност на млади инвеститори со мали портфолија, водени од шпекулативни мотиви. Кога парите се ставени на пазарот на капиталот, се разбира, тоа е со цел да се генерира профит на инвестираниот капитал. Македонските ситни инвеститори не се аверзни кон ризикот, што се должи или на неразбирање на прашањето или на преголемиот оптимизам. Понатаму, кога станува збор за финансиските посредници (брокери) и нивната оценка за психолошките пристрасности на нивните клиенти, утврдени се осум психолошки пристрасности, од кои пет се забележани во литературата¹⁸⁴: самодоверба, репрезентативност, конзерватизам, самопристрасност и лимитиран капацитет за процесирање на информациите. Покрај бихевиористичките тенденции запишани во литературата, брокерите додаваат уште три посебни психолошки тенденции, кои се карактеристични за земјите во развој, а тоа се: имитирање, преголем опортунизам во некои аспекти или потценет опортунизам во други аспекти и преголема чувствителност на гласини. Македонскиот инвеститор не е многу сигурен, односно, голем дел од инвеститорите се карактеризираат со немање доверба, многу се колебливи и многу чувствителни кон туѓите мислења и реакции. Не е самопристрасен, односно, македонскиот инвеститор, сепак, одлучува брзо да ги ревидира своите одлуки и очекувања по направените грешки и со тоа да ги лимитира потенцијалните загуби. Има тенденција на имитирање, односно, македонскиот инвеститор дава налози за следење на постапките на другите без губење време да ги сфати причините за движењето на цената на акцијата. Конзервативен е, што значи дека е приврзан на старите податоци и минатите докази и

¹⁸³ М-р Јулијана Ангеловска, Бизнис 23.06.2010

¹⁸⁴ Исто

продолжува да се однесува соодветно на нив, игнорирајќи ги тековните промени. Има лимитиран капацитет да ги разбере и веднаш да реагира на новостите, односно, на македонскиот инвеститор му е потребно време, за да реагира во потполност на новостите. Македонскиот инвеститор го потценува опортунизмот и се однесува плашливо дури и кога можноста е сигурна, внимателен е и претпазлив, со имитирачки тенденции, има комплекс на информациска инфериорност, конзервативен е и, секако, со недостиг на самодоверба. Ако се има предвид и тековната состојба на македонскиот пазар на капитал, а особено јачината на уривањето на првиот биков пазар, секако, мултиплицирано со светската финансиска криза, нормално е и ваквото претпазливо однесување на македонскиот инвеститор.

За инвеститорите од особена важност е да го сфатат субјективниот дел на нивното однесување и да ги контролираат нивните емоции. Исто така, многу важна е и пазарната транспарентност за да се избегнат асиметричните информации, со што инвеститорите повеќе ќе се базираат на јавните информации, отколку на приватните и други гласини.

До 2006 година, македонскиот инвеститор се уште се сметаше за конзервативен. Но, што предизвика овој конзервативен и аверзен на ризик инвеститор да се смени во менталитет на трагач по ризик за само неколку месеци? Во 2007 година беше постигнат рекорд во волуменот на тргување, нормално проследен со биков пазар. Македонскиот инвеститор беше сведок на првиот биков пазар, а подоцна и мечкин пазар во историјата на Македонската берза. Некои направија профит на нивните инвестиции, додека другите претрпеа загуби. Изгледа дека новоконвертираните трагачи по ризик се конвертираа назад во конзервативни инвеститори. Позитивното расположение во 2007 година се сврте во негативно за само неколку месеци. Оваа навидум лоша инвестициска клима, предизвика македонските инвеститори да бидат повеќе аверзни кон ризикот сега, отколку што беа порано. Дали ирационалниот оптимизам кој владееше за време на биковиот пазар е заменет со ирационален песимизам во време на мечкиниот пазар?

5.5.2. Анализа на компании со студија на случај

5.5.2.1. ВВ Попова Кула АД Демир Капија

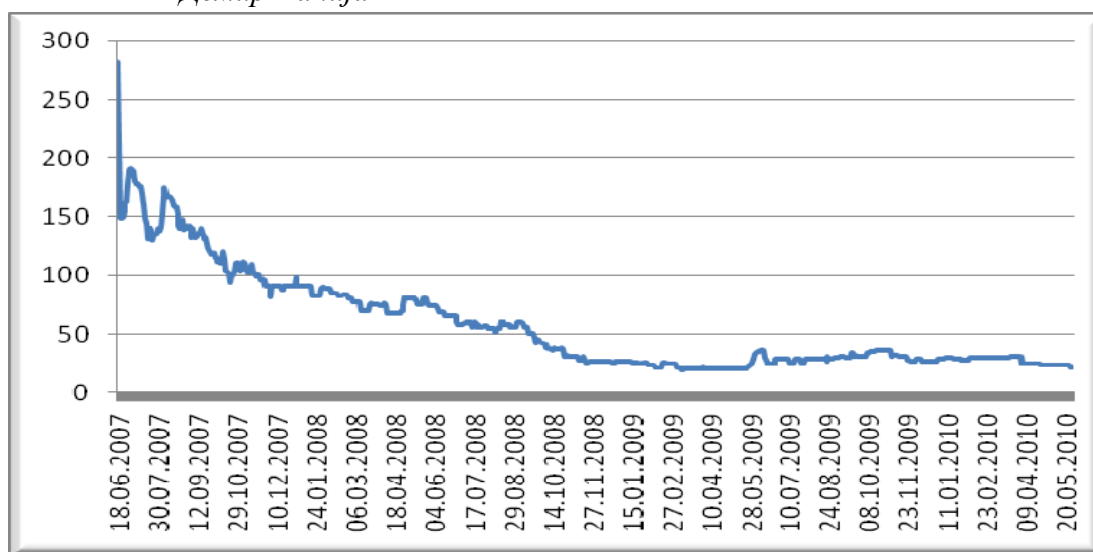
На 25.04.2006 година се формира винарската визба Попова Кула ДОО. Имено, двајца основачи со капитал од 73.801.700 денари (1,2 милиони евра) решија својот бизнис да го отворат на пазарот за вино. На 19.04.2007 година бројот на содружници се зголемува на 18, при што вредноста на компанијата се зголемува и изнесува 86.165.300 денари (1,4 милиони евра). Она што треба да се истакне е фактот дека станува збор за приватна компанија. На 25.04.2007 година доаѓа до повторно зголемување на вредноста на компанијата на 98.400.000 денари (1,6 милиони евра), при што бројот на содружници останува ист (18). Од 25.04. до 08.06.2007 година доаѓа до зголемување како на бројот на содружници (132) така и на капиталот на компанијата 166.050.000 (2,7 милиони евра). На 08.06.2007 година компанијата го менува својот организационен облик, и врз основа на одлука донесена од страна на содружниците, од приватна се трансформира во јавна, со ист капитал и без никаква иницијална понуда на акции. На 31.12.2009 година компанијата брои 809 акционери.

