

*Mr Vladimir Marjanski, asistent
Pravnog fakulteta u Novom Sadu*

RASPODELA HARTIJA OD VREDNOSTI NUĐENIH JAVNOM PONUDOM

Sažetak: *Raspodela hartija od vrednosti predstavlja postupak kojim se određuje broj hartija od vrednosti koji će pripasti svakom investitoru pojedinačno, koji ih je prethodno upisao ili podneo zahtev za upis. Pitanje raspodele postaje aktuelno kada upisnici – investitori¹, usled prekobrojnog upisa (tzv. „prebukiranosti“ emisije), ne mogu steći onaj broj hartija od vrednosti koji su „poručili“. Za postupak raspodele se vezuju dva ključna pitanja. Prvo, da li emitent ili društvo za pružanje investicionih usluga (npr. emisiona banka ako se emisija odvija posredstvom nje), trebaju da imaju potpunu slobodu prilikom izbora metode raspodele (princip autonomije volje) ? Drugo, da li su i u kojoj meri oni dužni da o metodu raspodele obaveste potencijalne investitore? U članku ćemo pokušati da damo odgovor na ova pitanja. Osim toga, biće izvršena i analiza standarda koji se moraju poštovati prilikom vršenja osnovne i dodatne raspodele hartija od vrednosti (eng. overallotment), kao i vršenja opcije pokrića dodatno upisanih hartija od vrednosti (eng. green shoe option). Na kraju će biti predložena nova rešenja za domaće pravo.*

Ključne reči: *raspodela, dodatna raspodela, green shoe opcija, hartije od vrednosti, javna ponuda, emisija.*

¹ U daljem tekstu će biti korišćeni termini investitori ili ulagači budući da predmet javne ponude mogu biti nove, kada je u pitanju upis, ali i postojeće hartije od vrednosti, kada je u pitanju kupovina (npr. od pokrovitelja emisije, koji ih je prethodno upisao u svoje ime).

1. Uvodne napomene – postavljanje problema

Kada istekne rok koji je predviđen za upis hartija od vrednosti po prethodno upućenom javnom pozivu tj. po završetku trajanja javne ponude, utvrđuje se broj upisanih² i uplaćenih hartija od vrednosti i vrši se ocena uspešnosti emisije. Ocena uspešnosti emisije, međutim, predstavlja posebno pitanje i zavisi od različitih faktora – važećih propisa, kriterijuma koji su utvrđeni u prospektu, javnoj ponudi itd. Nezavisno, međutim, od ocene uspešnosti emisije, u pogledu broja upisanih hartija od vrednosti u konkretnom slučaju postoje 3 mogućnosti: da emisija bude podupisana tj. da bude upisan manji broj hartija od vrednosti od onog koji je bio utvrđen u javnoj ponudi, da bude upisan tačno onaj broj „hartija“ koji je i „ponuđen“ (matematički takva mogućnost predstavlja retkost u slučaju upućivanja javne ponude)³ ili da emisija bude prebukirana tj. da bude upisan veći broj hartija od vrednosti od onog određenog u javnom pozivu. Poslednji slučaj je veoma čest kod tzv. inicijalnih javnih ponuda akcija⁴ zbog poznatog problema preniskog utvrđivanja emisijne cene (eng. *underpricing*) koji prati ove vrste javnih ponuda.⁵ U slučaju prekobrojnog upisa, nastaje problem koji će biti predmet naše analize – pitanje raspodele hartija od vrednosti.

Dakle, pitanje raspodele postaje aktuelno kada investitori ne mogu steći onaj broj hartija od vrednosti koji su „poručili“. Način vršenja raspodele, međutim, nije značajan samo za investitore, već i za emitenta, i to naročito u slučaju javne ponude čiji su predmet akcije. Emitentu – akcionarskom društvu ponekad nije svejedno ko će i u kojoj strukturi tj. sa kojim učešćem u osnovnom kapitalu biti njegovi članovi – akcionari (npr. moguće je neprijateljsko preuzimanje i sl.)

Raspodela hartija od vrednosti predstavlja postupak kojim se određuje broj hartija od vrednosti koji će pripasti svakom investitoru pojedinačno, koji ih je prethodno upisao ili je podneo zahtev za njihov upis. Za ovaj postupak se vezuju dva ključna pitanja. Prvo, da li emitent ili društvo za pružanje investicionih usluga (npr. emisijna banka ako se emisija odvija po-

² Koristimo izraz upisanih, iako ne mora uvek biti reč o upisu novih. Ponekad je reč o kupovini postojećih hartija od vrednosti (npr. kupovina od pokrovitelja emisije, koji ih je prethodno upisao u svoje ime pa ih dalje nudi na prodaju).

³ U prva dva navedena slučaja pitanje raspodele nije aktuelno.

⁴ Inicijalna javna ponuda (eng. *Initial public offer*, skraćeno IPO) je ponuda na osnovu koje se „hartije“ određenog emitenta prvi put nude javnosti.

⁵ U pogledu problema preniskog utvrđivanja emisijne cene kod inicijalnih javnih ponuda videti opširnije kod Jovanović, B., Szentés, B., *IPO Underpricing: Auctions vs. Book building*, Izvor: <http://www.nyu.edu/econ/user/jovanovi/ipou.pdf>, na dan 11.09.2009.

sredstvom nje), trebaju da imaju potpunu slobodu prilikom izbora metode raspodele (princip autonomije volje) ? Drugo, da li su i u kojoj meri oni dužni da o metodu raspodele obaveste potencijalne investitore?

Dalja analiza će biti usmerena na davanje odgovora na ova pitanja. Osim toga, biće izvršena analiza standarda koji se moraju poštovati prilikom vršenja osnovne (eng. *allotment*) i dodatne raspodele hartija od vrednosti (eng. *overallotment*), kao i vršenja opcije pokrića dodatno upisanih hartija od vrednosti (eng. *green shoe option*), koja je u tesnoj vezi sa pitanjem raspodele.

