

Dragan Božić\*  
Tomislav Todorović\*\*

## FINANSIRANJE PREDUZEĆA PUTEM BANKARSKOG SEKTORA U USLOVIMA RAZVIJENOG TRŽIŠTA DUŽNIČKIH HARTIJA OD VREDNOSTI

**Sažetak:** *S obzirom na to da je dug, sa aspekta preduzeća, najskuplji izvor kapitala, veoma je bitno utvrditi optimalan portfolio izvora novčanih sredstava koji bi obezbedio stvaranje optimalne (ciljne) strukture kapitala, odnosno takve strukture pri kojoj bi prosečna cena kapitala bila najniža, a tržišna vrednost preduzeća najviša. U radu se analizira dug kao pozajmljeni izvor sredstava, koji pored klasičnog kreditnog odnosa obuhvata i finansiranje potreba preduzeća putem emisije obveznica, što je u suštini svojevrsan oblik kreditnog odnosa.*

*U praksi zemalja tržišne privrede susreću se dve metode emisije hartija od vrednosti preduzeća: direktna i indirektna. U okviru indirektno emisije, koja se obavlja preko specijalizovanih institucija za posredovanje pri emisiji – investicionih banaka (investment banker) ili departmana univerzalnih banaka, analizirana su dva sistema emisije hartija od vrednosti – američki i nemački.*

**Ključne reči:** *banke, dužničke hartije od vrednosti, finansiranje, kapital, obveznice*

## FINANCING COMPANIES BY BANKING SECTOR IN THE DEVELOPED MARKET CONDITIONS OF DEBT SECURITIES

**Abstract:** *Given the fact that the debt, from the companies' point of view, is the most expensive source of capital, it is very important to determine the optimal portfolio of sources of cash funds that would ensure the creation of the optimal (target) capital structure, that is, a structure in which the average cost of capital would be low but the market value of companies the highest. The paper analyzes the debt as a source of borrowed funds, which in addition to traditional credit relations includes the financing the needs of companies through issuing bonds, which is essentially unique form of credit relationships.*

*In practice market economy countries face two methods for issuing of companies' securities: direct and indirect. Within the frame of indirect emission, which is done by specialized institutions for the mediation program – the investment banks (investment banker) or the Department of universal banks, the two systems for issuing of securities – American and German, have been analyzed.*

**Keywords:** *banks, debt securities, financing, equity, bonds*

---

\* Dr Dragan Božić, profesor strukovnih studija, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad

\*\* Doc. dr Tomislav Todorović, Fakultet za internacionalni menadžment, Evropski univerzitet, Beograd

## 1. EFEKTI I OGRANIČENJA FINANSIRANJA KORPORACIJA EMISIJOM HARTIJA OD VREDNOSTI

Finansiranje preduzeća emisijom hartija od vrednosti u privrednoj praksi zemalja u tranziciji (uključujući i Republiku Srbiju) imalo je marginalan značaj, pa se otuda prednosti i metode takvog finansiranja nedovoljno poznaju. Tome je doprineo i svojevrsni neekonomski mehanizam pri finansiranju putem bankarskih kredita, koji je predstavljao osnovnu metodu finansiranja preduzeća u tim zemljama.

Tematika ovoga rada su dugoročne dužničke hartije od vrednosti u funkciji finansiranja preduzeća. Uopšte uzevši, finansiranje preduzeća korišćenjem raznovrsnih hartija od vrednosti razrađuje se finansijska struktura, koja se u bilansu preduzeća izražava kroz odnos sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja

Pre nego što se preduzeće odluči za emisiju obveznica i na taj način pribavi neophodna sredstva za kapitalna ulaganja, ono mora da razreši niz pitanja. Pre svega, ukupne potrebe za finansijskim sredstvima moraju da budu limitirane na iznos duga koji se može preuzeti bez suviše rizika, što zahteva ozbiljnu analizu postojećeg finansijskog stanja i buduće moći zarađivanja preduzeća. Drugo, emisija obveznica pretpostavlja i njihovo povlačenje, bilo u ratama ili na dan konačnog dospeća, odakle proističe neophodnost da se predvide i planiraju budući tokovi gotovine iz kojih preduzeće treba da podmiri ove obaveze. Treće, ako su pozajmljena sredstva od emisije obveznica namenjena finansiranju ekspanzije preduzeća, neophodno je proceniti dinamiku i iznos dodatnih dobitaka od tih ulaganja u odnosu na dodatna opterećenja na ime kamate i otplate glavnice, u toku veka trajanja duga. U slučaju pak da emisija obveznica treba da omogući refundiranje već dospelog duga, mora se proceniti da li buduća moć zarađivanja preduzeća dozvoljava preuzimanje novih finansijskih opterećenja. Najzad, treba odlučiti i to da li će emisija obveznica biti osigurana hipotekom, koja pretpostavlja stavljanje u zalog određenih delova imovine preduzeća, kao realne garancije držaocima obveznica da će njihova potraživanja na vreme i u celini biti izmirena.

Ugovorom o emisiji obveznica preduzeće-emitent preuzima dve vrste obaveza, i to: obavezu isplate kamate koja se najčešće obračunava polugodišnje u fiksnom procentu u odnosu na nominalnu vrednost obveznice – nominalni prinos i otplatu glavnice o roku dospeća, u zavisnosti od toga da li je u pitanju obveznica sa jednokratnim ili serijskim dospećem.