При реализацијата на горенаведените активности, сопственикот на приватната компанија имаше идеја да го зголеми капацитетот на компанијата со помош на долгорочни извори на средства, а тоа да не биде дологорочен кредит од банките, со минимални трошоци, и избегнување на сложената процедура на Иницијална Јавна Понуда. Тајмингот е совршено избран. Врв на биков пазар (31.08.2007 – 10.057,77 индексни поени). Интересот за запишување на удели поголем од 50% од планираното зголемување на средствата (средства потребни за исполнување на таргетите наведени во инвестициониот меморандум). Значи од целокупниот процес, од сите потребни чекори неопходни за успешно реализирање на ИПП-а во конкретниот случај, реализирани се само три: совршено избран тајминг, исклучиво “добра приказна” пласирана на “навистина соодветна публика” во насока на брзо прибирање на дополнителниот капитал без никакви трошоци (не водејќи притоа сметка за потребата од изградба на широка и стабилна сопственичка база). Како резултат на тоа, а не само под влијание на големата финансиска криза, движењето на цената на оваа акција на Македонската берза е следна. На првиот ден на тргување, 18.06.2007 година,

цената на отварањето на оваа акција изнесуваше 400,00 денари (номинална вредност 61,5 денари по акција). На крајот на првиот ден на тргување, истргувани се вкупно 44.030 акции (или 4% од дополнително издадените акции – 1.100.000). Просечната постигната цена на првиот ден од тргувањето изнесуваше 282,25 денари по акција, или скоро 4,6 пати од нејзината номинална вредност). Колку оваа хартија од вредност, во почетокот на нејзиното појавување на Македонската берза, беше “жешка” покажува и следниот податок. На крајот од првиот месец на своето појавување на Берза (за само 10 трговски дена истргувани се вкупно 168.168 акции, односно 15,3% од дополнително издадените хартии од вредност (1.100.000), или 6,2% од вкупниот акционерски капитал на компанијата (2.700.000). Премногу флиперс, елени, шпекулативни инвеститори.

Уште неколку податоци. До 31.12.2009 година истргувани се вкупно 861.338 акции (78,3% во однос на 1.100.000 акции, односно 31,9% во однос на 2.700.000 акции) по просечна цена од 61,55 денари по акција. Во текот на 2010 година заклучно со 31.05. истргувани се само 11.671 акција по просечна цена од 26,61 денар по акција, додека тргувањето на 31.05.2010 се реализира по цена од 21 денар (една третина од нејзината номинална вредност, односно за само 5,25% од цената на “нејзиното отварање” – цена по која се продаваше на првиот ден од тргувањето). Движењето на просечната цена на акцијата на винарската визба Попова Кула е прикажан на графиконот 47.

Графикон 47. Движење на просечната цена на акцијата на ВВ Попова кула АД Демир Капија



Извор: www.mse.org.mk

5.5.2.2. Идевелоп АД Скопје

На 22.06.2001 година се формира Идевелоп ДООЕЛ, со капитал од 186.000 денари (3.000 евра). На 05.11.2007 година основната главнина на друштвото се зголемува на 1.983.000 Евра (вреднување на софтвер). Компанијата сè уште е ДООЕЛ. На 20.12.2007 година сопственикот на компанијата продава дел од својата сопственост (514.000 евра на 55 други содружници). Основната главнина на компанијата останува непроменета. Станува збор за приватна компанија. На 28.02.2008 година компанијата го менува својот организационен облик, и врз основа на одлука донесена од страна на содружниците, од приватна се трансформира во јавна, со ист капитал и без никаква иницијална понуда на акции. На 31.12.2009 година компанијата брои 109 акционери.

При реализацијата на горенаведените активности, менаџментот на приватната компанија се раководел од идејата дека со оглед на тоа што создала нов и иновативен производ наменет за првокласни компании, може да се соочи со предизвикот на кредибилност во процесот на продажба.

Котирањето на Берза претставувала потврда за нивните корпоративни клиенти дека станува збор за долгорочен бизнис и соодветно ниво на корпоративно управување, што воедно претставува доказ за стабилноста на самата компанија. ActiveReception е основен софтверски производ придружен со додаден модул наречен ActiveCampaigns. Истите претставуваат платформа за on-line конверзација, соодветно и контекстуално претставување. Софтверот е позициониран на пазарот во насока на отварање на нов канал на website комуникација, профилирање на посетителот и анализи во реално време, и може да се натпреварува со добро познатите Omniture и Tea Leaf.

“Обезбедување дополнителни средства за технологија преку позајмување (кредити) не е вообичаена опција, особено во Македонија тоа не е возможно. Секако, доколку стануваше збор за Англија или некоја Западноевропска земја, VC (Venture Capital) компаниите би инвестирале во ваков вид на компанија, но бидејќи тоа се случува во Македонија, за традиционалните VC компании ризикот изгледаше премногу висок. Поради тоа, единствен начин да се зголемат средствата и да се задржи централата на компанијата во Македонија, е самата

компанија да се направи јавна. Алтернативата беше да се реалоцира бизнисот во некоја земја од Европската унија.”¹⁸⁵

И во овој случај како и кај ВВ Попова Кула, остварена е иницијалната замисла: обезбедување дополнителни средства потребни за понатамошен развој на компанијата со помош на долгорочни извори на средства, а тоа да не биде дологорочен кредит од банките, со минимални трошоци, и избегнување на сложената процедура на Иницијална Јавна Понуда и потребните дозволи од КХВ.

И во овој случај постои приказна спакувана во инвестиционен меморандум, пласирана меѓу три членки на Македонската берза. Од целокупниот процес, од сите потребни чекори неопходни за успешно реализирање на ИПП-а како и кај Попова кула, и овде се реализирани само неколку од нив: исклучиво “добра инвестициона приказна” пласирана на “навистина соодветна публика” во насока на брзо прибирање на дополнителниот капитал без никакви трошоци (не водејќи притоа сметка за потребата од изградба на широка и стабилна сопственичка база). Интересот за запишување на удели поголем за 10-15% од планираното зголемување на средствата (средства потребни за исполнување на таргетите наведени во инвестициониот меморандум). За разлика од Попова кула, каде од првичното креирање на компанијата до промената на нејзината организациона структура во АД поминуваат едвај 14 месеци, овде тој развој трае подолго—80 месеци.

