

Marketing inicijalne javne ponude akcija

Ksenija Denčić-Mihajlov

Rezime: Inicijalna javna ponuda akcija (IPO) pruža mogućnost pribavljanja dodatnog kapitala putem mehanizma primarnog tržišta kapitala i predstavlja važnu prekretnicu u životnom ciklusu zatvorenih akcionarskih preduzeća. Broj i vrednost realizovanih IPO transakcija na globalnom nivou se kontinuirano povećava. U isto vreme, zbog postojanja problema potcenjenosti akcija iz inicijalne javne ponude, preduzeća koja se otvaraju ne uspevaju da prikupe željeni iznos kapitala za finansiranje budućeg razvoja. Imajući u vidu limitirani značaj koji se u teoriji i praksi u procesu vrednovanja i trgovanja hartijama od vrednosti dodeljuje marketingu, a posebno promociji, cilj autora u radu je dvostruk. Autor najpre ukazuje na važnost definisanja i faznog sprovođenja adekvatne marketing strategije u IPO procesu, a zatim razmatra uticaj ulaganja u različite instrumente marketinga na smanjenje potcenjenosti akcija i kreiranje vrednosti za akcionare preduzeća koje se otvara putem inicijalne javne ponude akcija.

Ključne reči: inicijalna javna ponuda akcija, otvaranje preduzeća, marketing, promocija, potcenjenost IPO akcija, asimetrične informacije, signaliziranje.

UVOD

Inicijalna javna ponuda (*Initial Public Offering* - IPO) je prvo emitovanje akcija preduzeća koje nije bilo listirano na berzi. Putem inicijalne javne ponude, preduzeće se otvara – iz zatvorenog oblika prelazi u javno otvoreno akcionarsko društvo (engl. *going public*) i može biti listirano/kotirano na berzi. Kroz postupak inicijalne javne ponude akcije se nude najširoj investicionoj javnosti, odnosno zainteresovanim investitorima koji bi novčanim sredstvima kupovali akcije, a preduzeće na taj način pribavlja neophodan kapital za sopstveni razvoj. Inicijalna javna ponuda, dakle, pruža mogućnost pribavljanja dodatnog kapitala putem mehanizma primarnog tržišta kapitala. To je važna prekretnica u životnom ciklusu zatvorenih, privatnih preduzeća, jer ima značajne efekte na strukturu vlasništva i kontrolna prava postojećih vlasnika.

Da bi preduzeće uspešno realizovalo inicijalnu javnu ponudu, neophodno je da ima stabilnu tržišnu i finansijsku poziciju, realne mogućnosti razvoja, zadovoljavajući nivo profitabilnosti, odgovarajuću kadrovsku strukturu, profesionalne, partnerske i kooperativne odnose sa okruženjem, međunarodno sertifikovane procese i proizvode, uspostavljen efikasan mehanizam poslovnog i finansijskog izveštavanja i interne kontrole. Otvaranje se realizuje uz pomoć tima stručnjaka sačinjenog od različitih eksperata (agenta emisije, agencije za odnose sa javnošću, pravnih i poreskih savetnika, revizora i drugih stručnjaka). Preduzeće koje se otvara treba da razvije strategijski prilaz inicijalnoj ponudi akcija (u daljem tekstu IPO) i pre samog početka realizacije inicijalne javne ponude akcija. Takav strategijski prilaz doprinosi porastu atraktivnosti preduzeća kao IPO kandidata. Od ne manjeg značaja u pripreмноj fazi IPO procesa je razmatranje tržišnog nastupa i tajmiranja aktivnosti otvaranja i uloge investicione banke u tom procesu.

Ovaj rad pripada sve atraktivnijoj oblasti izučavanja međuzavisnosti kretanja na tržištu proizvoda i tržištu kapitala. Cilj autora u radu je dvostruk. Prvo, da ukaže na važnost definisanja i sprovođenja adekvatne marketing strategije prilikom realizacije inicijalne javne ponude akcija, i drugo, da pokaže da se ulaganjima u različite marketing instrumente može kreirati vrednost za akcionare preduzeća koje se otvara putem inicijalne javne ponude akcija. U radu je najpre prezentirana dinamika sprovođenja inicijalne javne ponude akcija, da bi se pažnja autora usmerila ka ulozi tržišnog nastupanja preduzeća koje se otvara. S tim u vezi,

analiziran je izbor investicione banke, s obzirom na njen značaj u procesu otvaranja preduzeća. U trećem delu rada prikazane su faze marketing procesa inicijalne javne ponude akcija, sa posebnim osvrtom na tzv. *road show* odnosno proces privlačenja investitora organizovanjem niza kontakata sa ciljem prezentacije preduzeća koje namerava da realizuje inicijalnu javnu ponudu akcija. Analizom uticaja promocije kao metoda signaliziranja koji je alternativa potcenjenosti IPO akcija, autor u četvrtom delu rada pokazuje da marketing vodi kreiranju vrednosti za akcionare IPO preduzeća. Poslednji deo rada sadrži zaključna razmatranja.

1. TOK INICIJALNE JAVNE PONUDE AKCIJA

Postupku otvaranja preduzeća putem inicijalne javne ponude akcija prethode veoma složene pripreme u samom preduzeću. Od najvećeg značaja je ispitati da li su poslovni rezultati i profitabilnost i perspektive razvoja preduzeća dovoljno atraktivni da privuku investitore. Zbog složenosti i dugotrajnosti postupka inicijalne javne ponude akcija, kao i činjenice da ovaj proces uključuje veliki broj internih i eksternih učesnika, isti možemo podeliti na više međupovezanih

aktivnosti koje se mogu grupisati u tri faze: pripremnu fazu, fazu realizacije i fazu stabilizacije tržišta.

U pripreмноj fazi sprovodi se detaljna analiza i preduzeće se, ako je potrebno, restrukturira, sprovode se mere za unapređenja korporativnog upravljanja, priprema se prospekt i ostala dokumentacija i utvrđuje detaljan biznis plan ukoliko on već ne postoji. Zatim se vrši procena vrednosti preduzeća i utvrđuje struktura javne ponude akcija. Osnovna strukturalna pitanja odnose se na veličinu emisije – procenat akcija koje se prodaju, da li se prodaju samo nove ili i postojeće akcije, izbor listinga i tipa investitora i obim njihovog učešća u ukupnoj emisiji. U ovoj fazi se radi i na pozicioniranju firme za realizaciju inicijalne javne ponude akcija. U drugoj fazi se formira sindikat banaka koje će učestvovati u prodaji akcija kod emisija velike vrednosti, priprema se prezentacija za investicione analitičare banaka, štampa se preliminarni prospekt, preduzeće se prezentuje investitorima, ocenjuje se zainteresovanost i prikupljaju nalozi za kupovinu akcija. U finalnoj fazi se određuje početna cena akcija, vrši se alokacija akcija investitorima, štampa konačni prospekt sa početnom cenom i obavlja trgovina akcijama.

