

## Mehanizmi inicijalne javne ponude akcija na berzama Centralne i Istočne Evrope

Dorđević Zoran<sup>1</sup>

**Sažetak:** Tokom poslednje dekade XX veka zemlje Centralne i Istočne Evrope (CIE) od kojih su većina bile tadašnje socijalističke centralno-planske ili samoupravno-tržišne privrede, otpočele su proces tranzicije i prelazak na slobodne tržišne privrede razvijenih institucija, vladavine prava i demokratskih sloboda. Naredni korak za ovu grupu zemalja je bio proces pristupanja članstvu Evropske unije koji je kulminirao i njihovim uspešnim priključivanjem 2004. godine. Takvo pristupanje relativno slabije razvijenih privreda sa drugačijim privrednim ustrojtstvom i prelazak na tržište je uslovio potrebu i nužnost snažne ekonomske integracije sa privredama EU i na globalnom planu. Mehanizam inicijalne javne ponude akcija (IJP) na berzama CIE koje čine formalnu integrativnu poslovnu grupaciju kroz strateški horizont doprinosi rastu berzanskih investicija. Rad je usmeren na analizu savremene literature koja je usmerena na ekspanziju mehanizama IJP na ovim berzama u funkciji rasta stope kapitalizacije, jačanje grupacije berzi CIE, uz sve snažnije trendove integracije berzi sa vodećim u Evropskoj uniji i u svetu.

**Ključne reči:** inicijalna javna ponuda akcija / berza / Centralna i Istočna Evropa / grupacija berzi / privredni rast

### UVODNI DEO

Aktuelna svetska ekonomska kriza je promenila odnose unutar globalnih i regionalnih finansijskih tržišta, malih i velikih, snažnih i slabih. Osetna posledica krize je i sve veća konkurencija, pa se vodeće berze (prevashodno se misli na berze SAD i najrazvijenije evropske berze) suočavaju sa sve većom konkurencijom. Finansijska kriza tokom poslednje dekade XX veka je imala neposredne efekte negativnog pojačavanja na one zemlje u razvoju koje su bile blisko povezane sa globalnim fi-

---

<sup>1</sup> Ministarstvo odbrane Republike Srbije, Beograd, Birčaninova br. 5,  
e-mail: zoran@djordjevic.co.uk

nansijskim tržištima, pošto je kapital počeo bekstvo u sigurne luke i poreske rajeve, a posebno iz privreda zemalja u razvoju ka Sjedinjenim Američkim Državama (SAD). Ovaj inicijalni uticaj globalne ekonomske krize je bio manje naglašen na nacionalnom nivou, u meri u kojoj su tavke privrede bile slabije integrisane na globalnom planu kroz međunarodna finansijska tržišta. Sa produblivanjem ekonomske krize na globalnom nivou, što je pratilo oštro zamrzavanje kredita i slom kreditnih tržišta, posebno hipotekarnog u SAD, opadanje vrednosti finansijskih instrumenata na berzama širom sveta, uz vrtoglavi pad vrednosti privatnog bogatstva, realne ekonomije zemalja u razvoju su sve više ulazile u krizu. U poslednjoj fazi realne ekonomske krize tokom prethodnih par godina zemlje u razvoju su postajale sve više ugrožene, što se posebno očituje tokom prve dekade XXI veka (Karshenas, 2009). Sa druge strane, bivše komunističke i socijalističke evropske, ali i azijske zemlje otvorile su svoje ekonomije i liberalizovale tokove kapitala, stvarivši osnovu za razvoj finansijskih tržišta i nacionalnih ekonomija. Imajući ovo u vidu, inicijalna javna ponuda akcija (IJP), koja predstavlja prvo emitovanje akcija, izuzetno je atraktivna transakcija za kompanije koje na ovaj način žele da pređu u javna otvorena akcionaraska društva, iz nekog od zatvorenih oblika.<sup>2</sup>