2. Princip autonomije volje i potreba obaveštavanja investitora o izabranom metodu raspodele

Javna ponuda hartija od vrednosti bilo da je neposredna (direktna)⁶, bilo da je posredna (ako je upućuje pokrovitelj emisije – emisiona banka ili kozorcijum banaka)⁷, po pravilu, predstavlja samo javni poziv za prikupljanje ponuda (lat. *invitatio ad offerendum*). Drugim rečima, ona nije pravno obavezujuća za njenog učinioca. Da li će ponude za sticanje (upis ili kupovinu) biti prihvaćene, te da li će sledstveno tome doći do zaključenja ugovora o upisu ili kupovini zavisi od odluke uputioca javne ponude. Princip autonomije volje koji važi i kod zaključenja pomenutih ugovora podrazumeva da subjekt slobodno odlučuje ne samo da li će i sa kakvom sadržinom, već i sa kim zaključiti određen ugovor. Stoga, prema našem mišljenju, nije opravdano zarad uspostavljanja principa ravnopravnosti potencijalnih investitora prinuditi emitenta odnosno ponudioca da izvrši raspodelu hartija od vrednosti na odgovarajući način (npr. prema *pro rata* sistemu).⁸ Takođe, emitentu – akcionarskom društvu ponekad nije svejedno ko će i u kojoj strukturi tj. sa kojim učešćem u osnovnom kapitalu biti njegovi članovi – akcionari (npr. moguće je neprijateljsko preuzimanje i sl.), pa mogućnost izbora raspodele svakako predstavlja interes društva.

Princip autonomije volje omogućava emitentu da koristi različite metode raspodele hartija od vrednosti. Ako se pak nuđenje vrši sredstvom pokrovitelja emisije onda je on u spoljnom odnosu prema investi-

⁶ Neposredna (direktna) javna ponuda je ona koju upućuju neposredno izdavalac ili emisiona banka u ime i za račun izdavaoca (agencijski tj. zastupnički).

⁷ Posredna (indirektna) javna ponuda je ona koju upućuje pokrovitelj emisije (najčešće emisiona banka) u svoje ime a za račun izdavaoca, ili u svoje ime i za svoj račun (u slučaju čvrstog preuzimanja i ugovaranja obaveze daljeg javnog plasmana).

⁸ Gravenhorst, *Platzierungsverfahren bei Aktienemissionen und der Anspruch auf Zuteilung*, 2002, str. 68.

torima slobodan da donese odluku o raspodeli. Ipak, u cilju očuvanja interesa emitenta, način raspodele se, po pravilu, unapred determiniše u nalogu ili ugovoru (emisionom poslu) koji se zaključuje između emitenta i emisione banke odnosno konzorcijuma banaka.⁹

Metode raspodele se, međutim, teško mogu klasifikovati. Treba naglasiti da su one uglavnom determinisane izborom postupka za utvrđivanje emisione cene hartija od vrednosti koje se nude.¹⁰ U slučaju tzv. zatvorenog postupka utvrđivanja emisione cene (u fiksnom iznosu) obično se koriste *pro rata* sistem¹¹, sistem prvenstva u pogledu podnošenja ponude itd.¹² U slučaju tzv. otvorenih metoda za pronalaženje emisione cene (aukcija i postupak stvaranja knjige – eng. *bookbuilding*) raspodela je determinisana ponuđenom cenom (aukcija), ali i određenim modelom bodovanja (eng. *scoring model*, npr. kod postupka stvaranja knjige). Osim toga, ponekad se vrši raspodela ponude po tranšama (npr. deo hartija od vrednosti treba da pripadne malim tzv. *retail* investitorima, deo profesionalnim investitorima, deo zaposlenima kod izdavaoca itd.). U skladu sa principom autonomije volje, različit tretman različitih grupa investitora smatra se legitimnim, pa formulisanje posebnog principa koji bi obezbedio potpunu ravnopravnost potencijalnim sticaocima, prema našem mišljenju, nije opravdan. Svaki zahtev za uspostavljanjem principa ravnopravnosti putem normi Prava tržišta kapitala bi ugrozio osnovni princip slobode ugovaranja.¹³

Ipak, polazeći od toga da princip predugovorne odgovornosti i saveznosti i poštenja uopšte zahtevaju međusobno obaveštavanje budućih ugovornih strana, potencijalni investitori, a naročito oni mali, moraju biti zaštićeni blagovremenim prethodnim obaveštavanjem o izabranom metodu raspodele. Ovo iz razloga što bi im se moglo desiti da zbog određene raspodele npr. steknu ekonomski, ali i „pravno neisplativ“¹⁴ premali kontigent akcija.¹⁵

⁹ Ekkenga, J., Maas, H., *Der Recht des Wertpapieremissionen*, Berlin, 2006, str. 336.

¹⁰ O utvrđivanju emisione cene hartija od vrednosti videti opširnije kod Marjanski, V., *Utvrdivanje emisione cene akcija*, *Zbornik radova pravnog fakulteta u Novom Sadu*, br. 1–2/2008, str. 837 – 855.

¹¹ *Pro rata* sistem podrazumeva srazmerno smanjenje tj. svođenje „porudžbina“ svakog ulagača na raspoloživ broj hartija od vrednosti i to u srazmeri sa brojem hartija od vrednosti koji je „poručio“ svaki od ulagača pojedinačno.

¹² Gravenhorst, *nav. delo*, str. 68.

¹³ Escher - Weingart, C., *„Die Zuteilung von Aktien beim „going public“ – Gleiches Recht für alle ?“*, *Die Aktiengesellschaft*, Heft 4/2000, str. 164.