U tabeli 1 prikazan je vremenski raspored i međupovezanost aktivnosti u procesu inicijalne javne ponude akcija. Prethodne radnje počinju od nekoliko

TABELA 1: Raspored aktivnosti i tok inicijalne javne ponude akcija

Nedelja	Preth. radnje	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	Posle
Organizaciona i strukturalna pitanja	■															
Sastanak konsultanata	■															
Due dilligence		■	■	■	■	■	■	■					■			
Izrada prospekta		■	■	■	■	■	■	■	■	■		■				
Regulatorni pregled								■	■	■		■				
Izrada ostalih dokumenata								■	■	■	■	■				
Prezentacija sindikata						■										
Pre-marketing							■	■	■							
Objava rezultata istraživanja										■						
Marketing											■	■	■	■		
Road show												■	■	■		
Book building													■	■		
Finalno odobrenje od strane regulat. organa														■		
Utvrđivanje cene														■		
Alokacija akcija														■		
Stabilizacija tržišta															■	
Završetak »lock-up« perioda																■

PRILAGOĐENO PREMA: Geddes R., 2006, str. 56)

nedelja do nekoliko godina pre otpočinjanja IPO procesa. Tamno sivo obojena polja odnose se na radnje pravnog, regulatornog i dokumentacionog karaktera. Svetlo sivo obojena polja predstavljaju marketing aktivnosti, dok se crna polja odnose na aktivnosti koje se realizuju nakon definisanja cene akcija iz inicijalne javne ponude.

U preduzeću koje planira realizaciju inicijalne javne ponude akcija potrebno je, znatno pre samog početka pripremnih radnji, početi sa organizovanjem poslovanja na način kao da to preduzeće već posluje kao otvorena, javna kompanija. Ovde se prvenstveno misli na prihvatanje upravljanja zasnovanog na bazama podataka (*data-based management*), organizovanje redovnih sastanaka upravnog odbora, i kreiranje mehanizama za redovnu komunikaciju sa akcionarima. Drugim rečima, preduzeće-potencijalni kandidat za otvaranje treba da otpočne sa usvajanjem, sa pravnog stanovišta, formalnijeg stila upravljanja. Iskustva iz zemalja sa razvijenim tržištima kapitala ukazuju na to da je adekvatno pre početka realizacije inicijalne javne ponude akcija odrediti osoblje koje će učestvovati u IPO implementaciji i tim konsultanata čiji je zadatak izrada IPO strategije, procena vrednosti preduzeća koje se otvara, definisanje cene ili raspona cene akcija i priprema potrebne dokumentacije za otvaranje. Najznačajniju ulogu u tom delu imaju nezavisni konsultanti, investicione banke i brokersko-dilerska društva.

Nakon izbora investicione banke i kompletiranja *due dilligence* analize, priprema se dokumentacija potrebna za podnošenje zahteva regulatornom telu (Komisija za hartije od vrednosti) u cilju odobrenja registracije nove emisije akcija. Uz zahtev za registraciju i prospekt, preduzeće koje se otvara dostavlja i dodatne dokumente kao što su ugovor sa potpisnikom emisije, osnivački akt i druge dokumente i ugovore koje regulatorno telo tretira kao poverljive informacije. Specifični elementi strukture inicijalne javne ponude akcija su:

- veličina javne ponude,
- broj autorizovanih običnih akcija,
- spisak postojećih akcionara,
- *lockup* ugovori sa ključnim akcionarima i menadžerima,
- način i ciljevi distribucije (postojanje sindikata pokrovitelja),
- izbor simbola koji se se u trgovanju koristiti za akcije,
- izbor berze za listing,
- plan korišćenja finansijskih sredstava prikupljenih putem inicijalne javne ponude akcija.

Najvažniji dokument koji se ispostavlja investitorima pri svakoj novoj emisiji akcija je prospekt. Sadržina i forma prospekta regulisana je aktima regulatornog tela. Prospekt sadrži informacije o novoj emisiji (cena, broj akcija, procedura upisa), poslovanju preduzeća (delatnost, menadžment), kao i finansijske izveštaje koji su bili predmet nezavisne revizije. Sadržaj prospekta varira među nacionalnim zakonodavstvima.

Nakon odobrenja prospekta od strane regulatornog organa, počinje tzv. *road show*, tj. proces privlačenja investitora organizovanjem niza kontakata sa ciljem prezentacije preduzeća koje namerava da realizuje inicijalnu javnu ponudu akcija. Tokom *road show*-a, koji obično traje 2-3 nedelje, organizuju se pojedinačni i grupni sastanci sa institucionalnim (mešoviti, penzioni, investicioni fondovi) i individualnim investitorima, a omogućava se i članovima sindikata potpisnika emisije dobijanje dodatnih informacija o preduzeću koje se otvara putem IPO-a i predloženoj emisiji akcija. Cilj *road show*-a je procena zainteresovanosti investitora za učešće u inicijalnoj javnoj ponudi, pa je ovo i jedna od najznačajnijih aktivnosti u procesu utvrđivanja vrednosti nove emisije akcija i tražnje za IPO akcijama.

Tokom poslednjeg dana zatvaranja inicijalne javne ponude, investiciona banka i preduzeće donose odluku o ceni akcija, a na osnovu informacija dobijenih tokom *road show*-a, strukture i obima podnetih naloga od strane investitora (u slučaju *book building*-a kao načina utvrđivanja cene akcija¹). Proces prodaje IPO

¹ U pogledu načina određivanja cene, inicijalna javna ponuda se može realizovati putem tzv. *book building* metoda, metodom fiksne cene i aukcije. *Book building* proces usmeren je na razdvajanje velikih – institucionalnih i individualnih investitora i određivanje raspona cene, odnosno cene po kojoj će se izvršiti prodaja akcija nakon isteka definisanog roka za dostavljanje ponuda. Ovaj proces, grubo posmatrano, moguće je podeliti u tri faze. U prvoj fazi emitent imenuje za *book runner*-a investicionu banku zaduženu za pokroviteljstvo nove emisije. Zatim se obelodanjuje ukupan broj akcija iz inicijalne javne ponude i opseg (granice) IPO cene. Investiciona banka vrši izbor investitora - potencijalnih kupaca akcija iz nove emisije, koji će izvršiti vrednovanje emisije. U drugoj fazi, investitori vrednuju novu emisiju, nakon čega banka dobija indikacije o karakteristikama buduće tražnje za akcijama iz inicijalne javne ponude. Investitori saopštavaju svoje preferencije u pogledu količine i cene po kojoj su spremni da kupe akcije preko brokera. Konačno, u poslednjoj fazi, utvrđuje se cena po akciji, a nova emisija se alokira na investitore koji su učestvovali u *book building* procesu. Utvrđuje se minimalna cena po kojoj su svi investitori spremni da kupe IPO akcije (*cut-off* cena). Akcije se, logično, usmeravaju ka investitorima koji su ponudili cenu višu od *cut-off* vrednosti, sve dok se ukupna količina akcija ne proda. Opširnije o načinima utvrđivanja cene akcija iz inicijalne javne ponude videti kod: Denčić-Mihajlov K., 2011, str. 66-76.

akcija počinje nakon što je potpisan finalni ugovor za investicionom bankom, određena konačna cena akcija i o istoj obaveštena komisija za hartije od vrednosti.

2. ULOGA INVESTICIONE BANKE U IPO PROCESIMA

Inicijalna javna emisija akcija predstavlja prilično složen i zahtevan proces. Stoga se emitenti najčešće oslanjaju na usluge investicione banke koja obavlja celokupan posao, od ideje do realizacije otvaranja preduzeća. Investiciona banka može da nastupa u ulozi potpisnika (pokrovitelja) emisije (*underwriter*). Tada banka potpisuje emisiju i obavezuje se na otkup akcija od izdavaoca po dogovorenoj ceni, ili se, pak, obavezuje da će otkupiti sve akcije neprodane investitorima na tržištu. Osnovni zadatak investicione banke kao pokrovitelja emisije u IPO postupku jeste da odredi vrstu akcija koje će biti emitovane, cenu po kojoj će se investicionoj javnosti ponuditi akcije i momenat izlaska na tržište. Alternativa je izbor agenta emisije koji će promovisati atraktivnost ulaganja u akcije preduzeća.