Za javne kompanije sa snažnom kapitalizacijom iznad 250 miliona američkih dolara i dalje će biti atraktivne vodeće berze u svetu, dok će za uspešne, ali manje visoko efikasne privatne kompanije, zanimljivije biti berze u Centralnoj i Istočnoj Evropi. U suštini, sve nacionalne berze sa prostora bivših jugoslovenskih republika suočiće se sa velikom konkurencijom vodećih berzi iz regiona CIE u domenu uspešnih kompanija koje razmatraju inicijalnu javnu ponudu kao mogućnost prelaska u otvoreno akcionarsko društvo. Kompanijama srednje veličine iz regiona jugoistočne Evrope, geografska pozicija nije primarni kriterijum pri opredeljenju za inicijalnu javnu ponudu na berzama Centralne i Istočne Evrope, već je to mogućnost za jednostavnije i efikasnije uspostavljanje uspešne poslovne saradnje, planirani uspeh IJP i nakon toga efikasno i stabilno kotiranje akcija u produženom vremenskom periodu, uz relativno niže troškove kotacije i ostale regulatorne troškove koji se svakako moraju uzeti u obzir.

## CILJ I METODE ISTRAŽIVANJA

Originalnost ideje vezane za inicijalnu javnu ponudu akcija leži u činjenici da ova transakcija skladno spaja elemente finansijskih tržišta, investicija i finansijskih in-

<sup>2</sup> Šire o teorijskom modelu inicijalne javne ponude akcije, regulatornom okviru na nacionalnom i globalnom planu, ulozi investicionih banaka, gotovinskoj ponudi, sindikatu investicionih banaka u: Ljutić, 2007.

strumenata sa teorijom i praksom korporativnih finansija.<sup>3</sup> Cilj je kreiranje modela strateškog menadžmenta i tima vodećih izvršnih rukovodilaca koji su sposobni da ostvare visoke stope rasta i profita u kontekstu strateške orijentacije ka uspešnoj inicijalnoj javnoj ponudi. Dakle, pred rukovodstvom kompanije stoje veoma odgovorni i složeni ciljevi, počev od pripreme i registracije IJP preko njene uspešne realizacije na tržištu kroz upis i uplatu akcionara, završno sa uspešnim kotiranjem na berzi, pri čemu se vodi računa da nakon uspešne IJP, ako su akcije potcjenjene sa ciljem da ponuda uspe, ipak ne nastupe velika kolebanja cena akcija, što nije dobar tržišni indikator.

Top menadžeri firme potencijalnog emitenta prvo pripremaju finansijske iskaze koji su predmet visoko kredibilne eksterne revizije sa ciljem da ih uspešno prihvate regulatori finansijskih tržišta i investitori. Sledeći korak je usklađivanje sa pravnom i ostalom profesionalnom i institucionalnom regulativom u kompaniji i van nje. U svemu tome menadžment vodi računa da se blagovremeno i adekvatno zaštititi od neprijateljskih preuzimanja i da se poboljša kvalitet korporativnog upravljanja i korporativne društvene odgovornosti (Dedeić, 2005). Time se jača poslovni ugled i atraktivnost IJP, odnosno kasnije samih akcija firme na berzi/berzama.

Firme u regionu CIE imaju mogućnost da finansiraju svoje investicije na nekoliko načina/modaliteta. Mogu koristiti, na primer, zadržane zarade - neraspoređene prihode, novčane pozajmice od banaka, koristiti zajednički kapital ili mogu odlučiti da izađu na berzu i da pokušaju da uspešno realizuju IJP. Svaka od ovih mogućnosti ima svoje prednosti i nedostatke, tako da su vodeće efikasne firme u dilemi da li je bolje i ne pristupati IJP jer u slučaju neuspeha nastaju veoma veliki problemu u sferi korporativnih finansija i strateškog finansijskog menadžmenta.

Izvođenje prve javne ponude (engl. *initial public offer* - *IPO*) zahteva kompleksne i koordinirane pripremne radnje firme. U trenutku kada se firma odluči da izađe na berzu obično je potrebno 3 do 12 meseci pripreme pre nego što uđe u taj proces, s toga je to generalno za tu firmu vremenski veoma zahtevan proces koji je skup.

Sam izlazak na berzu ima značajne i često dalekosežne posledice na firmu. U praksi, takvih primera ima dosta. Jedan od najočitijih je posledica da će se vlasnička i finansijska struktura firme drastično promeniti. Firma je u mogućnosti da prikupe kapital koristeći sigurno tržište jednom kada bude istaknuta na listingu berze. Firme ne samo da mogu da prikupe kapital kada izađu na berzu već i kasnije izdavanjem novih konsektivnih emisija akcija. Međutim, očigledno je da ima dosta motiva za izlazak na berzu. Svakako da ne postoje samo prednosti od izlaska na

<sup>3</sup> Šire u: Veselinović i Vunjak, 2011.

berzu već takođe i nedostaci, posebno takvi koji se ne mogu uvek i sa sigurnošću predvideti. Ponekad su ti nedostaci toliko nepremostivi za firmu, da joj u tom slučaju nije preporučljivo da ulazi u taj proces. Stoga je bitno da firma u okviru svojih finansijskih projekcija i budžetiranja sagleda buduću finansijsku i operativnu poziciju.