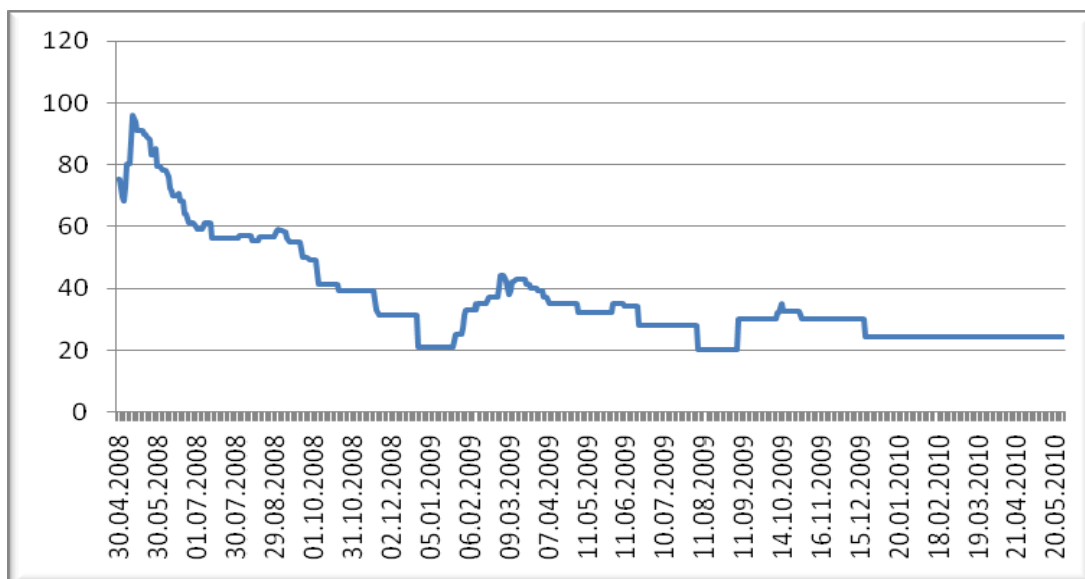
Инвеститорите ги доживуваат помладите компании како поризични и бараат повисоки поврати за да го компензираат поголемиот ризик. Исто така тајмингот не е совршено избран. На пазарот се појавува на 30.04.2008 година, кога Берзанскиот индекс е некаде на 50% од својот врв. Друга разлика е износот на обезбедените дополнителни средства. Имено, кај ВВ Попова кула обезбедените дополнителни средства изнесуваат 1.100.000 евра, додека кај Идевелоп изнесуваат 514.000 евра. И последната разлика е бројот на акционери во моментот на нивното евидентирање во Централниот депозитар за хартии од вредност. ВВ Попова кула во Централниот депозитар за прв пат е евидентирана на 12.06.2007 година со вкупно 130 акционери, додека Идевелоп е евидентиран на 11.04.2008 година со само 51 акционер. Како резултат на претходно

¹⁸⁵ Ray Power, најголем акционер и менаџер на компанијата

изнесеното, како и под влијанието на финансиската криза, движењето на цената на оваа акција на Македонската берза е следна. На првиот ден на тргување, 30.04.2008 година, истргувани се 3.000 акции (или само 0,58% од дополнителните 514.000 евра), по цена од 75,00 денари по акција (номинална вредност 61,5 денари). На крајот од првиот месец на своето појавување на Берза (22 трговски дена истргувани се вкупно 94.240 акции, односно 19,3% од издадените 514.000 акции, или 4,3% од вкупниот акционерски капитал на компанијата (1.983.000).

Уште неколку податоци. До 31.12.2009 година истргувани се вкупно 282.498 акции (55% во однос на 514.000 акции, односно 14,2% во однос на вкупниот акционерски капитал на компанијата) по просечна цена од 36,87 денари по акција. Еден куриозитет. Во текот на 2010 година заклучно со 31.05. не е истргувана ниту една акција. Од првиот ден на нејзиното учество на пазарот, заклучно со 31.05.2010 година, со оваа хартија од вредност, од можни 510 се тргувало на 105 трговски дена, односно 20,6%, при што била постигната максимална цена од 96 односно минимална цена од 20 денари по акција). На графиконот 48 претставено е движењето на просечната цена на акцијата на Идевелоп АД.

Графикон 48. Движење на просечната цена на акцијата на Идевелоп АД



6. ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА

Во овој докторски труд направен е обид да се даде што е можно подетална анализа на процесот на Иницијални Јавни Понуди во рамките на примарниот пазар на капитал, нивните основни карактеристики, нивната еволуција, разбрана како континуиран процес на осовременување и развој, нивните предности и недостатоци, како и нивната неопходност за понатамошен раст, како на економијата така и за понатамошно развивање на домашната берза преку *обезбедување на дополнителен трговски материјал, толку неопходен за обезбедување на ликвидна, стабилна и ефикасна берза.*

Трудот се фокусира на важноста на примарниот пазар на капитал, на клучните аспекти на самиот процес на ИЈП-а, користејќи компаративен и аналитички приод со цел да идентификува “успешни приказни”, почнувајќи од донесувањето одлука за ИЈП-а, неопходните подготовки, организација, преку реализација, па сè до неизбежните after market активности, примената на технолошки и финансиски новитети, супериорна ефикасност и слично.

Таквиот приод произлегува од потребата, примарниот пазар, а во неговите рамки и ИЈП-а да функционира ефикасно, но не само брзо, туку и со пониски трошоци. Ваквиот заклучок ја потврдува и потребата од целосна анализа на иницијалните јавни понуди во рамките на примарниот пазар на капитал, како предуслов за ефикасно обезбедување како, на дополнителен капитал на компаниите и нивна трансформација од приватни во јавни, така и за обезбедување на дополнителен материјал за тргување на берзите.

Една од основните предности кај ваквиот начин на финансирање е одвојувањето на функцијата на сопственост од управувањето со компанијата. Логиката на микро финансирањето, и генерално на економската наука, е дека акционерскиот капитал од корпоративен тип овозможува пофлексибилно, поефикасно, поевтино и трајно финансирање на компанијата и нејзина деловна експанзија. Преку развојот на финансирањето со помош на ИЈП-а се овозможува многу нови компании да се претворат од приватни во јавни, и на тој начин да се појават на берзата, со што се би се зголемил и материјалот за тргување на Македонската берза.

Без разлика дали станува збор за ИЈП-а или пазарна втора понуда, корпоративна емисија или приватизација, зголемување на капиталот или излез на постојните акционери, домашни или меѓународни, се применува ист основен процес за управување со успешна понуда. Процесот на ИЈП-а има 5 фази: 1) корпоративни одлуки; 2) структура на понудата, 3) регулирање и документација; 4) маркетинг, вреднување, одредување на цената и алокација; и 5) фаза на почетно појавување на берзата.

Поради светската финансиска криза, слабата доверба во, и нестабилноста на пазарите на капитал се очекуваваше намалување на ИЈП активностите, но намалувањето беше многу полошо од предвиденото. Главните Европски ИЈП пазари во суштина се затворија. Сè додека не се поврати довербата, компаниите треба да бараат алтернативни начини за зголемување на капиталот, преку пазарите на приватен капитал или долг.

Променливоста на пазарните услови, која започна кон крајот на 2007, продолжи во текот на 2008 и 2009 и тешко е да се предвиди кога апетитите на инвеститорите за ИЈП-и ќе се вратат. Колапсот на кредитните пазари ја намали довербата во пазарите и влијаеше на намалување на вредноста на капиталот, со фокусирање на инвеститорите на дефанзивни хартии од вредност, злато, кеш, намалувајќи го интересот за мали и микро претпријатија.

Бројот и обемот на ИЈП-и, како и цените на акциите се во тесна корелација со економскиот циклус. Ова особено беше евидентно во 1980-те и 1990-те години, кога големиот број и високата вредност на ИЈП-и кореспондираше со периодот на силен економски раст и зголемување на пазарното вреднување на акциите; како и кога во доцните 1970-те, рани 1990-ти и рани 2000-ти години, имаше мал број и обем на ИЈП-и за време на рецесиите и периодите на слаб економски раст.