Postoji i mogućnost formiranja tzv. sindikata potpisnika, i to u slučaju kada investiciona banka, kao potpisnik emisije, ne želi ili ne može da preuzme celokupan rizik emitovanja i prodaje akcija. Tada se rizik smanjuje formiranjem grupe investicionih bankara koji zajedno učestvuju u prodaji nove emisije akcija. Veličina sindikata zavisi od vrednosti i strukture javne ponude akcija, kao i od postojećih odnosa vodeće investicione banke sa ostalim bankama. Članovi sindikata između sebe odlučuju o predvodniku, koji se uobičajeno naziva lider potpisnika (engl. *lead underwriter*).

Investicione banke određuju opseg u kome se kreće cena akcija iz inicijalne javne ponude (engl. *price spread*). Raspon cene objavljuje se u preliminarnom prospektu ili kratko nakon popunjavanja registracije nove emisije akcija kod komisije za hartije od vrednosti. Veličina respona i visina cene akcija su od velike važnosti za vlasnike preduzeća koja se otvara, jer su to činioci koji određuju visinu finansijskih sredstava koju će emitent dobiti u postupku inicijalne javne ponude akcija. Investiciona banka kao pokrovitelj emisije odlučuje i koji će broj akcija rezervisati za veće odnosno manje institucionalne investitore, kao i za individualne investitore. Pored toga, u dogovoru sa investicionom bankom definiše se i pitanje tzv. prepisa emisije (engl. *overallotment*) i mogućnost da banka ima pravo da prihvati i do 15% akcija preko inicijalno izdatog broja akcija.

Zbog centralne važnosti utrdivanja cene IPO akcija, bitno je poznavati faktore koji opredeljuju investicione banke u postupku determinisanja raspona cene. Jer, raspon cene može ukazati i na nivo neizvesnosti sa kojim se suočavaju uključene strane u procesu otvaranja. Ta neizvesnost potiče prvenstveno iz činjenice da preduzeće-emitent, bez obzira na vrlo uspešnu poslovnu istoriju, nije u prošlosti poslovalo pod strogim okom javnosti, pa je samim tim otvaranje procesa sa neizvesnim posledicama na buduću korporativni uspeh.

Na cenu akcija iz inicijalne javne ponude može da utiče veći broj faktora kao što su situacija na tržištu akcija, cena akcija konkurentskih preduzeća sa sličnim karakteristikama, karakteristike emitenta (veličina, profitabilnost, stopa rasta, tržišni udeo, stepen poverenja investitora), politika investicione banke, imidž preduzeća i menadžment tima. Problem potcenjenosti akcija iz inicijalne javne ponude predmet je istraživanja velikog broja studija. Odgovor na pitanje zašto investicione banke utiču na potcenjenost akcija iz inicijalne javne ponude može se tražiti na više polja. Jedan razlog vezuje se za ulogu investicionih banaka kao potpisnika emisije akcija, pri čemu potpisnik otkupljuje celokupnu emisiju i prodaje je javnosti po unapred utvrđenoj ceni snoseći rizik neuspeha prodaje (Ibbotson R. et al., 1988, 1994.). U slučaju previsoke cene za dati volumen akcija, investicione banke neće biti u mogućnosti da prodaju celokupnu emisiju akcija, pa su stoga motivisane da cena iz inicijalne javne ponude bude dovoljno niska kako bi garantovala zadovoljavajuću tražnju za akcijama.

Drugo objašnjenje vezuje se za postojanje dugoročnih odnosa između investicionih banaka i institucionalnih investitora, za razliku od veze koja se uspostavlja između banke i preduzeća-emitenta, a koja je uglavnom ograničena trajanjem IPO procesa. Naime, potcenjenost akcija iz inicijalne javne ponude, koja omogućava institucionalnim investitorima visoke profite, obezbeđuje investicionim bankama klijente na dugi rok (Ritter J.R, Welch I., 2002).

Empirijsko istraživanje Daily- ja i saradnika (Daily R. et al., 2005) potvrđuje da investicione banke predstavljaju ključni faktor u procesu determinisanja cene iz inicijalne javne ponude. Iako se može pretpostaviti da informacije kojima se stiče uvid u kvalitet emitenta i hartije od vrednosti, a koje se prezentuju u preliminarnom ("crvena haringa" – engl. *red herring*) i konačnom prospektu prilikom registracije nove emisije kod komisije za hartije od vrednosti, imaju veliki značaj pri utrdivanju raspona cene akcija iz inicijalne javne ponude, pomenuto istraživanje to demantuje. Mada

je zajednička priprema prospekta od strane menadžmenta i investicione banke kompleksan i dugotrajan proces, podaci koje prospekt nudi, kao što su osnovni podaci o emitentu i o emisiji, poslovnoj i razvojnoj politici emitenta, nisu od velikog informacionog značaja za potpisnike emisije prilikom utvrđivanja cene akcija. Kako Daily et al. (2005) pokazuju, informacije o statusu osnivača, udelu akcija u posedu osnivača/menadžera nakon otvaranja preduzeća, sastavu, veličini i renomeu upravnog odbora, veličini, starosti i profitabilnosti preduzeća nisu od strategijskog značaja za investicione banke i ne reflektuju se u ceni akcija iz inicijalne javne ponude. Do zaključka o delimičnoj inkorporisanosti javnih informacija kroz cenu akcija iz inicijalne javne ponude dolaze i Beveniste i Spindt (Beveniste L., Spindt P.1989), Loughran i Ritter (Loughran T., Ritter J., 2004), Lowry i Schwert (Lowry M., Schwert W., 2004), što dovodi u pitanje efikasnost procesa utvrđivanja cena IPO akcija.

Pored uloge u određivanju vrstu akcija koje će biti emitovane i cene po kojoj će se investicionoj javnosti ponuditi akcije, investiciona banka preuzima i niz drugih aktivnosti u vezi sa plasmanom inicijalne javne emisije akcija kao što su (Vunjak N., Kovačević Lj., 2009, str. 80-81):

- dobijanje dozvole za emisiju,
- oglašavanje prodaje emisije,
- ostale marketing aktivnosti u vezi emisije,
- prijem pismenih izjava o upisu hartija od vrednosti,
- prijem uplata i izdavanje potvrda o primljenim uplatama,
- štampanje hartija od vrednosti,
- raspodela i uručivanje hartija od vrednosti akcionarima.

Kada jednom počne sa prodajom akcija iz inicijalne javne ponude, posao investicione banke (pokrovitelja) nije završen. Investiciona banka se tada okreće poslovima kreiranja i stabilizacije tržišta. Završetak procesa otvaranja zatvorenog preduzeća obezbeđuje sa jedne strane svež kapital za kompaniju, a sa druge strane nove investicione mogućnosti za javnost.

Investicione banke obezbeđuju veoma vredne informacije za menadžere IPO kompanije, koji najčešće nemaju prethodno iskustvo sa ovim kompleksnim, obično dugotrajnim i rizičnim procesom. Izbor investicionih bankara vrši se na osnovu njihove reputacije, iskustva u datoj grani, namere emitenta u vezi investitora koji će kupovati akcije iz inicijalne javne ponude i sl.