Iako je izlazak na berzu veoma važan događaj, on u finansijskom svetu dobija malo pažnje u literaturi, posebno u empirijskoj analitičkoj sferi. Interes za ovaj fenomen se povećava u regionu CEI i možemo očekivati više istraživanja u bliskoj budućnosti. Upravo ovaj rad ima cilj da ukaže na potrebu takvih istraživanja kroz formiranje teorijske uvodne rešetke.

Osnovno pitanje, odnosno hipoteza je zbog čega se firme odlučuju da izađu na berzu i emituju akcije kroz primarnu emisiju, koji su to motivi, koje su karakteristike firmi koje izlaze na berzu i kako se one razlikuju od sličnih firmi koje ne izlaze na berzu. U tom pristupu je veoma značajan put između odluke da se izađe na berzu i aktuelne ponude na berzi, a imajući u vidu, kao što je pomenuto ranije, da je ovo dug put na kojem treba doneti mnoštvo kompleksnih menadžerskih odluka. Zatim ćemo analizirati, na osnovu postojeće teorijske literature, koje su prednosti i nedostaci izlaska na berzu, predstavimo postojeće dokaze na osnovu savremene literature o tome zašto bi ili ne firme trebale da izađu na berzu.

Dok se globalna finansijska kriza pokretala sredinom 1990-ih godina prošlog veka, svoje prve inicijalne efekte je pokazala tek sredinom 2007. godine, a oni su kulminirali već u 2008. Trendovi na svetskim berzama kapitala koje su visoko povezane brzo su pokazali strmoglave padove. Usledili su krahovi velikih finansijskih institucija, nestabilnost nekih nacionalnih vlada, tako da su čak i najbogatije zemlje počele da primenjuju pakete finansijskog spašavanja, koji su uglavnom neefikasni, što ipak izlazi iz okvira ovih razmatranja. Aktivnost na berzama, posebno mehanizmi IJP nisu predmet obuhvata nacionalnih finansijskih ni globalnih finansijskih statistika (MMF), tako da je moguće ograničeno koristiti izvedene statističke podatke i serije za period kada je to bila sfera interesovanja Međunarodnog monetarnog fonda, uglavnom zaključno sa 2008. godinom.<sup>4</sup>

U izboru berzi u regionu CIE koje će biti predmet analiza na osnovu ovog rada, ključni element će biti raspoloživost, preciznije neraspoloživost podataka, upravo zbog činjenice da nema direktnih statističkih izvora i pokazatelja, već se jedino

<sup>4</sup> Šire o dimenzijama globalne finansijske krize, posebno o aspektima uticaja na svetski finansijski sistem, sekjuritizaciju i krizu subprajm zajmova u SAD, kreiranje novih rizika, aspekte socijalne krize, kontekst krize, regionalne i nacionalne aspekte, pravce kritičkog preispitivanja i reformi na globalnom i regionalnom planu u: Shah, 2010.

mogu koristiti podaci i informacije iz izvedenih analiza najčešće globalnih i regionalnih finansijskih institucija, komercijalnih banaka i naučnih institucija koje su institucionalno povezane sa navedenim vodećim globalnim finansijskim institucijama. Za odabrane statističke analize istraživačima su raspoloživi podaci za tri berze: varšavsku, prašku i budimpeštansku, a delom gde smo to mogli i za šest berzi, pored navedene tri, još i ljubljansku, bečku, estonsku.