Оправувањето на ИЈП активностите ширум Европа зависи од повратот на довербата кон пазарите. Јасно е зошто 2009 беше тешка година за развиените економии со одложување на потрошувачката и инвестиционите одлуки како резултат на ерозијата на довербата на потрошувачите и недостатокот на кредити. Берзите во основа треба да се опорават пред статистичките податоци да укажат на опоравување на економијата, поради тоа што истите претставуваат водечки индикатор на деловниот циклус.

Вредноста на капиталот се очекува и понатаму да остане подценет сè додека индикаторите за пазарна перцепција не укажат на влегување на деловниот циклус во експанзија. Тоа е комбинација од поврат на довербата кон пазарите и ИПП-и на дефанзивни акции, што пак од своја страна претставуваат катализатор за повторно “отварање” на ИПП пазарот. Дефанзивните акции влијаат на повисоко вреднување на капиталот за време на рецесија, и поради тоа овие компании се кандидати за лидери во опоравувањето на ИПП-и. Трошоците на кредитите во овој период најверојатно и понатаму ќе се зголемуваат, што пак од своја страна го отежнуваат рефинансирањето на компаниите.

Од 1855 просечниот период на рецесија изнесува 18 месеци, иако од крајот на Втората светска војна, во просек рецесијата траела 10 месеци, варирајќи од 6 месеци до 18 месеци. Во просек, берзите го достигнуваат дното 4 до 6 месеци пред крајот на рецесијата. Последните истражувања на Reinhart и Rogoff содржани во нивниот труд “Последиците од финансиската криза” сугерираат дека рецесиите околу банкарските кризи обично траат подолго од останатите рецесии и дека природата на тековната криза, за многу земји, ќе услови забавено излегување од истата преку зголемен извоз и странски позајмувања¹⁸⁶.

Тешко е да се предвиди иднината врз основа на сèуште нестабилната економска состојба, но со пројавеното подобрување на инвеститорскиот сентимент, зголемувањето на секундарните понуди на капитал од страна на компаниите, опоравувањето на пазарните цени на акциите (толку важно и неопходно за успешна ИПП-а), можно е значајно зголемување на ИПП активностите во наредниот период.

Во минатото, јавноста во нашата земја не беше заинтересирана за купување на хартии од вредност од примарни емисии. Причините за слабиот интерес за купување на акции по пат на јавна понуда, во изминатиот период, можат да се најдат во следното:

➤ Повисока цена на новопонудените хв од оние кои се веќе издадени и со кои се тргува на Берзата. Имено, согласно Законот за трговски друштва, забрането е издавање на акции под нивната номинална вредност. Меѓутоа, веќе издадените хв од страна на емитентите со кои се тргуваше на Македонската берза (ако го изземеме бумот од 2006 и 2007) имаа значително пониска цена од

¹⁸⁶ IPO Watch Europe-Review of the year 2008

онаа што е утврдена при издавањето, така што за потенцијалните купувачи економски е нерационално да се јават како купувачи на акции од нови емисии;

➤ Дивидендите што ги делат акционерските друштва кои се јавуваат како понудувачи на акции по пат на јавна понуда често беа неатрактивни, односно пониски и од активните каматни стапки на банките, заради што кај потенцијалните купувачи на акции не будеа интерес за трајно ангажирање на нивниот капитал без соодветен принос по акција;

➤ Инвестирањето во хв во РМ нема традиција, заради што купувањето на хв како алтернатива за ангажирање на слободните финансиски ресурси на населението не е често присутна;

➤ Нивото на акумулација на парични средства кај населението е релативно ниско, заради што не може да дојде до значително активирање на парични средства за откуп на акции, како алтернативен начин на штедење;

➤ Непостоењето на ликвиден пазар на капитал во РМ и непостоењето на активни и јаки институционални инвеститори предизвикуваа соодветни ефекти и во случај на примарна продажба на хв по пат на јавна понуда;

➤ Целосното реализирање на емисиите наменети за познат купувач сигнализира на сèуште постоечките процеси на окрупнување на структурата на акционери во акционерските друштва во рацете на еден или неколку доминантни акционери (незаокружениот процес на приватизација и консолидација на компаниите);

➤ Недоволната експертиза и незаинтересираноста на потенцијалните издавачи за овој вид на финансирање на своето работење;

➤ Комплицираноста на постапката на распишување на јавна понуда на хв;

➤ Тешкотиите при реално утврдување на цената на акциите што за прв пат се појавуваат на берза (акции кои немаат своја историја); а по светската финансиска криза и

➤ недоверба во пазарот на капитал поради премиерното “согледување” на постоењето мечкиниот пазар и неговите последици.

Неразвиениот примарен пазар на капитал во Република Македонија не е резултат само на конзервативното сфаќање на менаџерите во Република Македонија, односно конзервативното однесување на нашите комерцијални

банки. Недоволното ангажирање од страна на банките изгледа дека е резултат на тоа што тие, берзата ја третираат како нешто што нема никаква врска со нив, освен да служи како платформа за тргување. *Идејата Берзата да може да се користи за стимулирање на бизнисот и економијата изгледа дека не е најдобро разбрана.* Конкуренцијата што емисијата на хартии од вредност би ја имала на кредитната активност на банките не е причина за пасивната улога на банките. Во основа, можеби тоа е резултат на тромоста, неинвентивноста, мрзливоста, аверзијата кон воведување нови поризични финансиски активности. Банките во Македонија во моментот немаат желба, ниту пак капацитет за book-building или за гарантирање. Само малкумина во банкарскиот сектор кои ја чувствуваат иновацијата заземаат место во финансискиот свет. Предизвикот кој се појавува во споредба со тековниот начин на делување може да доведе до непотребна дополнителна работа. Менталитетот на “ако нешто не е расипано тогаш не го поправај” изгледа дека е изговор за одбегнување на понатамошното унапредување на делувањето на банките во овој сектор. Моменталната кризна состојба на глобално ниво, го поскапе позајмениот капитал што го нудат деловните банки. На деловните субјекти треба да им се понудат други поприватливи форми и продукти како извори на капитал. Потребна е едукација на деловните субјекти, за да стекнат повисок степен на познавање на оваа материја и предностите во однос на кредитните задолжувања.

И покрај тоа што кај нас сè уште нема вистински ИЈП-и, актуелната светска финансиска криза и нејзиното влијание на банкарскиот сектор, ќе придонесе кон тоа да нашата економска јавност почне повеќе да размислува за алтернативни извори на средства, меѓу кои, спаѓа и ИЈП-а. Процесот на транзиција во кој сè уште се наоѓаме (иако може да се каже дека транзицијата на економскиот систем во Република Македонија е речиси завршена), трансформацијата на општествената сопственост во приватна, странските вложувања во домашната економија и сл., бараат коренити промени и во односот кон современите финансиски трендови, како и во начинот на кој истите ги имплементираме во рамките на деловните субјекти, на микро ниво, и во рамките на целата економија, на макро ниво. За таа цел, покрај позитивниот став кон промените, потребни се и големи знаења од оваа област без кои нема напредок. Искуствата од развиените земји, не можат само едноставно да се

копираат кај нас, бидејќи се работи за многу суптилна материја која има голем број свои специфичности.