Na izbor investicione banke koja će učestvovati u realizaciji inicijalne javne ponude akcija utiče više faktora, među kojima kao najznačajnije treba navesti sledeće (Sherman A., 2005, str. 215-217):

- *Zahtevi koje investiciona banka postavlja u vezi sa veličinom nove emisije akcija.* Većina banaka razmatra angažovanje u inicijalnim javnim ponudama akcija onih preduzeća koja su dostigla određenu veličinu, nivo profitabilnosti i posluju određen vremenski period.
- *Vrednost emisije.* Neke investicione banke definišu minimalnu vrednost inicijalne javne ponude akcija ispod koje ne razmatraju angažovanje u ovim transakcijama.
- *Specijalizacija za određenu delatnost.* Određene investicione banke razvile su svoju reputaciju i ekspertizu u posebnim delatnostima. Specijalizacija utiče na kvalitet *due dilligence* procesa, tačnost u vrednovanju nove emisije akcija i sposobnost u pronalaženju zainteresovanih investitora.
- *Kapacitet za analizu i istraživanje.* Sposobnost pokrovitelja da izvrši IPO analizu u određenoj industrijskoj grani određuje uspešnost vrednovanja akcija iz inicijalne javne ponude i realizacije *road show-a*, kao i trgovanje akcijama u post-transakcijskom periodu.
- *Potencijali distribucije.* Investiciona banka kontroliše i utiče na kanale distribucije akcija iz inicijalne javne ponude. Stoga je bitno izabrati investicionu banku koja će uspeti da proda celokupnu novu emisiju i to u najkraćem mogućem periodu.
- *Očekivani novo saradnje između preduzeća i investicione banke.* Poželjno je da preduzeće uspostavi kontakt sa investicionom bankom najmanje šest meseci pre realizacije inicijalne javne ponude akcija. Tokom IPO procesa, rukovodstvo preduzeća treba da ima poverenje u investicionu banku, njenu kompetentnost, zalaganje i kredibilitet.
- *Opređenje za tip investitora.* Neke investicione banke orijentisane su u svom radu ka individualnim, a neke ka institucionalnim investitorima. Tip kupaca akcija određuje marketing strategiju inicijalne javne ponude akcija.
- *Podrška preduzeću u post-IPO periodu.* Investiciona banka pruža preduzeću niz usluga u post-transakcijskom periodu, kao što su usluge market mejkera, kupovina akcija za svoj račun, informisanje tržišta o preduzeću koje se otvara putem inicijalne javne ponude akcija i dr. Kako je preduzeću koje se otvara od velikog značaja postojanje dubokog i likvidnog tržišta akcija, uloga investicione banke

kao market mejkera je u post-IPO periodu veoma značajna.

- *Reference investicione banke.* O performansama investicione banke - potencijalnog kandidata za pokrovitelja inicijalne javne ponude akcija, može se suditi uvidom u listu kompletiranih javnih ponuda akcija u kojima je banka učestvovala u bliskoj prošlosti, kao i kontaktom sa investitorima sa kojima banka saraduje.
- *Reputacija i kvalitet sindikata ili grupe pokrovitelja kojoj pripada investiciona banka.* - Treba naglasiti da je u procesu inicijalne javne ponude akcija izbor učesnika obostran. I investiciona banka pažljivo bira svoje klijente, potencijalna IPO preduzeća. Može se desiti da investiciona banka odbije učešće u onim transakcijama otvaranja preduzeća čija je vrednost ispod određenog iznosa, ili za koje misli da bi narušili njenu reputaciju.

3. MARKETING INICIJALNE JAVNE PONUDE AKCIJA I STABILIZACIJA TRŽIŠTA

Marketing nove emisije običnih akcija predstavlja kompleksan proces koji se može podeliti u tri faze:

- pre-marketing faza u kojoj se investitori pripremaju za novu emisiju akcija;
- formalna marketing faza koja počinje emisijom prospekta;
- utvrđivanje cene akcija, alokacija i distribucija akcija.

Inicijalna faza posvećena je edukaciji investitora koji se upoznaju sa preduzećem emitentom i delatnošću kojom se ono bavi. Osnovni dokument u kome su date ove informacije publikuje se od strane brokera i distribuira investitorima do 8 nedelja pre samog datuma emisije. Za vreme dok investitori analiziraju ovaj izveštaj, vodeća investiciona banka i konsultanti za odnose sa investitorima zajedno sa menadžmentom preduzeća-emitenta pripremaju se za sledeću marketing fazu koja počinje publikovanjem preliminarnog prospekta.

U slučaju inicijalnih javnih ponuda akcija velike vrednosti, preliminarni prospekt se objavljuje 4 do 5 nedelja pre samog utvrđivanja cene IPO akcija. Preliminarni prospekt sadrži skoro sve informacije o preduzeću-emitentu i novoj emisiji akcija kao i konačni prospekt. Izuzetak čini cena IPO akcija koja se određuje kasnije. Nakon emisije preliminarnog prospekta,

menadžment počinje sa prezentacijama institucionalnim investitorima i analitičarima, koje su poznate pod nazivom *road show*. U ovoj fazi se institucionalni investitori izjašnjavaju o interesovanju za kupovinu akcija iz inicijalne javne ponude. Sa približavanjem dana utvrđivanja cene akcija, indicirani raspon cene IPO akcija se sužava, što omogućava pokrovitelju usklađivanje cene akcija sa tražnjom investitora.

Utvrđivanje cene IPO akcija je posebno osetljivo područje upravljanja procesom otvaranja preduzeća. U slučaju najvećeg broja inicijalnih javnih ponuda, cena akcija se određuje u očekivanju da će promet tokom prvog dana trgovanja akcijama otpočeti po ceni koja je u proseku na nivou od oko 10% viša od inicijalne cene IPO akcija. Inicijalne javne ponude akcija visokorizičnih kompanija (Internet kompanije, biotehnologije i sl.) karakteriše i viši nivo potcenjenosti IPO akcija.

Poslednja, treća faza marketinga nove emisije akcija obuhvata utvrđivanje cene IPO akcija i njihovu alokaciju shodno isporučenim nalogima investitora. Alokacija akcija je, pored utvrđivanja cene IPO akcija, veoma važna za uspeh inicijalne javne ponude akcija, ne samo za trgovinu na sekundarnom tržištu, već i za održavanje stabilne i jake baze vlasnika (Geddes R., 2006, str. 61). Alokacija se najčešće realizuje između tri do četiri klase investitora: male grupe krupnih investitora koji mogu da utiču na odluke menadžera (engl. *core investors*), drugih investitora koji su dugoročno vezani za preduzeće, privatnih klijenata i kratkoročnih berzanskih trgovaca (engl. *short-term traders* ili *stags*) koji kupuju IPO akcije sa namerom da ih vrlo brzo prodaju po višoj ceni (čime poboljšavaju likvidnost IPO akcija).

Ukoliko je inicijalna javna emisija akcija preplaćena (engl. *over-subscribed*), pokrovitelj emisije može na dva načina pristupiti alokaciji IPO akcija:

- izvršiti raspodelu akcija na proporcionalnoj osnovi, ili
- izvršiti raspodelu slučajnim izborom koristeći glasačku kutiju (u tom slučaju se investitori čiji se listić ne izvuče iz kutije smatraju neuspešnim i njima se vrši povraćaj uloženog novca).