Regulativa i operacije na berzama u SAD jesu bile i ostaju ugledni model za zemlje Evropske unije. To posebno važi za berze u zemljama Centralne i Istočne Evrope koje su u velikoj meri, osim bečke, ponovo pokrenute uz veoma izdašnu tehničku pomoć američke vlade i institucija. Istovremeno, veliki uticaj SAD je imao značajne efekte ne samo na ove berze već i na berze Evropske unije i njenu berzansku regulativu. Za buduća istraživanja su aspekti regulatornog i supervizorskog regulisanja berzi u Centralnoj i Istočnoj Evropi u kontekstu inicijalne javne ponude i potom kotacije akcija ključni za sagledavanje načina pripreme emisije, uspešnog plasmana i nakon toga kotiranja i trgovanja, kao veoma značajnih pratećih investicionih usluga. Istraživanja koja slede nisu primarno usmerena na aspekte analize kompleksne pravne regulative i njenog sprovođenja u praksi, te stoga i nećemo procenjivati i porediti dva načina berzanskog trgovanja – evropski, to jest kontinentalan i američki, posebno ako se ima u vidu da predmet ovih istraživanja nisu tržišta finansijskih derivata, aspekti neadekvatne likvidnosti i kretanja kapitala među berzama, već integracija i zajednička snaga i nastup berzi CIE u funkciji podizanja efikasnosti inicijalnih javnih ponuda akcija.<sup>5</sup>

## **ELABORACIJA POTREBE I ZNAČAJA BUDUĆIH ISTRAŽIVANJA**

Analitički posmatrano veoma su bitni razlozi - poslovni motivi zašto firme izlaze na berzu kroz IJP i koji faktori imaju uticaja na ovu odluku. Prvi korak je analiza savremene naučne literature, odnosno teorijskih modela, sa ciljem da se objektivno sagledaju i objasne stvarni motivi za i protiv izlaska na berzu. U narednim fazama analize istraživači treba se usmere na empirijske dokaze i kvantitativna dokazivanja, odnosno odbacivanja radnih hipoteza o motivima firmi za IJP na berzama CIE. Za teorijski okvir, odnosno platformu može poslužiti ovaj rad koji se zalaže za takva istraživanja. U prvoj fazi je potrebno kreirati kratak opis nacionalnih finansijskih tržišta, da bi se u narednoj fazi elaborirala sama teorija inicijalne javne ponude akcija i otkupa kompanija. Analiza samog procesa IJP će omogućiti precizno sagledavanje prednosti i nedostataka inicijalne javne ponude i otkupa kompanija.

<sup>5</sup> O mogućnostima poređenja regulative hartija od vrednosti u Evropi i u SAD vidi u: Boskovic, Cerutti i Noel, 2010. Naš prethodni stav potvrđuje i izvor: Christenesen, Hail i Leuz, 2011.

Sledeći analitički korak je obuhvatno sagledavanje svih relevantnih aspekata vezanih za proces inicijalne javne ponude, kao i moguće implikacije za finansijska tržišta u okruženju i šire, u Centralnoj i Istočnoj Evropi.

Na berzama u bivšim jugoslovenskim republikama, od koji su dve već članice EU (Slovenija, Hrvatska), uglavnom se kotiraju akcije iz programa privatizacije. Akcije sa navedenim karakteristikama se po bazičnoj klasifikaciji ne mogu smatrati tipom hartija od vrednosti koje proističu iz modela inicijalne javne ponude akcije, te će ova inovacija biti od velikog značaja odnosno uvođenje mehanizma IJP na dotične berze. Budući da je reč o novoj, ali aktuelnoj temi, analiza u ovom radu treba da doprinese afirmaciji ove teme u domaćim stručnim i naučnim krugovima. Polazeći od cilja ovog preglednog uvodnog teorijskog rada, cilj je dolaženje do zaključka koji je adekvatan model strukturiranja inicijalne javne ponude za berze u Centralnoj i Istočnoj Evropi. To će biti osnov da se ponude predloži i okvirne smernice koje bi ukazale na projekciju budućeg razvoja mehanizma IJP. Doprinos ovog rada je predlog modela u okviru koga će se razraditi osnovni elementi organizacije, menadžmenta i korporativnog upravljanja u funkciji efikasne pripreme kompanija za inicijalnu javnu ponudu, odnosno za njen izlazak na primarno emisiona tržište. Cilj je da se analiziraju motivi i mehanizmi kompanija koje treba da donesu stratešku finansijsku odluku o pristupanju inicijalnoj javnoj ponudi akcija na berzama Centralne i Istočne Evrope. Ovim putem, sami emitenti će dobiti prve informacije o perspektivama emitovanja akcija na navedenim berzama, kasnijem kotiranju i načinu poslovanja u periodu kotiranja. U tome su bitni motivi izlaska firmi da se kotiraju na berzi i faktori koji imaju uticaja na ovu odluku.