¹⁴ Npr. nije svejedno da li će ulagač nakon raspodele steći 9 ili 10% učešća u osnovnom kapitalu društva. Sa 10% on stiče prava koja mu pripadaju kao manjinskom akcionaru. Sa 9 % to nije slučaj.

¹⁵ Ekkenga, J., Maas, H., *nav. delo*, str. 337.

U uporednopravnoj praksi nadzorna tela dobijaju velik broj raznovrsnih „pritužbi“ na donošenje odluke o raspodeli i samo njeno izvršenje, sa naglaskom da se pojedini investitori ne tretiraju pravično.¹⁶ Npr. mali investitori se „žale“ da kvalifikovani investitori stižu bolju raspodelu ili da zaposleni kod društva za pružanje investicionih usluga (emisiona banka i sl.) dobijaju povoljniji – preferencijalni tretman prilikom raspodele.¹⁷ Ponekad postoje čak i „pritužbe“ da se ulagači u okviru iste tranše ili kategorije različito tretiraju (npr. komitenti emisije banke dobijaju bolji tretman u odnosu na one koji to nisu). Takođe, postoje i slučajevi zloupotrebe dominantnog položaja na tržištu gde investitori bivaju primorani da prethodno postanu klijenti banke kako bi obezbedili bolji tretman prilikom raspodele. Neki od ovih problema su već pokriveni opštim uslovima poslovanja društava za pružanje investicionih usluga (npr. investicionih banaka), ali i dalje postoji zabrinutost investitora koji nisu zadovoljni nivoom pruženih informacija o procesu raspodele.

Na osnovu svih navedenih razloga proističe da je odgovor na pitanje, da li su emitent odnosno emisiona banka u obavezi da obaveste potencijalne investitore o izabranom metodu raspodele, potvrđan. Ipak, mnogo je osetljivije pitanje u kojoj meri i na koji način treba vršiti ovo obaveštavanje? Tokom narednih razmatranja ćemo pokušati da damo što precizniji odgovor.

U cilju obezbeđivanja potrebnih informacija o vršenju raspodele kako pre, tako i nakon njenog izvršenja, a bez namere da se utiče na autonomiju volje ponudioaca u pogledu izbora metoda raspodele, Komitet evropskih regulatora tržišta hartijama od vrednosti (skraćeno: CESR) je propisao posebne standarde koji se odnose na davanje potrebnih informacija pre i posle sprovedenog postupka raspodele.¹⁸ Dakle, problem se ne rešava propisivanjem obaveznog načina raspodele, već uspostavljanjem obavezujućih normi koje se odnose na razotkrivanje informacija u vezi sa raspodelom.

Pre nego što pređemo na analizu standarda koji se odnose na informisanje u vezi sa raspodelom, iznećemo bazična pravila koja se odnose na osnovnu, dodatnu raspodelu hartija od vrednosti, kao i izvršenje „*green shoe*“ opcije.

¹⁶ Stabilization and Allotment, A European supervisory approach, Ref. Number: CESR/02-20b, April, 2002. Preuzeto sa sajta www.europefesco.org na datum 17.06.2009 (u daljem tekstu skraćeno: CESR/02-20b). CESR je skraćenica od The Committee of European Securities Regulators – Komitet evropskih regulatora tržišta hartijama od vrednosti.

¹⁷ CESR/02-20b, str. 15.

¹⁸ CESR/02-20b.

3. Pojam i značaj osnovne i dodatne raspodele hartija od vrednosti uključujući i vršenje „green shoe“ opcije

Pod osnovnom raspodelom (eng. *allotment*) podrazumeva se raspodela onog broja hartija od vrednosti koji je bio određen u prvobitnoj odluci o emisiji.¹⁹ Ukoliko se, međutim, pokaže da je emisija prebukirana tj. da je upisan odnosno da je podnet zahtev za upis značajno većeg broj hartija od vrednosti od onog koji je bio predviđen, u uporednopravnoj praksi se često pribegava dodatnoj raspodeli.

Pod dodatnom raspodelom (eng. *overallotment*) podrazumeva se raspodela tzv. dodatnog kontigenta hartija od vrednosti, koji prelazi broj koji je određen u prvobitnoj odluci o emisiji. Ukoliko je reč o javnoj ponudi u čiji je proces uključeno društvo za pružanje investicionih usluga – kao pokrovitelj ili zastupnik u emisiji, ono ima mogućnost da prihvati upis ili ponudu za kupovinu većeg broja hartija od vrednosti od onog koji je bio prvobitno „ponuđen“, samo ukoliko o mogućnosti upisa ili kupovini dodatnih hartija od vrednosti postoji klauzula u sporazumu o pokroviteljstvu emisije ili sporazumu o agenturi (vođenju) emisije (eng. *overallotment facility*).

Dodatna raspodela se u uporednopravnoj praksi²⁰ vrši iz nekoliko praktičnih razloga.

Prvo, emitent odnosno društvo za pružanje investicionih usluga (npr. emisiona banka) nastoji da ublaži ili u potpunosti otkloni poziciju u kojoj se nalazi, jer ne može da ponudi onoliko ili barem približno onoliko hartija od vrednosti za koje je iskazana zainteresovanost.

Drugo, pored investitora i emisione banke, vršenje dodatne raspodele je i u interesu emitenta. Ovo iz razloga što ogromna „prebukiranost“ emisije predstavlja najznačajniji pokazatelj da je emisiona cena bila prenisiko određena, pa se dodatnim „kontigentom“ hartija od vrednosti nastoji povećati prihod od emisije. On je u ovom slučaju, a to pokazuje interesovanje investitora, realno mogao biti veći i bez emisije dodatnih „hartija“ da je njihova emisiona cena bila određena na barem nešto većem nivou.