Još jedna značajna uloga pokrovitelja emisije odnosi se na stabilizaciju cena akcija nakon realizacije procesa otvaranja preduzeća, tj. neposredno nakon alokacije IPO akcija. Stabilizacija se sprovodi sa prvenstvenim ciljem da olakša distribuciju akcija tokom perioda ponude, i obično traje do 45 dana nakon alokacije akcija. Postoje razvijeni mehanizmi stabilizacije cena IPO akcija koje primenjuje investiciona banka

kroz aktivnosti manipulacije cenom na tržištu koja je dozvoljena samo u ovom slučaju.

Preduzeće emitent, u cilju obezbeđenja maksimalne fleksibilnosti u stabilizaciji tržišta, obično dodeljuje vodećem pokrovitelju (sindikatu pokrovitelja) tzv. *greenshoe* opciju². Ovom opcijom pokrovitelju emisije omogućava se kupovina dodatnih IPO akcija od emitenta (u iznosu do 15% od ukupne IPO vrednosti) po istoj ceni i uslovima koji su važili tokom inicijalne distribucije IPO akcija. Rok trajanja ove opcije je obično 30 dana. Ukoliko dođe do rasta cene akcija u periodu od 30 dana nakon nove emisije (ako tražnja bude viša od očekivane), pokrovitelj će iskoristiti mogućnost iz *greenshoe* opcije i kupiti akcije da bi pokrio svoju kratku poziciju na tržištu. U slučaju pada cene IPO akcija, opcija neće biti realizovana.

Može se desiti i da pokrovitelj proda više akcija iz javne ponude od broja koji je bio inicijalno ponuđen javnosti, kreirajući na taj način kratku poziciju na tržištu (pokrovitelj vrši prepis akcija, tj. prodaje akcije koje ne poseduje – engl. *overallot*). Ukoliko tokom perioda prodaje dođe do pada cene IPO akcija, zadatak pokrovitelja je da kreira tražnju (kupi akcije – engl. *to fill* « *short position*), čime se sprečava pad cene akcija. Odredba koja je sastavni deo ugovora između emitenta i pokrovitelja, a koja daje pravo pokrovitelju da proda IPO akcije i nakon perioda trajanja ponude, naziva se riversna *greenshoe* opcija. Ova opcija koristi se za stabilizaciju cene akcija u slučaju pada tražnje za IPO akcijama u post-IPO periodu. Pokrovitelj realizuje opciju tako što kupuje IPO akcije na tržištu po nižoj ceni i prodaje ih emitentu po višoj ceni.

U fazi stabilizacije tržišta obično je na snazi sporazum o zabrani prodaje akcija (engl. *lock-up agreement*), koja važi za određene klase akcionara (većinski vlasnici, menadžeri), a koja traje od 6 meseci do 2 godine. To je ugovor između postojećih vlasnika preduzeća i pokrovitelja emisije kojim se akcionarima zabranjuje prodaja akcija bez saglasnosti potpisnika emisije u unapred određenom periodu nakon realizacije IPO-a. Ugovor o blokadi predstavlja skup signal upućen tržištu jer se njegovim sprovođenjem smanjuje likvidnost ulaganja postojećih akcionara. Uz to, *lock-up* ugovor može služiti i kao mehanizam zadržavanja akcionara u preduzeću u određenom periodu nakon njegovog otvaranja (engl. *bonding mechanism*).

Iako period blokade obično traje 180 dana (Bradley D. et al., 2001), insajderi su često spremni da im i

u dužem periodu bude blokirana trgovina akcijama. Arthurs J. et al. (2009) ukazuju da duži period blokade predstavlja ponekad »poslednje utočište« preduzeću u situacijama kada ostali signali kvaliteta IPO preduzeća nisu na raspolaganju. Ugovaranjem dužeg *lockup* perioda smanjuje se neizvesnost u pogledu *going concern* vrednosti sa kojom se suočavaju IPO investitori, a samim tim, može se očekivati niži nivo potcenjenosti IPO akcija. Arthurs J. et al. (2009) ispituju i prirodu relacije između dužine *lockup* perioda i nivoa potcenjenosti IPO akcija. Ovi autori dolaze do zaključka da ona preduzeća koja se suočavaju sa većom neizvesnošću po pitanju *going concern* vrednosti mogu smanjiti nivo potcenjenosti IPO akcija ugovaranjem dužeg perioda blokade sa postojećim akcionarima.

Prema Kuhn-u (Kuhn R., 1990, str. 269), promociona kampanja, kao i sve marketing aktivnosti koje joj prethodne ili slede, je ključna za uspeh inicijalne javne emisije akcija. Najvažniji cilj je stimulisati tražnju investitora za akcijama, odnosno kreirati tražnju koja će biti veća od ponude akcija. Za razumevanje prethodno navedenog, neophodno je uočiti međuzavisnost između aktivnosti marketinga inicijalne javne ponude akcija koje prethode procesu utvrđivanja cene IPO akcija, inicijalnog prinosa investitora i koristi koje razne interesne grupe ostvaruju u procesu otvaranja preduzeća. U cilju rasvetljavanja ovih relacija, od značaja je pomenuti istraživanja Ljungqvista i sardnika (Ljungqvist A. et al. 2006) i Derriena (Derrien F., 2005).

Istraživanje Ljungqvist et al. (2006) relevantno je za razumevanje značaja promocije za osiguranje uspeha IPO procesa. Ovi autori polaze od toga da postoje dve grupe investitora: iracionalni investitori (engl. *sentiment investors*) i regularni (institucionalni) investitori. Kako je emitent u obavezi da ponudi jedinstvenu cenu po kojoj će se prodavati akcije iz inicijalne javne ponude, investicioni bankar prilagođava visinu cene tako da trgovanje u post IPO periodu samo delimično reflektuje vrednovanje iracionalnog (loše obaveštenog) investitora. To pruža priliku institucionalnim investitorima da ostvare profit u kratkom periodu prodajući IPO akcije. U krajnjem slučaju, i emitent i stalni klijenti investicione banke (institucionalni investitori), imaće koristi od prisustva iracionalnih investitora.

Derrien (2005) u svom istraživanju takođe polazi od postojanja dve grupe investitora - institucionalnih i individualnih (engl. *noise traders*, koji su pandan iracionalnim investitorima u modelu Ljungqvista i sardnika). Za razliku od prethodnog modela koji je fokusiran na definisanje nivoa IPO cene od strane investicione banke, Derrien pažnju usmerava na troškove

² Naziv ove opcije potiče od imena kompanije *Green Shoe* koja je prvi put primenila ovaj mehanizam stabilizacije cena IPO akcija.

stabilizacije tržišta u post-IPO periodu. Ključni parametar Derrienovog modela je prevelik optimizam individualnih investitora u pogledu kretanja cena akcija IPO preduzeća u budućem periodu, koji je određen ternutnim stanjem na tržištu. Derrien polazi od pretpostavke da investicione banke određuju IPO cenu na onom nivou koji će omogućiti emitentu da profitira prodajući akcije grupi optimističkih investitora. Zaključak autora je da je tražnja individualnih investitora u jakoj korelacionoj vezi sa tržišnim uslovima u vreme plasiranja inicijalne javne ponude akcija, kao i da ta tražnja u velikoj meri određuje cenu akcija i dugoročni prinos na IPO akcije.