## **ZNAČAJ I ULOGA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA U ZEMLJAMA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE**

### ***Tržište javnog kapitala***

Tržišta kapitala, odnosno berze kapitala jesu mesta na kojima se sreću kvalifikovani kupci i prodavci kapitalnih hartija od vrednosti. Sam proces trgovanja je u suštini izbor optimalne investicione alternative u okviru koga kupci i prodavci tragaju za najpovoljnijom kontra stranom. Berze u svetu, takođe u EU i u zemljama Centralne i Istočne Evrope poseduju osnovne, veoma značajne bazične karakteristike:<sup>6</sup>

<sup>6</sup> O osnovnim konceptima i definicijama mikrostrukture finansijskih tržišta najbolje je videti u: *Appendic 2.3 Basic Concepts and Definitions in Financial Market Microstructure*, str. 273; Arnold, 2002, str. 56.

- *da se inicijalne javne ponude mogu uspešno realizovati*, što znači da postoji spreman kapital koji je visoko motivisan da se investira u korporativni rast uspešnih firmi potencijalnih emitenata;
- *likvidnost*, koju karakteriše transparentno trgovanje, uz slobodno formiranje cena akcija na osnovu kretanja ponude i tražnje, da investitori mogu relativno lako, brzo i efikasno da ulaze i izlaze sa tržišta;
- *transparentnost*, što podrazumeva javnu prirodu finansijskih transakcija, uz efikasan pristup svih transaktora informacijama od značaja za trgovanje;
- *ekonomski indikatori*, odnosno vodeći ekonomski indikatori koji ukazuju na trendove trgovine i cena;
- *regulisanje odnosa rizika i povraćaja po osnovu investicija* kroz inicijalnu javnu ponudu akcija (upravo je motiv grupacije berzi Centralne i Istočne Evrope da to postanu visoko organizovana i regulisana berzanska tržišta koja servisiraju potrebe investitora ne samo iz ovog regiona nego i znatno šire, čak i na regionalnom i globalnom planu, upravo takvih investitora koji tragaju za višim stopama povraćaja na svoja ulaganja kroz pristup visoko organizovanim, likvidnim, regulisanim i transparentnim tržištima za investiranje, a što je upravo cilj ove grupacije).

Berza je tržišno mesto gde se odigrava „fer igra“, na primer, gde investitori i brokери ne mogu imati koristi na uštrb drugih učesnika – svi igrači su na „istom nivou igre“. Pored toga, ovo tržište je u toj meri i tako regulisano kako bi se izbegle zloupotrebe i prevare, a istovremeno je omogućeno da se dovoljno slobodno izvedu transakcije. Takođe, na berzi je prisutan veliki broj kupaca i prodavaca, a sve u cilju efikasnog određivanja cena akcija i pružanja dovoljne likvidnosti (Arnold, 2002, str. 58).

### ***Tržište kapitala***

Društvo koje emituje javnu ponudu hartija od vrednosti naziva se javno akcionarsko društvo, dok ono koje ne vrši takvu emisiju naziva se nejavno akcionarsko društvo.<sup>7</sup> Termin javno društvo koristi nacionalni Zakon o tržištu kapitala.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Vidi definiciju novog Zakona o privrednim društvima iz 2011. godine, dok su prema prethodnom Zakonu o privrednim društvima iz 2004. ova društva zvala zatvorena i otvorena društva (Vasiljević, 2011, str. 248-249).

<sup>8</sup> „Službeni glasnik RS“, br. 31/2011, čl. 1, st. 1, t. 43.

Tržište kapitala je važan izvor sredstava za početničke firme (engl. *Start-up*), privatne firme na srednjem tržištu, firme u finansijskim poteškoćama i javne firme.<sup>9</sup> Ove firme učestvuju na tržištima da bi prodavale svoje hartije od vrednosti potencijalnim investitorima. Tržište privatnog kapitala može se organizovati u dva podnivoa:

- organizovano tržište i
- neformalno tržište.