Konačno, vršenje dodatne raspodele predstavlja neophodan uslov za izvršenje tzv. *green shoe*²¹ opcije od strane društva za pružanje investici-

¹⁹ O emisiji koja se sprovodi u dve tranše će biti više reči docnije. Ovdje namerno ne navodimo da je to onaj broj koji je utvrđen u prospektu ili na početku važenja javne ponude budući da je u uporednom pravu dopušteno izostavljanje informacije o obimu emisije u prospektu, što istovremeno znači da taj podatak ne mora biti poznat u trenutku početka važenja javne ponude.

²⁰ O (ne)mogućnosti sprovođenja dodatne raspodele kod nas će detaljno biti reči u okviru poslednjeg naslova „Osnovna raspodela i (ne)mogućnost dodatne raspodele i vršenja opcije pokrića upisa dodatne raspodele hartija od vrednosti (green shoe opcije) u našem pravu“.

onih usluga (npr. emisione banke). „*Green shoe*“ opcija predstavlja pravo ustanovljeno u korist društva (npr. emisione banke) koje je uključeno u proces „nuđenja“, da u određenom roku nakon okončanja ponude „otkupiti“²² određen broj hartija od vrednosti po ceni iz ponude radi pokrića upisa dodatnih hartija od vrednosti.

Tokom izvesnog perioda nakon okončanja javne ponude, kada može doći do izvršenja „*green shoe*“ opcije odnosno pokrića upisa dodatnih hartija od vrednosti, moguće su sledeće situacije u praksi: da tržišna cena hartija od vrednosti koje su bile predmet ponude padne ispod cene iz ponude – u kom slučaju ovakva kratka pozicija (eng. *short position*) može biti „pokrivena“ kupovinom odnosnih hartija od vrednosti na tržištu, ili da tržišna cena poraste, u kom slučaju ovakva kratka pozicija može biti „pokrivena“ izvršenjem „*green shoe*“ opcije. U ovom drugom slučaju društvo koje vrši „*green shoe*“ opciju uplaćuje ranije upisane hartije od vrednosti po ceni iz ponude i nudi ih na tržištu, čime tržište biva snabdeveno novim kontingentom istih „hartija“ što ima smirujuć, neutralizujuć uticaj na njihovu cenu.

Dodatna raspodela i vršenje „*green shoe*“ opcije se dovode u vezu sa aktivnostima koje se odnose na stabilizaciju kursa hartija od vrednosti. Stoga se u cilju izbegavanja njihovog označenja kao aktivnosti koje se podvode pod zloupotrebu na tržištu kapitala, one sprovode i u skladu sa širim standardima koji su postavljeni za stabilizacione aktivnosti (npr. *green shoe* opcija se preduzima u roku koji je predviđen za vršenje stabilizacionih aktivnosti i dr.). U literaturi se dodatna raspodela i vršenje „*green shoe*“ opcije označavaju pod zajedničkim nazivom – pomoćne stabilizacione aktivnosti, tako da ćemo tokom narednih razmatranja koristiti i taj izraz.

4. Standardi o pružanju informacija u vezi sa vršenjem osnovne, dodatne raspodele hartija od vrednosti, kao i izvršenjem „*green shoe*“ opcije.

U cilju obezbeđivanja potrebnih informacija o vršenju osnovne i dodatne raspodele hartija od vrednosti, kao i eventualnom izvršenju „*green shoe*“ opcije i to kako pre, tako i nakon njihovog sprovođenja, a bez na-

²¹ Termin „*Green shoe*“ potiče od privrednog društva „*Green Shoe Manufacturing Company*“ osnovanog 1919. godine, koje je zapravo prvo u praksi sprovela takve mere.

²² Ovde se ustvari radi o uplati ranije upisanih hartija od vrednosti u određenom roku koji je ograničen rokom koji je određen za vršenje tzv. stabilizacionih aktivnosti, koje se vrše radi podržavanja cene kursa hartija od vrednosti.

mere da se utiče na autonomiju volje ponudioca u pogledu izbora metoda raspodele, Komitet evropskih regulatora tržišta hartijama od vrednosti (skraćeno: CESR) je propisao posebne standarde koji se odnose na davanje potrebnih informacija pre i posle sprovedenog postupka raspodele. Dakle, problem se ne rešava propisivanjem obaveznog načina raspodele, već uspostavljanjem obavezujućih normi koje se odnose na razotkrivanje informacija u vezi sa raspodelom.

Smisao standarda koje je usvojio Forum evropskih Komisija za hartije od vrednosti je da se poveća obim informacija (transparentnost) o postupku raspodele hartija od vrednosti koje trebaju biti dostupne investitorima pre i nakon njegovog sprovođenja.²³ Standardi se primenjuju u vezi sa značajnom distribucijom hartija od vrednosti²⁴ koja uključuje i obične (male) investitore. Oni se mogu primenjivati na nivou jedne ili više država koje imaju slične procese raspodele. Primena pomenutih standarda treba da se nalazi pod nadzorom nadležnih vlasti (najčešće su to Komisije za hartije od vrednosti). Takođe, navedeni standardi trebaju da budu uobličeni podzakonskim aktima nadležnih vlasti koje vrše nadzor na tržištu kapitala. Neke od tih informacija, videćemo, trebaju da predstavljaju deo obavezne sadržine prospekta, pa su norme o njima sadržane u podzakonskim aktima kojima se reguliše forma i sadržina prospekta.

Svi učesnici u postupku raspodele hartija od vrednosti trebaju da se ponašaju u skladu sa tim standardima, s tim što različiti subjekti imaju različite obaveze u vezi sa tim.

Obaveza obelodanjivanja informacija u vezi sa raspodelom tereti ponudioca²⁵, budući da tu osobu, po pravilu, tereti i obaveza objavljivanja prospekta. Obaveza objavljivanja informacija nakon izvršenja procesa raspodele tereti menadžera raspodele, budući da se on nalazi u posedu relevantnih informacija vezanih za izvršenje postupka raspodele. Menadžer raspodele treba da bude u stanju da dokaže da je raspodela relevantnih

²³ CESR/02-20b, str. 16.