Istraživanja Ljungqvist-a et al. (2006) i Derrien-a (2005) pokazuju da emitenti i stalni klijenti investicionih banaka ostvaruju benefite od prisustva iracionalnih investitora koji nerealno visoko vrednuju IPO akcije. Međutim, ovi autori ne razmatraju mogućnost da investicione banke mogu promovisati emisiju akcija iz inicijalne javne ponude kako bi podstakle iracionalne investitore da izađu na tržište. Realizacijom ovih aktivnosti investicione banke bi igrale ulogu marketing agenta za svoje klijente (emitente). Cook i saradnici (Cook D., 2006) upravo ističu da investicione banke promovišu inicijalne javne ponude akcija upravo onda kada nameravaju da podstaknu iracionalne investitore da ulažu u kupovinu IPO akcija. Privlačenje ovih investitora putem promotivnih aktivnosti je korisno kako za emitente, tako i investicione banke i za institucionalne investitore kao regularne klijente investicione banke.

4. POTCENJENOST IPO AKCIJA I PROMOCIJA KAO ALTERNATIVNE METODE SIGNALIZIRANJA

Potcenjenost akcija je fenomen koji prati proces otvaranja preduzeća. U proseku, akcije iz inicijalne javne ponude se nude na prodaju po ceni koja je ispod tržišne cene. Nivo potcenjenosti se obično računa kao procentualna razlika između cene po kojoj se akcije prodaju investitorima i cene po kojoj se nakon toga njima trguje na sekundarnom tržištu.

U sedištu problema potcenjenosti akcija iz inicijalne javne ponude je odgovor na pitanje ko poseduje informacije, koje informacije i kada poseduje. Da li informisani investitori znaju više o vrednosti IPO akcija od potpisnika emisije (kako na primer tvrde Rock K., 1986; Benveniste L. and Spindt P., 1989), ili potpisnik poseduje superiornije informacije u odnosu na emitenta (slučaj principal-agent modela Baron

D.P., Holmström B, 1980), ili pak emitent i investiciona banka poseduju informacije o vrednosti akcija ali se dobrovoljno odlučuju za nižu cenu od realne u cilju signaliziranja (Welch I., 1989) ili smanjenja rizika pokretanja parnica (Hughes P.J., Thakor A., 1992). Dilema je i da li je potcenjenost način kreiranja viška tražnje za akcijama iz inicijalne javne ponude, koja je poželjna čak i u uslovima simetričnih informacija.

Teorijski modeli fenomena potcenjenosti IPO akcija kao osnovu najčešće imaju informacionu asimetriju i signaliziranje (opširnije kod: Denčić-Mihajlov K., 2012, str. 108-127). Inicijalne javne ponude akcija obično su praćene značajnom informacionom asimetrijom. Zbog postojanja informacione asimetrije, IPO preduzeća često otežano ukazuju na svoje razvojne sposobnosti potencijalnim investitorima, zbog čega ovi imaju teškoće prilikom ocene vrednosti nove emisije akcija. Asimetričnost informacija se može uočiti između različitih tipova investitora na tržištu kapitala, između potpisnika emisije i emitenta IPO akcija, ali i između investitora i investicione banke.

Emitent poseduje privatne informacije o sadašnjoj vrednosti budućeg novčanog toka IPO preduzeća koje su nedostupne investitorima. Visoko kvalitetna IPO preduzeća imaju interes da se izlože dodatnim troškovima signaliziranja kako bi se na tržištu distancirala od nisko kvalitetnih preduzeća koja takođe nameravaju da se otvore putem inicijalne javne ponude akcija. Ukoliko kvalitetna preduzeća ne šalju signale na tržište, postojanje asimetričnih informacija će dovesti do pogrešne selekcije na IPO tržištu. Da bi signal bio koristan, kao prvo, mora biti uočljiv na tržištu, a zatim mora biti ili skup ili težak za imitiranje od strane drugih IPO preduzeća. Na primer, značajan signal u slučaju inicijalnih javnih ponuda akcija bio bi procenat zadržavanja vlasništva od strane originalnih akcionara. Što je taj procenat veći, to znači da će akcionari u post-IPO periodu svesno podneti veći rizik (na nediversifikovano ulaganje), što je pozitivan signal za novodolazeće akcionare da se radi o IPO projektu veće vrednosti (odnosno nižeg rizika). Kao drugi mogući signali navode se angažovanje prestižnih investicionih banaka, učešće riziko kapitala i sl.

Signaliziranje smanjuje verovatnoću pojave negativne selekcije. Tokom IPO procesa, eksterni investitori su zabrinuti zbog posledica negativne selekcije iz razloga što ne poseduju dovoljno informacija o budućim investicionim ulaganjima IPO preduzeća, niti o kredibilitetu menadžment tima. Bez potrebnih signala, nezvesnost sa kojom se suočavaju investitori je visoka i vodi visokoj potcenjenosti akcija iz inicijalne javne ponude. Za kvalitetna IPO preduzeća, ovaj diskont

u prodajnoj ceni predstavlja bespotrebno izgubljena finansijska sredstva koja su mogla biti racionalno investirana. Stoga se takva preduzeća mogu odlučiti da unapred plate premiju u vidu visokih provizija pokrovitelju emisije, čime se šalje signal investitorima da IPO preduzeće ima solidne potencijale razvoja.

Promocija je alternativni način signaliziranja u odnosu na potcenjenost akcija. U praksi, podaci o realnoj unutrašnjoj (engl. *intrinsic*) vrednosti preduzeća na tržištu kapitala mogu se dobiti korišćenjem podataka sa tržišta proizvoda, preciznije informacija iz promotivnih kampanja konkretnog preduzeća.

Poznato je da marketing aktivnosti mogu generisati vrednu aktivu, kao što su prepoznatljiv brend, ili lojalni potrošači, i kreirati buduće novčane tokove i zdravu finansijsku poziciju preduzeća³. Izdaci u pre-marketing fazi mogu obezbediti informacije o fer vrednosti preduzeća i smanjiti informacionu asimetriju prisutnu prilikom realizacije inicijalne javne ponude akcija. Kako Luo (Luo X., 2008) ističe, neopipljiva aktiva koja se stvara primenom raznih marketing instrumenata pomaže u obezbeđivanju informacija o fer vrednosti preduzeća koje se otvara. Izdaci za marketing čiji je cilj građenje brenda, mogu biti u funkciji finansijskih hedžing ugovora prilikom ulaska na nova tržišta, služiti kao barijera u odnosu na konkurenciju, ali i kao visoko specijalizovani informacioni kanal koji vodi višem stepenu likvidnosti i povećanom interesovanju investicione javnosti za vlasničkim učešćem u IPO preduzeću (McAlister L., Srinivasan R., Kim K., 2007). Ovim putem se se redukuje volatilitnost odnosno rizik budućih novčanih tokova. Ukoliko preduzeće koje se otvara i pokrovitelj nove emisije ne uzmu u obzir finansijske implikacije navedenih marketing izdataka, vrednost IPO preduzeća biće znatno umanjena, a takođe i obim tražnje za akcijama iz inicijalne javne ponude. Kao posledica toga, doći će do povećanja nivoa potcenjenosti akcija iz inicijalne javne ponude i smanjenog obima trgovanja u toku prvog dana njihovog prometa na organizovanom tržištu kapitala.

Prethodno navedeni teorijski stavovi potvrđeni su i u empirijskom istraživanju Luo-a (Luo X., 2008) na primeru 1981 IPO-a realizovanog u priodu 1996.-2005. godine. Istraživanje je potvrdilo postojanje inverzne realicije između marketing izdataka i potcenjenosti akcija iz inicijalne javne ponude. Naime, izdaci u pre-marketing fazi značajno su smanjivali nivo potcenjenosti akcija analiziranih preduzeća. Stoga Luo

zaključuje da marketing aktivnosti vode kreiranju vrednosti za akcionare preduzeća koje se otvara putem inicijalne javne ponude akcija.