Organizovano tržište se sastoji od kapitalnih investicija kojima se profesionalno upravlja i u kojima se ostvaruju veliki vlasnički udeli i preuzima aktivna uloga u nadgledanju i savetovanju u vezi sa portfolio kompanijama. Neformalno tržište, s druge strane, se karakteriše značajnim učešćem i uticajem insajderskog trgovanja, insajderskih transaktora koji ostaju najveća i skoncentrisana grupa vlasnika, na primer, tamo gde vlasništvo nije skoncentrisano među spoljnim investitorima.

### ***Analiza bitnih razlika između tržišta privatnog i javnog kapitala u zemljama CIE***

**Tabela 1.** Razlika između privatnog i javnog kapitala.

Kapital privatnih firmi koje se uglavnom ne kotiraju na berzama – preduzetnički kapital <sup>10</sup>	Kapital preduzeća koja se kotiraju na berzi
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Direktno ugovaranje transakcija između investitora i kompanija;</li> <li>- ne postoje propisani zahtevi u vezi poverljivih informacija, finansijskih izveštaja itd.;</li> <li>- investitori izvode samostalno i nezavisno svoja istraživanja i analize kompanije;</li> <li>- investitori će generalno posedovati akcije sve dok se kompanija ne proda ili izađe na javni listing;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Akcije se kupuju i prodaju preko uspostavljene berze;</li> <li>- akcije može kupiti svako;</li> <li>- anvestitori su slobodni da prodaju akcije u bilo koje vreme, mnogi od njih su kratkoročni špekulanti;</li> <li>- anvestitorima je dozvoljen pristup samo informacijama koje su zahtevane od kompanije, koje kompanija odabere da učini javno dostupnim;</li> </ul>

<sup>9</sup> U anglosaksonskoj literaturi je široko korišćen termin tržište privatnog kapitala. Vidi: Slee, 2011. Privatno tržište kapitala je koncept koji je relativno savremen i koji su uveli stručnjaci za vrednovanje firmi. Najčešće su to firme u SAD, srednje veličine, sa godišnjim prometom od 10 do 150 miliona dolara.

<sup>10</sup> Preduzetnički kapital jeste vrsta novčane investicije koje eksterni investitori direktno ili preko posrednika ulažu u firme koje počinju da posluju, uobičajeno i mala i srednja preduzeća, koja po njihovoj oceni poseduju potencijal izuzetnog rasta. Preduzetnički kapital je stoga veoma značajan izvor finansiranja takvih poduhvata sa značajnim tržišnim i finansijskim perspektivama, koji nemaju pristup institucionalizovanim i visoko regulisanim tržištima kapitala. Tipično su ovakva ulaganja visoko rizična za investitore, ali istovremeno obećavaju natprosečne prinose, odnosno stope povraćaja. Videti definiciju u: *Finance Glossary, The online dictionary of financial terms.*



<ul style="list-style-type: none"> <li>- bliska veza između kompanije i investitora;</li> <li>- investitori su obično zastupljeni u odborima kompanije;</li> <li>- sporazum o vlasništvu nad akcijama upravlja vezama između kompanija i investitora;</li> <li>- odbori privatnih kompanija su u mogućnosti da ograniče transfere postojećih akcija i prema tome imaju veću kontrolu nad osnovom udela u akcijama.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- veze između investitora će postati udaljenije, s obzirom da će kompanija imati veoma veliki broj investitora, od koji svaki ima mali udeo;</li> <li>- kotirane kompanije će imati nezavisne direktore zadužene za čuvanje interesa većine deoničara, ali investitori generalno neće imati predstavnike u odboru;</li> <li>- odbor kompanije neće imati moć da spreči bilo koga da kupi njene akcije.</li> </ul>
---	--

## ZAKLJUČAK

U prvoj i tokom polovine druge dekade XXI veka ekonomska i finansijska kriza u Evropi i svetu se produbljuje. Konkurencija među berzama u EU je sve veća, pri čemu novoformirane berze grupacije CIE tek treba da opstanu, a ne samo da uspeju. Raste pritisak da se smanjuju troškovi IJP i kotacije, da se uvode novi mehanizmi trgovanja akcijama, da se povećava transparentnost poslovnog i finansijskog izveštavanja, kontinuirano automatsko trgovanje. Vodeće globalne berze favorizuju trgovine velikog obima, zbog svoje poslovne efikasnosti, što je takođe i korist gigantskih investitora. Na drugoj strani, relativno mali potencijalni emitenti kroz mehanizme IJP traže svoje mesto na tržišnim „nišama“ berzi Centralne i Istočne Evrope. U odnosu na Srbiju, berze CIE su gigantske, ali u poređenju sa konkurentima iz EU su nerazvijene, sa niskom stopom tržišne kapitalizacije i malim prometom. Ako se tome doda da su to sve zemlje koje su u institucionalnom problemu u procesu formiranja (relativno slaba pravna zaštita, nizak nivo zaštite manjinskih investitora, odsustvo institucionalnih investitora), što su sve razlozi koji su prepreka ekspanziji ovih berzi, odnosno uspešnim inicijalnim javnim ponudama.