²⁴ Pod značajnom distribucijom hartijama od vrednosti podrazumeva se nuđenje relevantnih hartija od vrednosti javnosti, koje se razlikuje od obične trgovine po svojim uslovima, količinom hartija od vrednosti koje se nude i prodajnim metodama koje se koriste. Tu se ubrajaju inicijalna javna ponuda, kao i svaka naknadna javna ponuda relevantnih hartija od vrednosti. Blok trgovina nije obuhvaćena ovom definicijom budući da je reč o „privatnim“ transakcijama.

²⁵ U pravu EU obaveza objavljivanja prospekta tereti ponudioca. Dok naše pravo ne definiše pojam ponudioca, Direktiva EU o prospektu i u skladu sa njom nacionalna zakonodavstva država članica EU definišu ponudioca kao pravno ili fizičko lice koje nudi hartije od vrednosti javnosti – Videti čl. 2 st.1 (i) Direktive EU o prospektu.

hartija od vrednosti izvršena u skladu sa principima raspodele, te da je metod raspodele bio unapred obelodanjen. Konačno, obaveza čuvanja informacija se odnosi na društva za pružanje investicionih usluga koja su uključena u raspodelu.²⁶

Radi lakše preglednosti, informacije koje se tiču raspodele delimo u dve grupe. U prvu, spadaju one koje se pružaju pre izvršenja raspodele. To su one koje treba da predstavljaju sastavni deo prospekta.

U drugu grupu spadaju informacije koje se pružaju nakon što postupak raspodele bude okončan. U okviru ove grupe razlikujemo informacije koje se pružaju investitorima, od onih koje se pružaju nadzornom telu.

4.1. Informacije koje se pružaju pre vršenja raspodele

Informacije koje se tiču raspodele (osnovne, dodatne, kao i vršenja „*green shoe* opcije“) a koje moraju biti uključene u prospekt u jasno identifikovanom delu ili na neki drugi adekvatan način, ukoliko prospekt nije dostupan investitorima dovoljno vremena²⁷ da bi im omogućio da pregledaju informacije pre početka upisa, su:²⁸

- informacije o raspodeli ponude po tranšama uključujući profesionalne, obične investitore, zaposlene kod emitenta i bilo koje druge tranše;
- navođenje mogućnosti i uslova pod kojima u međuvremenu može biti učinjena izmena strukture raspodele ponude po tranšama (tzv. „*claw back*“ postupak), obim eventualne izmene i procenat izmene koji bi uticao na tranšu koja se primenjuje na individualne investitore;

- informacije o metodu raspodele ili metodama koje će biti primenjene u slučaju prekobrojnog upisa, kod tranši koje se odnose na individualne investitore i zaposlene kod izdavaoca;

- opisivanje bilo koje vrste preferencijalnog tretmana koji se daje određenoj vrsti investitora ili određenoj bliskoj grupi u pogledu raspodele, uključujući program koji se odnosi na tzv. *friends and family* investitore, procenat ponude koji je rezervisan za takve „preferencijalne“ investitore i kriterijume pod kojima se postaje član te grupe investitora;

- informacije o tome da li poseban tretman u pogledu raspodele može zavisiti od toga da li se upis vrši preko određene emisione banke ili ne²⁹;

²⁶ CESR/02-20b, str. 16.

²⁷ Pitanje šta se smatra „dovoljnim vremenom“ pomenutim standardima nije precizirano.

²⁸ CESR/02-20b, str. 17 – 18.

²⁹ U nekim pravima se to smatra opravdanom poslovnom praksom.

- informacije o ciljanom minimumu raspodele u okviru tranše koja je namenjena tzv. običnim (malim) investitorima;
- informacije o uslovima zatvaranja ponude, kao i datum na koji ponuda može biti najranije okončana (zatvorena);
- informacija o tome da li su dopušteni tzv. višestruki upisi i tamo gde nisu, kako će se u pogledu njih postupati;
- činjenicu da će se možda preduzeti dodatna raspodela i da će možda biti izvršena „*green shoe*“ opcija, ali da ne postoji jemstvo (garancija) da će ona biti preduzeta, te da može biti zaustavljena u bilo koje vreme;
- postojanje i maksimalnu veličinu mogućnosti upisa dodatnih hartija od vrednosti (eng. *overallotment facility*)³⁰ ili opcije pokrića upisa dodatnih hartija od vrednosti (eng. *greenshoe option*) i svih uslova za izvršenje mogućnosti upisa dodatnih hartija od vrednosti ili izvršenja opcije pokrića upisa dodatnih hartija od vrednosti.
- ostali aspekti raspodele koji mogu biti od značaja za odluku o upisu ili kupovini hartija od vrednosti.³¹

4.2. Informacije koje se pružaju nakon izvršene raspodele

U okviru ove grupe razlikujemo informacije koje se pružaju investitorima od onih koje se pružaju nadzornom telu. Radi lakše preglednosti pomenute informacije ćemo tako i izložiti.

4.2.1. Informacije koje se pružaju investitorima

Menadžer raspodele mora obezbediti da konačan obim ponude i rezultat raspodele zajedno sa raspodelom između različitih tranši (kao npr. na profesionalne, male investitore, zaposlene kod izdavaoca i bilo koje druge tranše), kao i korišćenje dodatne raspodele (eng. *overallotment*) i izmene strukture raspodele ponude po tranšama (eng. *claw back*) bude na adekvatan način obelodanjeno nakon raspodele. Procenat ponude koji je korišćen za davanje preferencijalnog tretmana, kao i korišćenje programa tzv. slobodne retencije trebaju takođe biti objavljeni.³²

Pored ovoga, investitori moraju biti informisani o načinu i vremenu vraćanja uložениh sredstava za broj hartija od vrednosti koje su plaćene, a nisu stečene, uključujući i uslove vezane za plaćanje kamate investitori-

³⁰ Dodatni „kontigent“ hartija od vrednosti ne sme preći više od 15 % prvobitno ponuđenih hartija.