За понатамошен побрз развој на примарниот пазар на капитал, потребно е:

- **Приватниот сектор, за обезбедување свеж капитал, да се сврти кон пазарот на капитал,** наместо очајно да чека на банкарските кредити. Големата депозитна база во банките и заинтересираноста за трезорски записи покажува дека приватниот сектор има капацитет кој би можел да се искористи за вложување на пазарот на капитал. Досега, компаниите најмалку се одлучуваа на ваквиот начин кој ќе им донесе пари, дел и од незнаење, но и поради стравот на менаџерите од новите сопственички промени кои ќе им ги одземат од рака “конците” за водење на компанијата.
- **Надминување на традицијата банките да имаат “главна улога” на финансиската сцена во државата.** Имено, банките ги водат своите политики во насока на обезбедување профит за своите акционери. По трансформирањето на капиталот на банките во Македонија и периодот потоа, па сè до денес, тие нудат кредити со високи каматни стапки за корпоративниот сектор, кои се значително повисоки од оние што се нудат во ЕУ. Високите каматни стапки го чинат овој извор на финансирање многу скап, и тоа во време кога имаме неискористување на други извори на финансирање од страна на приватниот сектор. Во првата половина од 2010, забележителен е падот на каматните стапки, посебно на денарските кредити, додека на девизните кредити може да се каже дека се останати непроменети. Од друга страна, иако банкарските кредити се карактеризираат со значително високи каматни стапки, тие се главниот извор на финансирање на претпријатијата. Што значи дека компаниите се потпираат само на банкарските кредити во услови на инвестирање и на неликвидност. Заради подобрување на условите на кредитирање и пристапот до финансии, државата, НБРМ, а пред сè банките, треба да се стремат кон намалување на каматните стапки и нивно приближување до каматните стапки на банките во ЕУ, со што нашите фирми би биле во иста позиција од аспект на пристапот до финансии со нивните конкуренти во ЕУ.

- Инфраструктура.** Покрај банкарските кредити кои продолжуваат да бидат најзначаен извор на финансирање во приватниот сектор, посебно кај малите и средни претпријатија, треба засилено да се користи и пазарот на капитал како средство за прибирање на потребните финансиски средства по многу пониски трошоци. Од друга страна, во претпријатијата во Македонија *мора да постои солидна инфраструктура* за искористување на наведените извори на финансирање. Во овој дел, претпријатијата треба да инвестираат во екипирање на секторот за сметководство и финансии во кој ќе работи едуциран пресонал од оваа област, со цел да истражуваат и да ги искористуваат најповолните извори на финансирање за соодветното претпријатие. Постоенето на ваков сектор и вработувањето на компетентен и едуциран кадар ќе допринесе не само за поголемо искористување на средствата кои се достапни од меѓународните институции, поголема искористеност на фондовите од ЕУ, туку и на кредитните линии и компензационите фондови кои ги нудат државните финансиски институции.
- Едукација и доекипирање на приватните компании.** Компаниите досега не покажаа подготвеност да го користат овој извор на финансирање. Констатција е дека финансискиот менаџмент и организационите единици во компаниите кои ги вршат операциите поврзани со финансирањето не ја користат можноста за финансирање по пат на издавање хартии од вредност. Причини за тоа има повеќе, меѓу кои *недоволната едукација и неадекватната кадровска и организациона екипираност, проблемите во делот на транспарентноста, недоволните познавања во делот на комплексната законска регулатива, недоволната доверба спрема пазарот на капитал и негативниот став спрема берзанското работење...* Покрај овие фактори за слабата активност на примарниот пазар кои влијаат како на компаниите кои веќе котираат на него, така и на претпријатијата кои се со ограничена одговорност, постојат и други фактори кои имаат свој придонес за (не)активноста на претпријатијата на пазарот на капитал. За претпријатијата со ограничена одговорност треба да се наведе дека и стравот од интензивна и поголема контрола од страна на регулаторните органи и стравот од губење/поделба на сопственоста претставуваат значајни фактори кои дејствуваат против учество на овие претпријатија на

примарниот пазар на капитал. Иако овие фактори во голема мера се субјективни и на нив не може институционално да се влијае, освен со поголема информираност на менаџерите за предностите на овој извор на финансирање, сепак, инволвираните страни на пазарот на капитал – *банките, државата, берзата, брокерските куќи, регулаторните тела* – треба да преземат активности кои се во нивна надлежност, а кои ќе придонесат за зголемена популарност на пазарот на капитал како извор на финансирање.

ИНСТИТУЦИИТЕ НА ПОТЕГ

Заради заживување и поттикнување на овој сегмент од пристапот до финансии треба одредена улога да одиграат сите институции во Македонија. *Банките*, покрај класичното банкарско работење, треба да се фокусираат и на инвестициското банкарство и да воспостават процеси за советување и нудење на нивните клиенти можности за обезбедување финансиски средства, пред сè, услуги за емисија на хартии од вредност. *Приватните брокерски куќи* кои не работат како дел од банки треба да го зајакнат инвестиционото советување и да нудат одредени пакети наменети за претпријатијата кои сакаат да дојдат до финансиски средства преку пазарот на капитал. *Македонската берза* да го продолжи проектот за трансформација на поголемите ДОО или ДООЕЛ претпријатија во АД. *Комисијата за хартии од вредност* треба да го поедностави, скрати процесот на ИП, да го направи конкурентен во однос на обезбедување на финансиски средства преку кредитирање (како во однос на сложеноста, должината, така и во однос на трошоците). *Државата* треба да преземе дополнителни мерки за стимулирање на пазарот на капитал, како што се укинување на данокот на капитална добивка на инвеститорите кои ги вложуваат своите средства на примарен пазар, даночни олеснувања на издавачите на примарен капитал, субвенционирање на процесот на издавање хартии од вредност, олеснување на процедурите за издавање....А, *стопанските комори* треба да дејствуваат во насока на едуцирање и информирање на претпријатијата за сите постојни и нови можности кои им стојат на располагање за обезбедување на финансиски средства и треба да биде главниот медијатор во социјалниот дијалог помеѓу државата и приватниот сектор.

Да заклучиме дека целта на овој труд, како компилација на теоријата и праксата од областа на финансиското инвестирање, е обид за разработка на оваа проблематика, давање на упатства, сугестии и насоки во кој правец треба да се движат нашите правни и физички лица, кои се заинтересирани за обезбедување на дополнителен капитал на Македонската Берза, преку трансформирање на својата приватна компанија во јавна со помош на ИЈП, од една страна и можноста за инвестирање на инвеститорите во така издадените хартии од вредност, од друга страна, како можност за оплодување на својот капитал, преку детектирање на актуелни прашања, проблеми и дилеми од овој значаен сегмент, како и со користење на споредбените искуства од развиените држави. Затоа, уште еднаш се истакнува потребата од итна широка кампања (преку печатени и електронски медиуми, преку изработка на прирачници и брошури, преку организирање на тркалезни маси и трибини, преку индивидуални посети и др.), под покровителство на Комисијата за хартии од вредност и Македонската берза, која ќе овозможи запознавање на можностите што ги нуди примарниот пазар на капитал, како за приватните компании, од аспект на идни емитенти, така и за инвеститорите како идни купувачи на хартии од вредност издадени преку ИЈП-и. На тој начин, позитивно би се влијаело на развивање на засега недоволно активниот примарен пазар, што пак би имало позитивно влијание за понатамошен развој и на секундарниот пазар на капитал во земјата. Иако млада држава, Република Македонија има постигнато одреден напредок во овој домен, потребни се дополнителни напори за поголема имплементација на оваа финансиска парадигма во нашата држава.