## MECHANISM OF INITIAL PUBLIC OFFERING AT THE CIE EXCHANGES

Djordjevic Zoran

**Abstract:** *During the last decade of the 20<sup>th</sup> century, Central and East European (CEE) countries, most of which at that time had centrally planned economies or self-government market socialist economies, entered the transition process and transformed into free market economies, with developed public institutions, rule of law, democratic freedom and human rights. The next step for these countries was the accession to the European Union (EU) which resulted in their succe-*

*ssful membership in the EU in 2004. The accession process of relatively weaker national economies with a different economic, market, government and social infrastructure and transition to the EU market created a precondition and necessity for a strong integration process with EU economies on the global scale. The mechanism of initial public offering (IPO) at the CEE stock markets, which embodies a formal integration business group, from a strategic perspective contributes to the growth of stock market investments. This paper is focused on the analysis of contemporary literature on the expansion of IPO financing mechanism in these stock markets aimed at the increase of capitalization rate, strengthening of CEE stock markets, coupled with increasingly powerful trends of integration of national stock markets with the leading counterparts in EU and the world.*

**Key words:** *initial public offering, shares / stock exchange / Central and Eastern Europe / Stock Market Group / economic growth*

## LITERATURA

1. Appendic 2.3 Basic Concepts and Definitions in Financial Market Micro-structure.
2. Arnold, G. (2002). *Corporate Financial Management*, Harlow, Pearson Education Limited
3. Boskovic, S., Cerutti, C., Noel, M. (2010). *Comparing European and U.S. Securities Regulations: MiFID versus Corresponding U.S. Regulations*. World Bank Working Paper No. 184.
4. Christenesn, H. B., Hail, L., Leuz, C. (January 2011). *Capital Market Effect of Securities Regulation: Hysteresis*, 15.06.2012
5. *Finance Glossary, The online dictionary of financial terms*. Preuzeto sa: <http://www.finance-glossary.com/index.php?keyword=venture+capital>
6. [http://siteresources.worldbank.org/ECAEXT/Resources/258598-1256842123621/6525333-1263245503321/European\\_US\\_SecuritiesRegulations.pdf](http://siteresources.worldbank.org/ECAEXT/Resources/258598-1256842123621/6525333-1263245503321/European_US_SecuritiesRegulations.pdf), 23.12.2012.
7. <http://www2.warwick.ac.uk/fac/sci/dcs/research/em/publications/phd/smaad/files/appendix2-3.pdf>
8. Karshenas M. (26 June, 2009). *The Impact of Global Financial and Economic Crisis on LDC Economies*, United Nations Office of the High Representative for the Least Developed Countries, Landlock Developed Countries and Small Island Developing States(UN-OHRLLS). Preuzeto sa: <http://www.ony.unu.edu/media/reportonldcs25june09event.pdf>, 23.12.2012.

9. Ljutić, B. Ž. (2007). *Bankarsko i berzansko poslovanje: Investicioni pristup*. Beograd: Magistar biznis administracije – MBA Press Inc. ISBN: 86-903871-6-1. Str. 179-189.
10. Shah, A. (December 11, 2010). *Global Financial Crisis*. "Global Issues". Preuzeto sa: <http://www.globalissues.org/article/768/global-financial-crisis> 23.12.2012.
11. Slee, R. T. (2011). *Private Capital Markets-Valuation, Capitalization, and Transfer of Private Business Interests*. John Wiley and Sons.
12. Službeni glasnik RS br. 31/2011, čl. 1, st. 1 tač.
13. Vasiljević M. (2011). *Kompanisko pravo. Pravo privrednih društava*. Šesto izmenjeno i dopunjeno izdanje. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu
14. Veselinović, B., Vunjak, N. (2011). *Poslovne finansije - teorija i praksa*. Novi Sad: Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.