³¹ CESR/02-20b, str. 17 – 18.

³² CESR/02-20b, str. 18.

ma. Investitori trebaju biti obavešteni čim je to moguće o njima pripadajućoj individualnoj raspodeli (u pisanom ili bilo kom drugom obliku koji obezbeđuje adekvatan dokaz o tome). Takođe, smatra se poželjnim da investitori trebaju biti u mogućnosti da pristupe informacijama o broju njima dodeljenih hartija od vrednosti pre nego što otpočne trgovina tim hartijama od vrednosti na uređenom tržištu, te da u pogledu toga u isto vreme broj hartija koji im pripada bude „kreditiran“ na njihove „vlasničke“ račune.³³

4.2.2. Informacije koje se pružaju nadzornom telu³⁴

Menadžer raspodele i druga društva za pružanje investicionih usluga koja su uključena u raspodelu moraju držati adekvatne zapise o postupku raspodele. Takve informacije moraju biti pružene nadzornoj vlasti na njen zahtev. Ovo posebno uključuje informacije o prijemnicima raspodele iz okvira „slobodne retencije“ (*free retention*)³⁵, informacije o korisnicima preferencijalnog tretmana i raspodele učinjene zaposlenima u društvu za pružanje investicionih usluga koja su sudelovala u postupku nudenja hartija od vrednosti. Ukoliko je u postupku nudenja učestvovala veći broj društava za pružanje investicionih usluga, jedna od njih mora biti odgovorna nadležnoj vlasti za pružanje potrebnih informacija. U tom pogledu mora postojati adekvatna koordinacija između pomenutih društava koja su učestvovala u postupku raspodele.

5. Uslovi za vršenje dodatne raspodele (*eng. overallotment*) i izvršenje prava opcije pokrića upisa dodatnih hartija od vrednosti (*eng. green shoe*) predviđeni akcijskim pravom

Pored uslova predviđenih pomenutim standardima – normama Prava tržišta kapitala, za izvršenje stabilizacionih aktivnosti iz okvira tzv. pomoćne stabilizacije, kao što su dodatna raspodela (*eng. overallotment*) i izvršenje prava opcije pokrića upisa dodatnih akcija (*eng. greenshoe*) neophodno je da budu ispunjeni i dodatni uslovi propisani normama Prava privrednih

³³ *Ibidem.*

³⁴ *Ibidem.*

³⁵ Pod slobodnom retencijom podrazumeva se broj (kontigent) hartija od vrednosti koji se stavlja na raspolaganje društvu za pružanje investicionih usluga (npr. emisionoj banci) i u pogledu koga to društvo ima pravo da po svojoj sopstvenoj diskreciji izvrši raspodelu hartija op vrednosti.

društava (preciznije akcijskog prava).³⁶ U uporednom pravu se ti uslovi vezuju za donošenje odluke o povećanju osnovnog kapitala akcionarskog društva i isključenje prava prioritetnog upisa novoizdatih akcija.

Prilikom vršenja dodatne raspodele (eng. *overallotment*) i eventualno *greenshoe* opcije mogu nastati dva problema koja su determinisana normama akcijskog prava.

Prvo, da bi se uopšte uputila javna ponuda, po pravilu, je neophodno prethodno u potpunosti ili barem delimično isključiti pravo prioritetnog sticanja novoizdatih akcija. Isto važi i za dodatnu raspodelu akcija (povećanje obima emisije). Drugim rečima, pravo mora biti isključeno i za tzv. dodatni kontigent akcija koje se izdaju. Kako je, međutim, stabilizacija kursa u interesu starih akcionara, oni mogu na osnovu individualno zaključenih ugovora ustupiti pravo prioritetnog upisa na izvršioca pomoćnih stabilizacionih aktivnosti.³⁷ Time se izbegava formalno sprovođenje procedure isključenja prava prioritetnog upisa.³⁸

Drugo, povećanje osnovnog kapitala koje je praćeno vršenjem pomoćnih stabilizacionih aktivnosti, odvija se po pravilu u dve tranše. Prva – glavna tranša predstavlja raspodelu akcija koja nastaje kao posledica odluke skupštine o povećanju osnovnog kapitala.³⁹ Druga tranša, koja uključuje dodatnu raspodelu – izdavanje akcija (najviše do 15 % glavne raspodele) nastaje kao posledica odluke upravnog odbora. Ona se odnosi na povećanje tzv. ovlašćenog kapitala (izdavanje odobrenih, a neizdatih akcija).⁴⁰ U slučaju druge tranše, pored pomenutog problema neophodnosti isključenja prava prioritetnog upisa starih akcionara, može nastati problem isključenja novonastalih prava na prioritetan upis, sada već novih akcionara koji su primili raspodelu. Stoga se ovaj drugi problem u praksi izbegava tako što upravni odbor donosi odluku – nalaže povećanje osnovnog kapitala tj. izvršenje druge tranše, još pre nego što nove akcije iz prve tranše budu raspodeljene. Time se izbegava da prijemnik raspodele iz prve tranše uopšte stekne pravo prioritetnog sticanja novih akcija iz druge tranše.⁴¹

³⁶ O dopuštenosti i uslovima vršenja „*Greenshoe*“ opcije prema akcijskom pravu SR Nemačke videti kod Schanz, M., „Zur Zulässigkeit des „*Greenshoe*“ – Verfahrens nach deutschem Aktienrecht“, *BKR*, 10/2002, str. 439 – 447. kao i kod Busch, T., „Aktuelle Rechtsfragen des Bezugsrechts und Bezugsrechtsausschlusses beim *Greenshoe* im Rahmen von Aktienemissionen“, *Die Aktiengesellschaft*, Heft 4/2002, str. 230 – 235.