И на крајот,

професионалната ориентација подразбира стратешко барање и одредување на соодветна цел, најефикасен пат и планирање на адекватни ресурси за да се реализира саканиот резултат, кој најчесто, за тој момент, е во некоја далечна и маглопита-нејасна иднина. Дали добро сме го одбрале патот по кој одиме понатаму се гледа дури на целта, многу касно, кога корекции повеќе не се можни.

Користена литература

1. (2001) *The Year 2000 in Review*, New York Stock Exchange
2. Affleck-Graves J, SP Hegde, RE Miller and FK Reilly (1993) The effect of trading system on the underpricing of initial public offerings *Financial Management* 22 (Spring): 99–108
3. Aggarwal R., Leal R. and Hernandez L., (1993), The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America *Financial Management* 22 (Spring): 42-53
4. Allen F. and Faulhaber GR, (1989), Signaling by underpricing in the IPO market *Journal of Financial Economics* 23: 303–323
5. Arkebauer James B., (1998), Going public
6. Arosio R., Giudici G. and Pleari S., (2000), What drives the initial market performance of Italian IPOs? An empirical investigation on underpricing and price support. Working paper, Politecnico di Milano
7. Ashurst MC, (2001), *The Financial Services and markets Act: A practical legal guide* (ed. James Perry). London: Sweet & Maxwell
8. Asquith P. and Mullins DW, (1986), Equity issues and offering dilution *Journal of Financial Economics* 15: 61-89
9. Asquith D., Jones JD and Kieschnick R., (1998), Evidence on price stabilization and underpricing in early IPO returns *Journal of Finance* 53 (5/October): 1759-1773
10. Bank of New York (2002) *Depositary Receipts: 2001 Year end market review*
11. Barber BM and Lyon JD, (1997), Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics *Journal of Financial Economics* 43: 341-371
12. Barry CB, (1989), Initial public offering underpricing: The issuer's view – A comment *Journal of Finance* XLIV (4): 1099-1103
13. Barry CB and Jennings RH, (1993), The opening price performance of initial public offerings of common stock *Financial Management* 22 9Spring): 54-63
14. Barry CB, Muscarella C., Peavy J. and Vetsuypens M., (1990), The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going public process *Journal of Financial Economics* 27:447-471

15. Beatty RP and Ritter JR, (1986), Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings *Journal of Financial Economics* 15 (1/2): 213-232
16. Beatty R. and Vetsuypens M., (1995), Underpricing, overpricing and reputation: Are underwriters penalized for IPO mispricing? Working paper, Southern Methodist University
17. Beatty RP and Welch I., (1996), Issuer expenses and legal liability in initial public offerings *Journal of Law and Economics* 39: 545-602
18. Benveniste LM and Busaba WY, (1997), Bookbuilding vs. fixed price: An analysis of competing strategies for marketing IPOs *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (4/December): 383-403
19. Benveniste L. and Spindt P., (1989), How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues *Journal of Financial Economics* 24: 343-361
20. Benveniste LM, Busaba WY and Wilhelm W., (1996), Price stabilization as a bonding mechanism in new equity issues *Journal of Financial Economics* 42: 223-255
21. „Берзански прирачник” Македонска Берза АД Скопје, 1998 .
22. Bernstein W., (2001), “Интелегентен алокатор на средства”
23. Billingsley RS and Smith DM, (1996), Why do firms issue convertible debt? *Financial Management* 25 (2/Summer): 93-99
24. “Бизнис”, Скопје
25. Booth JR and Smith RL, (1986), Capital raising, underwriting and the certification hypothesis *Journal of Financial Economics* 15: 261:281
26. Boutchkova MK and Megginson WL, (2000), Privatization and the rise of global capital markets *Financial Management* 29 (Issue 4/Winter):31-76
27. Brav A. and Gompers P., (1997), Myth or Reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and non-venture capital backed companies *Journal of Finance* 52: 1791-1821
28. Brennan M. and Franks J., (1995), Underpricing, ownership and control in initial public offerings of securities in the UK *Journal of Financial Economics* 45: 391-413
29. Carter R. and Manaster S., (1990), Initial public offerings and underwriter reputation *Journal of Finance* 45: 1045-1068

30. Chalk AJ and Peavy JW, (1987), Initial public offerings: Daily returns, offering types, and the price effect *Financial Analysts Journal* 43: 65-69
31. Chemmanur TJ and Fulghieri P., (1994), Investment bank reputation, information production, and financial intermediation *Journal of Finance* 49 (1/March): 57-79
32. Chen H-S and Ritter JR, (2000), The seven percent solution *Journal of Finance* 55 (3/June): 1105-1131
33. Choudhry M., (2001), *The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis*. Oxford: Butterworth-Heinemann
34. Chowdhry B. and Nanda, (1996), Stabilization, syndication, and pricing of IPOs *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 25-42
35. Chowdry B. and Sherman A., (1996), International differences in oversubscription and underpricing of IPOs *Journal of Corporate Finance* 2: 231-250
36. Chowdry B. and Sherman A., (1996), The winner's curse and international methods of allocating initial public offerings *Pacific Basin Finance Journal* 4: 15-30
37. Chung KH, (2000), Marketing stocks by brokerage firms: The role of financial analysts *Financial management* 29 (Issue 2/Summer): 35-54
38. Clatworthy MA and Peel MJ, (1998), The characteristics of new equity markets for SMEs *Journal of Small Business and Enterprise Development* 5 (1): 81-95
39. Cornelli F. and Goldreich D., (1999), Bookbuilding and strategic allocation. Working Paper, London Business School
40. Cornelli F. and Goldreich D., (2001), Bookbuilding: How informative is the order book? Working Paper, London Business School
41. Cornett MM, Mehran H. and Tehranian H., (1998), Are financial markets overly optimistic about the prospects of firms that issue equity? Evidence from voluntary versus involuntary equity issuance by banks *Journal of Finance* 53 (6/December): 2139-2159
42. Corwin SA and Harris JH, (2001), The initial listing decisions of firms that go public *Financial Management* 30 (Issue 1): 35-55
43. D'Mello R. and Ferris SP, (2000), The information effects of analyst activity at the announcement of new equity issues *Financial Management* 29 (Issue 1/Spring):78-95
44. Dawson SM and Hiraki T., (1985), Selling unseasoned new shares in Hong Kong and Japan: A test of primary market efficiency and *underpricing Hong Kong*