Broj i ukupna vrednost transakcija javne ponude akcija značajno su varirali tokom poslednjih pedeset godina. Iako su inicijalne javne ponude fenomen poznat u korporativnoj praksi još 1960-ih godina, tokom poslednje decenije XX veka one predstavljaju dominantan način pribavljanja kapitala za privatne kompanije u SAD-u. Nagli skok broja i vrednosti IPO-a beleži se kasnih 1990-ih sa porastom popularnosti akcija Internet kompanija. Prema istraživanjima Rajan-a i Servaes-a (Rajan R., Servaes H., 1997, 2003), Lerner-a i saradnika (Lerner J. et al., 2003) i Pagano-a i saradnika (Pagano M. et al., 1998), razni oblici tržišnih imperfekcija u uskoj su relaciji sa nivoom IPO aktivnosti. Lerner et al. (2003) uočavaju da periodi nepovoljnih uslova za emitovanje akcijskog kapitala od strane privatnih (zatvorenih) kompanija, forsiraju ove firme da se otvaraju i prihvataju manje pogodne finansijske aranžmane za svoj razvoj. Sa druge strane, Pagano et al. (1998) ističu da kompanije realizuju IPO prvenstveno da bi iskoristile pogodnosti precenjenosti akcija na nivou industrije, dok je finansiranje potreba za budućim razvojem sekundarni faktor IPO transakcija. Različita objašnjenja varijacija u agregatnoj vrednosti i broju IPO transakcija nailazimo u okviru više hipoteza, kao što su npr. hipoteza o potrebama za kapitalom, hipoteza o informacionoj asimetriji i hipoteza o osetljivosti investitora (Lowry M., 2003).

Varijacije u aktivnosti otvaranja preduzeća na globalnom nivou mogu uticati i na jačinu veze između marketing izdataka u pre-IPO marketing fazi i nivoa potcenjenosti akcija iz inicijalne javne ponude. Kao što je poznato iz finansijske literature, veći (manji) broj realizovanih IPO-a u jednoj industrijskoj grani, znači i postojanje povoljnih (nepovoljnih) makro tržišnih uslova za realizaciju IPO-a u konkretnoj grani. U tom smislu, Derrien i Womack (Derrien F., Womack K., 2003) uočavaju da je u procesu vrednovanja IPO preduzeća i privlačenja investitora za kupovinu IPO akcija, na manje aktivnim tržištima kojima investitori nisu previše zainteresovani za ulaganje u vlasničke hartije od vrednosti, od većeg značaja oslanjanje na neopipljivu aktivu (kao što su poznati brend ili lojalnost potrošača) kreiranu marketing aktivnostima. Može se očekivati da na manje aktivnim i tzv. »uspavanim«³ tržištima, na kojima se realizuje manji broj otvaranja putem inicijalne javne ponude akcija, izdaci u pre-marketing fazi, čiji je neposredni cilj povećanje nivoa i smanjenje volatilitnosti novčanih tokova, utiču posredno i na smanjenje potcenjenosti IPO akcija.

³ O značaju strategijskog upravljanja brendom za efiksnost korporativne strategije videti kod: Stanković Lj. i Đukić S., 2006.

UMESTO ZAKLJUČKA

Za razliku od ekonomija razvijenih zemalja Zapadne Evrope, SAD-a i Japana, u kojima je proces finansiranja putem inicijalnih javnih ponuda zastupljen više decenija, ili ekonomija centralno i istočno-evropskih država u kojima se pojava inicijalnih javnih ponuda vezuje za pristup Evropskoj uniji, finansiranje rasta i razvoja ovim putem u Srbiji još uvek nije prisutno. Činjenica je, međutim, da na strani preduzeća, ali i na strani tržišta kapitala, postoje jasno izraženi interesi za procesima otvaranja.

Razlozi prelaska iz zatvorene u otvorenu kompaniju su različiti, počevši od rasta i razvoja preduzeća, preko olakšanog pristupa izvorima finansiranja i obezbeđenja veće likvidnosti uloga postojećih vlasnika. Nakon otvaranja, preduzećima u Srbiji bila bi dostupna šira lepeza izvora finansiranja, pribavljanje kapitala pod povoljnijim uslovima i stvaranje fleksibilnije finansijske strukture⁴. U slučaju domaćih preduzeća, IPO bi doprineo povećanju konkurentne prednosti, ali i prepoznatljivosti, vidljivosti, prestižu na tržištu, i generalno poboljšanom javnom imidžu preduzeća.

Međutim, da bi preduzeće moglo uspešno da se otvori, neophodno je da pored adekvatne veličine ima stabilno finansijsko stanje, vodeću poziciju na tržištu, realne mogućnosti razvoja, zadovoljavajući nivo profitabilnosti, odgovarajući kadrovski potencijal, uspostavljen sistem finansijskog izveštavanja i interne kontrole, odnosno da je spremno da isti brzo primeni u svom poslovanju. Činjenica je da na srpskom tržištu ima takvih preduzeća, ali je takođe poznato da inicijalne javne ponude akcija nisu prisutne u praksi finansiranja na domaćoj korporativnoj sceni. Razloge ovakvom stanju moguće je tražiti kako u opštem ekonomskom okruženju, izabranom metodu i efektima privatizacije, vlasničkoj strukturi srpskih preduzeća, tako i u složenom mehanizmu i visokim troškovima i rizicima otvaranja (Malinić D. i Denčić-Mihajlov K., 2010).

Na srpskom tržištu, IPO kandidati bila bi preduzeća koja su tržišni lideri i imaju vodeću poziciju ili

potencijal da postanu vodeće kompanije na tržištu. To su preduzeća koja pripadaju atraktivnim sektorima, odnosno delatnostima sa značajnim potencijalom za rast, kao što su telekomunikacije, finansije, trgovina, prehrana ili farmaceutika. Kandidati za otvaranje su profitabilna preduzeća sa pozitivnim trendom poslovanja, sa efikasnim, iskusnim menadžment timom koji bi trebalo da bude posvećen realizaciji složenog procesa otvaranja. Takva preduzeća, premda realno postoje, najčešće nemaju potrebu za dodatnim eksternim kapitalom, ili su ograničenja i troškovi IPO procesa tako veliki da u odnosu na njih potrebe za kapitalom nisu u toj meri izražene.

Iskustva u pogledu realizacije procesa otvaranja preduzeća putem inicijalnih javnih ponuda akcija na razvijenim tržištima kapitala značajna su za sprovođenje ovih procesa na domaćem (plitkom i nelikvidnom) tržištu. Razmatranja u radu upravo ukazuju na postojanje međuzavisnosti finansijskih i marketing odluka i značaj aktivnosti u pre-marketing i marketing fazi za uspešnu realizaciju javne ponude hartija od vrednosti. O ovoj međuzavisnosti svedoče i neuspeli pokušaji nekih otvorenih javnih društava da putem javne ponude prikupe neophodni kapital. Značaj adekvatnog definisanja i sprovođenja marketing strategije u IPO procesima od strane domaćih preduzeća dolazi posebno do izražaja imajuću u vidu da bi se taj proces odvijao u uslovima lošeg ekonomskog stanja privrede i stanovništva, izrazite nesigurnosti investitora i niskog nivoa akcionarskog, i generalno, korporativnog obrazovanja. Ne treba zanemariti ni problem potcenjenosti akcija iz inicijalne javne emisije, koji povećava verovatnoću uspešne realizacije IPO-a, ali uslovljava i dodatne troškove (propuštene prilive finansijskih sredstava) za preduzeće koje se otvara. Iskustva iz korporativne prakse razvijenih zemalja upravo pokazuju da promocija može biti u funkciji signaliziranja, tj. da se promocijom mogu obezbediti informacije o fer vrednosti preduzeća koje se otvara i smanjiti informaciona asimetrija prisutna prilikom realizacije inicijalne javne ponude akcija.