³⁷ O prirodi i prenosivosti ovog prava videti opširnije kod Marjanski, V., „Pravo prioritetnog upisa novoizdatih akcija“, *Pravo i privreda*, br. 5–8/ 2007, str. 216 – 221.

³⁸ Ekkenga, J., Maas H., *nav. delo*, str. 259.

³⁹ Ekkenga, J., Maas H., *nav. delo*, str. 259.

⁴⁰ *Ibidem*.

⁴¹ *Ibidem*.

6. Osnovna, dodatna raspodela i (ne)mogućnost izvršenja opcije pokrića upisa dodatne raspodele hartija od vrednosti (*green shoe* opcije) u našem pravu

Naše pravo sadrži izvesna restriktivna rešenja koja u značajnoj meri ograničavaju autonomiju volje emitenta odnosno pokrovitelja emisije u pogledu primene različitih metoda raspodele hartija od vrednosti. Primena različitih metoda raspodele u postupku emisije, videli smo, može doći do izražaja u slučaju tzv. prebukiranosti emisije odnosno prekobrojnog upisa hartija od vrednosti. Međutim, budući da obim emisije prema našim propisima mora biti unapred određen u prospektu⁴², postavlja se pitanje da li je dodatna raspodela tj. raspodela preko broja koji je utvrđen prospektom uopšte moguća? S druge strane, pojedine odredbe Zakona o privrednim društvima (u daljem tekstu ZPD) upućuju na mogućnost prihvata upisa viška akcija (npr. osnivačka skupština može da donese odluku o prihvatu upisa viška akcija ili njegovog dela)⁴³.

Nezavisno od pomenute odredbe ZPD, smatramo da bi dodatnu raspodelu trebalo odobriti, ako bi u prospektu pored podatka o „osnovnom“ obimu emisije, bila sadržana posebna klauzula o mogućnosti prihvata upisa viška „hartija“ tj. vršenja dodatne raspodele u slučaju da emisija bude prebukirana. Time se izbegava situacija u kojoj bi podatak sadržan u prospektu, u slučaju dodatne raspodele, postao netačan. Ovo je značajno, jer bi se na ovaj način izbegli eventualni problemi koje sa sobom nosi odgovornost za sadržinu prospekta.

U našoj dosadašnjoj emisionoj praksi upotrebljavan je isključivo *pro rata* metod raspodele. Prividno nepostojanje interesa na strani domaćih emitenata u pogledu primene drugih metoda raspodele, proističe iz nemogućnosti korišćenja otvorenih metoda za utvrđivanje emisione cene (aukcije i postupka stvaranja knjige – eng. *bookbuilding*). Ovi postupci se nazivaju otvorenim, jer u utvrđivanju cene, koja nije poznata u trenutku početka važenja javne ponude, pored emitenta učestvuju i investitori. Nemogućnost primene otvorenih metoda pri utvrđivanju emisione cene (aukcije i postupka stvaranja knjige – eng. *bookbuilding*) u našem pravu proističe iz obaveze da se emisiona cena u fiksnom iznosu unapred obelodani u prospektu. Zapravo, jedino korišćenje otvorenih postupaka, omogućava raspodelu u kojoj bi se umesto ili pored broja „poručenih“ efekata, vodilo računa i o ponudenoj ceni, kao i o tzv. kvalitetu investitora. Na

⁴² Videti čl. 26 st. 2 ZTHV i čl. 13 Pravilnika o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti.

⁴³ Videti čl. 202 st. 2 ZPD.

primer, u okviru postupka stvaranja knjige (eng. *bookbuilding*) emitent ima slobodu da izabere i izgradi poseban model bodovanja investitora koji su predali svoje „porudžbine“ (eng. *scoring model*).⁴⁴

Pored normi o obaveznoj formi i sadržini prospekta koje ograničavaju izbor metoda raspodele, ograničenje proističe i iz pojedinih odredaba akcijskog prava sadržanih u trenutno važećem ZPD.

U slučaju tzv. osnivačke emisije postoji norma o obaveznom metodu raspodele. Naime, ako je broj upisanih akcija iz osnivačke emisije u odnosu na ponuđeni broj akcija iz javne ponude veći, osnivačka skupština može odlučiti da prihvati upisani višak ili njegov deo, pri čemu upisnici akcija koji su ranije upisali akcije imaju pravo prvenstva, a ako je više lica istovremeno upisalo te akcije onda prihvata upisani višak srazmerno upisanim akcijama tih upisnika koje nisu višak.^{45 46} Iako je ovakva odredba predviđena samo u slučaju osnivačke emisije, te da o prihvatu upisa viška akcija ne postoji nikakva norma u okviru onih koje govore o narednim emisijama (povećanje osnovnog kapitala), po principu analogije bismo njenu primenu mogli zamisliti i u slučaju narednih – neosnivačkih emisija.

Imperativnu zakonsku odredbu koja govori o načinu raspodele u slučaju prihvata viška upisanih akcija, u svetlu onoga što smo izneli na početku opštih razmatranja o raspodeli hartija od vrednosti, svakako smatramo nepotrebnom. Emitentu bi u svakom slučaju trebala biti data mogućnost da se u skladu sa načelom autonomije volje samostalno opredeli za odgovarajući metod raspodele. Njegovo bi, u skladu sa rasprostranjenom uporednopravnom praksom, bilo samo da o metodu raspodele na odgovarajući način unapred (u prospektu ili na neki drugi adekvatan način), obavesti potencijalne investitore. O tome je detaljno bilo reči u delu o standardima koji se odnose na pružanje informacija u vezi sa raspodelom hartija od vrednosti.