- Journal of Business Management*: 125-134
45. Denis D., (1993), The cost of equity issues since Rule 415: A closer look *Journal of Financial Research* XVI (1/Spring): 77-88
 46. Dhillon US, Raman K. and Ramirez GG, (1999), Does it matter who sells at the initial public offering: IPO pricing and secondary share sales. Conference paper, FMA International, Barcelona
 47. Dunbar CG, (1998), The choice between firm-commitment and best-efforts offering methods in IPOs: The effect of unsuccessful offers *Journal of Financial Intermediation* 6:60-90
 48. “Економија и бизнис”, списание за теорија и практика, Скопје
 49. Fama E. and French KR, (1997), Industry costs of equity *Journal of Financial Economics* 43: 153-193
 50. Field LC and Hanka G., (2001), The expiration of IPO share lockups *Journal of Finance* 56 (2/April): 471-500
 51. Garfinkel JA, (1993), IPO underpricing, insider selling and subsequent equity offerings: Is underpricing a signal of quality? *Financial Management* 22 (Spring): 74-83
 52. Geddes R., (2005), IPOs&equity offerings
 53. Greenstein IA, Korff JN, Reicin CV, Colbrand PL and Robinson JK, (2000), *An Insider's Guide to Going Public*. Chicago: RR Donnelley Financial
 54. Habib MA and Ljungqvist AP, (1998), Underpricing and IPO proceeds: A note *Economics Letters* 61 (December): 381-383
 55. Habib MA and Ljungqvist AP, (2001), Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence *Review of Financial Studies* 14 (2): 433-458
 56. Hanley KW, (1993), The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon *Journal of Financial Economics* 34: 231-250
 57. Hanley KW and Wilhelm JW, (1995), Evidence on the strategic allocation of initial public offerings *Journal of Financial Economics* 37: 239-257
 58. Hanley KW, Kumar AA and Seguin PJ, (1993), Price stabilization in the market for new issues *Journal of Financial Economics* 34:177-197
 59. Hansen R., Fuller B. and Janjigian V., (1987), The over-allotment option and equity financing floatation costs: An empirical investigation *Financial management* 16: 24-32
 60. Hegde SP and Miller RE, (1989), Market making in initial public offerings: An

- empirical analysis *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24 (1/March): 75-90
61. Hensler DA, Rutherford RC and Springer TM, (1997), The survival of initial public offerings in the aftermarket *The Journal of Financial research* XX (1/Spring): 93-110
 62. Hughes PJ and Thakor AV, (1992), Litigation risk, intermediation, and the underpricing of initial public offerings *Review of Financial Studies* 5 (4/Winter): 709-742
 63. Ibbotson RG, (1975), Price performance of common stock new issues *Journal of Financial Economics* 2: 235-272
 64. Ibbotson RG and Jaffe JF, (1975), “Hot issue” markets *Journal of Finance* 30: 1027-1042
 65. Ibbotson RG, Sindelar JL and Ritter JR, (1988), Initial public offerings *Journal of Applied Corporate Finance* 1 (2/Summer): 37-45
 66. Ibbotson RG, Sindelar JL and Ritter JR, (1994), The market’s problems with the pricing of initial public offerings *Journal of Applied Corporate Finance* 7 (1): 66-74
 67. IPO Watch Europe - Review of the year 2001-2008
 68. Jain BA and Kini O., (1994), The post-issue operating performance of IPO firms *Journal of Finance* 49: 1699-1726
 69. Jain BA and Kini O., (1999), On investment banker monitoring in the new issues market *Journal of Banking and Finance* 23: 49-84
 70. Jegadeesh N., Weinstein M. and Welch I., (1993), An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings *Journal of Financial Economics* 34:153-175
 71. Jenkinson T. and Ljungqvist A., (1996), *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, Oxford: Clarendon Press
 72. Jenkinson T. and Mayer C., (1988), The privatisation process in France and the UK *European Economic Review March*: 482-490
 73. Jog VM and Riding AL, (1987), Underpricing in Canadian IPOs *Financial Analysts Journal* 43 (6): 48-55
 74. Јовановски Т., (1994), “Финансиски пазар”, Скопје
 75. “Капитал”, Скопје
 76. Kandel S., Sariq O. and Wohl A., (1999), The demand for stocks: An Analysis of

- IPO auctions *The review of Financial Studies* 12 (2/Summer): 227-247
77. Kaneko T. and Pettway RH, (2001), Auctions versus bookbuilding of Japanese IPOs. Working Paper, University of Missouri-Columbia
 78. Keloharju M., (1993), The winner's curse, legal liability, and the long-run performance of initial public offerings in Finland *Journal of Financial Economics* 34: 251-277
 79. Kim J-B, Krinsky I, and Lee J., (1993), Motives for going public and underpricing: New findings from Korea *Journal of Business Finance and Accounting* 20 (2): 195-211
 80. Kim M. and Ritter JR, (1999), Valuing IPOs *Journal of Financial Economics* 53 (3/September): 409-437
 81. Комисија за хартии од вредност на РМ, (2006), „Пазарот на хартии од вредност на Република Македонија денес и утре”, Скопје
 82. Krigman L., Shaw WH and Womack KL, (1999), The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping *Journal of Finance* 54 (3/June): 1015-1044
 83. Lee I., Lochhead S. and Ritter JR, (1996), The costs of raising capital *Journal of Financial Research* XIX (1/Spring): 59-74
 84. Lerner J., (1994), Venture capitalists and the decision to go public *Journal of Financial Economics* 35: 293-316
 85. Levis M., (1990), The winner's curse problem, interest costs and the underpricing of initial public offerings *Economic Journal* March: 76-89
 86. Levis M., (1993), The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988 *Financial Management* 22 (Spring): 28-41
 87. Ljungqvist AP and Wilhelm WJ, (2001), IPO allocations: discriminatory or discretionary? *Journal of Financial Economics* 65 (2/Avgust): 167-201
 88. Ljungqvist AP, Wilhelm WJ and Jenkinson T., (2002), Has the introduction of bookbuilding increased the efficiency of IPOs?
 89. Logue DE, Rogalski RJ, Seward JK and Foster-Johnson L., (1999), Underwriter bookbuilding methods, investment bank reputation and the return performance of firms conducting initial public offerings. FMA International, Barcelona
 90. Loughran T. and Ritter JR, (2002), Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *Review of Financial Studies* 15: 413-444
 91. Loughran T. and Ritter JR, (2001), Why has IPO underpricing increased over