⁴ Opširnije o motivima potencijalnih transakcija otvaranja na domaćoj korporativnoj sceni kod: Marinković S. et al., 2012.

Reference:

1. Arthurs, J.; Busenitz, L; Hoskisson, R. and Johnson, R. (2009), „Signaling and initial public offerings: The use and impact of the lockup period”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 24, str. 360–372.
2. Baron, D.P; Holmström, B. (1980), „The investment banking contract for new issues and asymmetric information: delegation and the incentive problem”, *Journal of Finance*, Vol. 35, str. 1115–1138
3. Benveniste, L., Spindt, P. (1989), „How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, str. 343–361.
4. Bradley, D.; Jordan, B.D.; Yi, H.C. and Roten, I.C. (2001), „Venture Capital and IPO Lockup Expiration: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Research*, Vol. 14, str. 465 - 492.
5. Cook, D.; Kieschnick, R. and Van Ness, R. (2006), „On the marketing of IPOs”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, str. 35–61.
6. Daily, C.; Certo, S. and Dalton, D. (2005), „Investment bankers and IPO pricing: does prospectus information matter?”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 20, str. 93–111.
7. Denčić-Mihajlov, K. (2011), „Upravljanje procesom inicijalne javne ponude akcija: izbor metoda utvrđivanja cene akcija”, *Računovodstvo*, No. 9-10, str. 66-76.
8. Denčić-Mihajlov, K. (2012), *Inicijalna javna ponuda akcija*, Ekonomski fakultet, Niš.
9. Derrien F. and Womack, K. (2003), „Auctions Versus Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets”, *Review of Financial Studies*, Vol. 16, No. 1, str. 31–61.
10. Derrien, F. (2005), „IPO pricing in “hot” market conditions: who leaves money on the table?”, *Journal of Finance*, Vol. 60, str. 487–521.
11. Geddes, R. (2006), *An Introduction to Corporate Finance (transactions and techniques)*, John Wiley & Sons Ltd, New York.
12. Hughes, P.J. and Thakor, A. (1992) „Litigation risk, intermediation, and the underpricing of initial public offerings”, *Review of Financial Studies*, No. 5, str. 709–742.
13. Ibbotson, R. et al. (1988), „Initial public offerings”, *Journal of Applied Corporate Finance* No. 1, str. 37–45.
14. Ibbotson, R. et al. (1994), „The market’s problems with the pricing of initial public offerings”, *Journal of Applied Corporate Finance*, No. 7, str. 66–74.
15. Kuhn, R. (1990), *Investment Banking: The Art and Science of High-Stakes Dealmaking*. Harper and Row, New York.
16. Lerner, J. et al. (2003), „Do equity financing cycles matter?: evidence from biotechnology alliances”, *Journal of Financial Economics* Vol. 67, No.3, str. 411–446
17. Ljungqvist, A., Nanda, V. and Singh, R. (2006). „Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing”. *Journal of Business*, Vol. 79. No.4, str. 1667-1702.
18. Loughran, T. and Ritter, J. (2004), „Why has IPO underpricing increased over time”, *Financial Management*, Vol. 33, str. 5–37.
19. Lowry, M. (2003), „Why does IPO volume fluctuate so much?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, p.3–40.
20. Lowry, M. and Schwert, W. (2004), „Is the IPO pricing process efficient?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 71, p. 3–26.
21. Luo, X. (2008), „When Marketing Strategy First Meets Wall Street: Marketing Spendings and Firms’ Initial Public Offerings”, *Journal of Marketing* Vol. 72, str. 98–109.
22. Malinić, D., Denčić-Mihajlov, K. (2010), „Proces otvaranja preduzeća: izazovi za srpsku korporativnu praksu”, *Ekonomika preduzeća*, Vol. 58, No. 7-8, str. 261-276.
23. Marinković, S., Ljumović, I., Stojković, D. (2012), „Going public and initial public offering: an exploratory study of motives from Serbian companies”, *Industrija*, Vol. 40, No. 2, str. 125-143.
24. McAlister, L., Srinivasan, R. and MinChung K. (2007), „Advertising, Research and Development, and Systematic Risk of the Firm”, *Journal of Marketing*, Vol. 71, str. 35–48.
25. Pagano, M., Penetta, F. and Zingales, L. (1998), „Why do companies go public? An empirical analysis”, *Journal of Finance*, Vol. 53, str. 27–64.
26. Rajan, R. and Servaes, H. (1997), „Analyst following of initial public offerings”, *Journal of Finance*, Vol. 52, str. 507–530.
27. Rajan, R. and Servaes, H. (2003), „The effect of market conditions on initial public offerings” in: McCahery, J., Renneboog, L. (Eds.), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-tech Firms*. Oxford: Oxford University Press.
28. Ritter, J.R. and Welch I. (2002) „A review of IPO activity, pricing, and allocations”, *Journal of Finance*, Vol. 57, No.4, str. 1795–1828.
29. Rock, K. (1986) „Why new issues are underpriced”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, str. 187–212.
30. Sherman, A. (2005), „Global Trends in IPO Methods: Book Building versus Auctions With Endogenous Entry”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, No.3, p. 615-649.

31. Stanković, Lj., Đukić, S. (2006), „Strategic brand management in global environment”, *Facta Universitatis, Series: Economics and Organization*, Vol. 3, No. 2, str. 125 – 133.
32. Vunjak N., Kovačević, Lj. (2009) *Finansijska tržišta i berze*. Izdavači: “Proleter” A.D. Bečej, Ekonomski Fakultet Subotica, Nezavisni Univerzitet Banja Luka, Čigoja-Beograd.
33. Welch, I. (1989), „Sequential sales, learning, and cascades”, *Journal of Finance*, Vol. 47, str. 695–732.

Abstract:

Marketing of Initial Public Offering

Ksenija Denčić-Mihajlov

The initial public offering offers the ability to obtain additional capital through the mechanism of the primary capital market and represents an important milestone in the life-cycle of privately-held corporations. The value and the number of realized IPO transactions at the global level are increasing. At the same time, due to IPO underpricing problem, the companies that are going public fail to collect requested amount of capital to fund future growth. Given the limited importance granted to marketing, and especially promotion, in the theory and practice in the process of evaluating and trading securities, the author addresses

two subjects in this paper. Firstly, the author emphasizes the importance of defining and implementing appropriate marketing strategies in the initial public offering process, and secondly, discusses the impact of marketing expenditures in various instruments to reduce IPO underpricing and create value for shareholders of the company that is going public through the initial public offering.

Key words: initial public offering, going public, marketing, promotion, IPO underpricing, asymmetric information, signaling.

Kontakt:

dr Ksenija Denčić-Mihajlov, vanredni profesor
Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu
Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, Niš
ksenijadm@gmail.com