Konačno, zbog pojedinih restriktivnih odredaba sadržanih u ZTHV, primena gore opisane *green shoe* opcije u našem pravu nije moguća. Dakle, čak iako bi dodatna raspodela bila odobrena, a raspodela (uključujući i dodatnu) bila izvršena po metodu koji slobodno izabere emitent odnosno ponudilac (npr. osnivači kod osnivačke emisije)⁴⁷, eventualno vršenje

⁴⁴ O tome opširnije videti kod Marjanski, V., „Utvrdjivanje emisione cene hartija od vrednosti“, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Novom Sadu*, br. 1 – 2/2008, str. 837 – 855

⁴⁵ Videti čl. 202 st. 2 ZPD.

⁴⁶ Pitanje utvrđivanja vremenskog prava prvenstva je sporno. Takođe, nameće se pitanje šta se u praksi smatra istovremnim upisom ?

⁴⁷ To prema sadašnjem stanju nije moguće, jer ZPD u slučaju osnivačke emisije imperativnom odredbom određuje metod vršenja raspodele.

green shoe opcije bi potpalo pod „udar“ norme člana 117 ZTHV. U našem pravu još uvek ne postoje odredbe na osnovu kojih bi se preduzimanje stabilizacionih aktivnosti u koje spada i vršenje *green shoe* opcije mogle izuzeti od obuhvatanja pojmom manipulacija (zloupotreba) na tržištu. Šta se smatra manipulacijom na tržištu definisano je u članu 117 ZTHV. Prema članu 117 st. 2 ZTHV zabranjeno je na organizovanom tržištu preduzimati radnje isključivo radi povećanja cene određenih hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i podsticanja drugih investitora da kupe te instrumente; smanjenja cena određenih hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i podsticanja investitora na prodaju tih instrumenata; stvaranja privida u pogledu obima prometa hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

Problem potcenjivanja vrednosti hartija od vrednosti, uzrokovan informacionom asimetrijom, koji obično prati upućivanje inicijalne javne ponude, u našem pravu ne sme biti rešavan primenom mera stabilizacione aktivnosti koje su za to najpogodnije. Bilo kakav uticaj na cenu hartija od vrednosti na tržištu kapitala, čak i ako bi bio proizveden preduzimanjem mera pod uslovima koji su u uporednom pravu predviđeni za preduzimanje stabilizacionih mera, bi se u našem pravu mogao podvesti pod pojam manipulacija na tržištu. Stoga kod nas, za razliku od rešenja u uporednom pravu, stabilizacija kursa hartija od vrednosti ne predstavlja tzv. sigurnu luku (eng. *safe harbour*) za subjekte koji aktivnosti na stabilizaciji kursa preduzimaju. Oni mogu biti pozvani na odgovornost zbog manipulacija na tržištu. Iz gore navedenih razloga, norma člana 117 treba da bude izmenjena u pravcu izuzimanja stabilizacionih aktivnosti od obuhvatanja pojmom zloupotreba na tržištu kapitala, ukoliko pomenute aktivnosti budu preduzete u skladu sa odgovarajućim standardima.

Dakle, tek kada se otklone restriktivne odredbe Prava tržišta kapitala koje onemogućavaju utvrđivanje emisije cene hartija od vrednosti u tzv. otvorenim postupcima, kada se paralelno sa tim omogući i izostavljanje informacija o obimu emisije u prospektu (što bi nedvosmileno omogućilo vršenje dodatne raspodele), te kada se uklone odredbe o obaveznom izboru metoda raspodele iz našeg ZPD, nastaje mogućnost za potpuno slobodan izbor različitih metoda raspodele hartija od vrednosti. Sledstveno tome, tek tada će se pojaviti i potreba za implementacijom gore opisanih standarda raspodele u domaće pravo. To bi svakako trebalo biti učinjeno donošenjem odgovarajućih podzakonskih akata kojim bi pomenuti standardi bili obuhvaćeni.⁴⁸

⁴⁸ Na primer, u Republici Hrvatskoj je na osnovu odredbe člana 454. st. 1 Zakona o tržištu kapitala, „Narodne novine“ br. 88/08 i 146/08, Hrvatska agencija za nadzor finan-

Takođe, u okviru temeljne reforme koja predstoji našem Pravu tržišta kapitala ukazujemo i na potrebu uvođenja normi o mogućnosti nesankcionisanog sprovođenja stabilizacionih aktivnosti u skladu sa gore iznetim standardima. Sve ovo je neophodno kako bi, pored ostalog, bila omogućena primena svih standardnih mehanizama karakterističnih za vršenje inicijalnih javnih ponuda akcija kod nas.

cijskih usluga (skraćeno HANFA) na sednici održanoj 7. februara 2009. godine donela „Pravilnik o uvjetima provođenja programa otkupa vlastitih dionica i mjera stabilizacije finansijskih instrumenata pod kojima se smatra da ne postoji zlouporaba tržišta.“

*Vladimir Marjanski, LL.M. Assistant
Novi Sad School of Law*

Allocation of securities Offered by way of public offering

Abstract

Securities' allotment is a process by which the number of relevant securities to be received by investors who have previously subscribed or applied for them, is determined. Allotment process becomes of relevance when investors subscribe or apply for a greater number of securities than originally offered. Allotment process is related to two crucial questions. Firstly, should an emitent or investment services firm have entire freedom related to allotment method choosing? Secondly, are they obliged to inform the investors about the chosen allotment method, and if yes, with how much detail? The article gives answers to these questions.

Furthermore, the paper comprises the analysis of standards, which should be respected during allotment and overallotment procedure, as well as accomplishing of green shoe option. The last title contains proposals of new solutions for Serbian Company and Capital Market Law concerning this topic.

Key words: allotment, overallotment, green shoe option, securities, public offer, emission.