- time? Working Paper, University of Notre Dame
92. Lucas DJ and Macdonald RL, (1990), Equity issues and stock price dynamics *Journal of Finance* 45: 1019-1043
 93. Marquardt CA and Wiedman CI, (1998), Voluntary disclosure, information asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings *Contemporary Accounting Research* 15 (4/Winter): 505-537
 94. Masulis RW and Korwar AN, (1986), Seasoned equity offerings: An empirical investigation *Journal of Financial Economics* 15: 91-118
 95. Menyah K., Paudyal K. and Inyangete CG, (1990), The pricing of initial offerings of privatised companies on the London Stock Exchange *Accounting and Business Research* 21 (81): 51-56
 96. Michaely R. and Shaw WH, (1995), Does the choice of auditor convey quality in an initial public offering? *Financial Management* 24: 15-30
 97. Mikkelson WH and Partch MM, (1985), Stock price effects and costs of secondary distributions *Journal of Financial Economics* 14 (2): 165-194
 98. Mikkelson WH and Partch MM, (1986), Valuation effects of security offerings and the issuance process *Journal of Financial Economics* 15: 31-60
 99. Miller RE and Reilly FK, (1987), An examination of mispricing, returns, and uncertainty for initial public offerings *Financial Management* 16: 33-38
 100. Morris K.M. and Morris V.B., (2002), “Водич за разбирање на парите и инвестициите”, КХВ
 101. Mulherin H. and Boone A., (2000), Comparing acquisitions and divestitures *Journal of Corporate Finance* 6: 117-139
 102. Mullins K. and Toyama N., (1999), Toyota goes global with London New York listings *International Financing Review* 1303 (October 2): 74
 103. Nanda V. and Yun Y., (1997), Reputation and financial intermediation: An empirical investigation of the impact of IPO mispricing on underwriter market value *Journal of Financial Intermediation* 6: 39-63
 104. Nanda V., Yi JH and Yun Y., (1995), IPO long-run performance and underwriter reputation. Working paper, University of Michigan, Business School
 105. Pagano M., Panetta F. and Zingales L., (1998), Why do companies go public? An empirical analysis *Journal of Finance* 53 (1/February): 27-64
 106. Петковски М., (2002), “Финансиски институции и пазари”, Скопје
 107. Ritter JR, (1984), The “hot issue” market of 1980 *The Journal of Business* 57

- (2/April): 215-240
108. Ritter JR, (1987), The costs of going public *Journal of Financial Economics* 19: 269-281
 109. Ritter JR, (1991), The long-run performance of initial public offerings *Journal of Finance* XLVI (1/March): 3-27
 110. Ritter JR, (1998), Initial public offerings *Contemporary Finance Digest* 2 (1/Spring): 5-30
 111. Ritter JR, (2001), Big IPO runups of 1975-1999. Working Paper, University of Florida
 112. Ritter JR, (2001), Money left on the table in IPOs. Working Paper, University of Florida
 113. Ritter JR, (2001), Some factoids about the 2000 IPO market. Working Paper, University of Florida
 114. Ritter JR, (2001), Some factoids about the 2001 IPO market. Working Paper, University of Florida
 115. Ritter JR and Loughran T., (2001), Why has IPO underpricing increased over time? Working paper, University of Florida
 116. Rock K., (1986), Why new issues are underpriced *Journal of Financial Economics* 15: 187-212
 117. Rogowski RJ and Sorenson EH., (1985), Deregulation in investment banking: Shelf registrations, structure and performance *Financial management* Spring: 5-15
 118. Schneider C., Manko J. and Kant R., (1996), Going public: practice, procedures and consequences
 119. Schultz P. and Zaman M., (1994), Aftermarket support and the underpricing of initial public offerings *Journal of Financial Economics* 35: 199-220
 120. Shiller Robert J., (2000), Ирационален ентузијазам, Princeton, New Jersey
 121. Simon C., (1989), The effect of the 1933 Securities Act on investor information and the performance of new issues *American Economic Review* 79: 295-318
 122. Smith CW, (1977), Alternative methods for raising capital: Rights versus underwritten offerings *Journal of Financial Economics* 5: 273-307
 123. Спасов С., Арсов С, (2004), “Финансиски менаџмент”, Скопје
 124. Spatt C. and Srivastava S., (1991), Preplay communication, participation restrictions and efficiency in initial public offerings *Review of Financial Studies* 4 (4): 709-726

125. Stoughton NM and Zechner J., (1998), IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure *Journal of Financial Economics* 49: 45-77
126. Subrahmanyam A. and Titman S., (1999), The going public decision and the development of financial markets *Journal of Finance* 54 (3): 1045-1082
127. Titman S. and Trueman B., (1986), Information quality and the valuation of new issues *Journal of Accounting and Economics* 8 (June): 159-172
128. Torstila S., (2001), The distribution of fees within the IPO syndicate *Financial Management* 30 (4/Winter): 25-44
129. Трпески Љ., (2003), “Пари и банкарство”, Скопје
130. Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M., Основе финансиског менаџмента, Мате , Загреб
131. Филиповски В., (2002), докторска дисертација “Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на економска транзиција”, Економски факултет, Скопје
132. Weiss K., Kumar A. and Seguin PJ, (1993), Price stabilization in the market for new issues *Journal of Financial Economics* 34: 177-197
133. Шајноски К., (2006) “Македонски берзански бум во 2005 година, фикција или реалност”, Скопје
134. Шукаров М. и Ивановски З., (2005), “Хартии од вредност и портфолио менаџмент, Европски универзитет”, Скопје

ИНТЕРНЕТ:

<http://www.wikipedia.org>

<http://www.nyse.com>

<http://www.limun.hr>

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

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

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

<http://www.pwc.co.uk>

БЕРЗИ

www.aex.nl (Амстердам – Euronext)

www.asx.com.au (Австралија)

www.bmv.com.mx (Мексика)
www.borsaitalia.it (Италија)
www.bourse.ch (Швајцарија)
www.bourse-de-paris.fr (Париз- Euronext)
www.bovespa.com.br (Бразил)
www.exchange.de (Германија)
www.klse.com.my (Malaysia)
www.kse.or.kr (Кореја)
www.nasdaq.com
www.nyse.com (Њујорк)
www.sehk.com.hk (Хонг Конг)
www.ses.com.sg (Сингапур)
www.stockex.co.uk (Лондон)
www.bseindia.com
www.tse.com (Торонто)
www.tse.or.jp (Токио)
www.mse.com.mk (Македонија)
www.bvb.ro (Романија)
www.ljse.si (Љубљана)
www.zse.hr (Загреб)
www.belex.rs (Белград)

РЕГУЛАТОРИ

www.consob.it (Италија)
www.sec.gov (Америка)
www.direct.gov.uk (Англија)
www.osc.gov.on.ca (Канада)
www.fsa.go.jp (Јапонија)
www.sec.gov.mk (Македонија)
www.ripe.hanfa.hr (Црна Гора)
www.hanfa.hr (Хрватска)
www.atvp.si (Словенија)
www.sec.gov.rs (Србија)

За ИЈП-и и други законски документи корисни се и следните три сајтови:

www.freeedgar.com (Американски проспекти и законски пополнувања)

www.sedar.com (Канадски проспекти и законски пополнувања)

www.77finance.co.uk (комерцијален сајт)

Општи сајтови за ИЈП (се однесуваат за Америка ако не е наведено поинаку):

www.Bloomberg.com

www.direct-issue.com

www.edgar-online.com/ipoexpress

www.pwc.co.uk

www.IPO.com

www.IPO.ft.com

www.IPO.onvista.de (Германски сајт)

www.ipofinancial.com

www.ipohome.com

www.ipomaven.com

www.ipomonitor.com

www.RestrictedSecurities.com

www.IPOlockup.com