Cena duga jednaka je diskontnoj, odnosno kamatnoj stopi koja izjednačava tekuća neto primanja preduzeća iz tog izvora finansiranja sa sadašnjom vrednošću budućih izdataka na ime kamate i otplate glavnice, korigovanoj za očekivani efekat poreza na dobitak da bi se dobila cena duga posle oporezivanja. Ovo se može predstaviti jednačinom:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Krasulja, Ivanišević (2006: 448).

$$Ki = i(1 - t),$$

gde je:  $i$  kamatna stopa, odnosno interna stopa prinosa, a  $t$  stopa poreza na dobitak.

Osnovna slabost finansiranja kapitalnih ulaganja preduzeća putem emisije obveznica ogleda se u nepostojanju institucionalnih pretpostavki, jer ono iziskuje povećane troškove kao što su: prijava emisije organu nadležnom za kontrolu, troškovi posredovanja pri emisiji, troškovi štampanja vrednosnog papira, troškovi vezani za formiranje kursa na organizovanim berzama, troškovi propagande i razni drugi troškovi.

Ako cenu obveznice i rizik ulaganja u nju posmatramo sa aspekta preduzeća, onda je ovaj način prikupljanja sredstava rizičan, pošto postoji obaveza da se, nezavisno od ostvarenog rezultata, izmire obaveze po dospelj kamati odnosno glavnici iz obveznice.

Finansiranje emisijom hartija od vrednosti ima prednost, u odnosu na druge načine finansiranja, u tome što je ukupan kapital podeljen na manje zaokružene iznose i na taj način se proširuje lista finansijera korporacije. Tržišne okolnosti upućuju korporaciju da kapital pribavi emisijom akcija (imovinsko-pravnih hartija od vrednosti) ili pak putem obveznica (zajmovno-pravnih hartija od vrednosti). Tako korporacija obezbeđuje dugoročni i srednjoročni kapital putem izdavanja obveznica i kratkoročno finansiranje putem kratkoročnih instrumenata – komercijalnih papira. Emisija obveznica, sa aspekta korporacije, ima svojih prednosti u odnosu na akcije, budući da se sa njima ne prenosi pravo učešća u upravljanju i vlasništvo nad delom korporacije. S druge strane, investitori su motivisani za kupovinu obveznica korporacija, pošto one kao finansijski instrument svom vlasniku obezbeđuju prioritet nad akcijama u naplati iz stečajne mase u slučaju likvidacije preduzeća. Prema tome, relativno mali stepen rizika i sigurni prihodi, bez obzira na uspešnost poslovanja korporacije-emitenta, učinili su da obveznica iz određene modifikacije, koju su nametnuli novi tržišni uslovi, postane atraktivan finansijski instrument naročito za investitore koji ne misle mnogo da rizikuju, tzv. *risk-aversere*.

Za razliku od toga, prihod vlasnika akcija karakteriše veći stepen nesigurnosti jer varira u zavisnosti od uspešnosti poslovanja korporacije i nema prioritet isplate u slučaju stečaja.

Američka investiciona banka *Merry Lynch* očekuje da će u Evropi nastati tržište korporacijskih obveznica po uzoru na američko. Evropska preduzeća se, za razliku od američkih, još uvek pretežno finansiraju bankarskim kreditima. Tako udeo bankarskih kredita u ukupnom finansiranju preduzeća u Nemačkoj iznosi 77 odsto, u Velikoj Britaniji 56 odsto, a u SAD svega 22 odsto. U Evropi je tradicionalno jeftinije bilo uzimati bankarske kredite nego mobilisati kapital putem izdavanja obveznica. Međutim, mnogi analitičari smatraju da će se taj odnos ubuduće znatno promeniti u korist tržišta kapitala. Nadzorni organi su počeli da stavljaju znatno veći naglasak na rizike odobravanja kredita preduzećima nego na emisije obveznica. Pošto su banke pod sve većim pritiskom da poboljšaju rentabilnost poslovanja i da povećaju vrednost imovine akcionara, u doglednoj budućnosti će doći kraj jeftinom finansiranju putem bankarskih

kredita. Na tržište kapitala ubuduće neće stupati samo preduzeća sa prvoklasnom kreditnom sposobnošću. Analitičari očekuju da će i u Evropi doći do značajne ekspanzije obveznica nižeg ranga (*junk bonds*) koje su do sada bile samo sporadično prisutne.

## 2. METODE EMISIJE HARTIJA OD VREDNOSTI

U procesu emisije hartija od vrednosti korporacija na rentnom tržištu (tržištu duga) učestvuju četiri grupe učesnika i to: korporacija-emitent hartija od vrednosti, investiciona banka (odnosno departman univerzalne banke), investitori (individualni i institucionalni) i državna komisija za hartije od vrednosti.

U praksi zemalja tržišne privrede susreću se dve metode emisije hartija od vrednosti korporacija:<sup>2</sup>

- direktna metoda kod koje korporacija-emitent neposredno prodaje hartije od vrednosti krajnjim investitorima i
- indirektna metoda, koja je tipična metoda finansiranja korporacija, kod koje se emisija hartija od vrednosti vrši preko specijalizovanih institucija za posredovanje pri emisiji – investicionih banaka (*investment banker*).

Često se u literaturi može naići i na drugačije tumačenje direktne i indirektno metode finansiranja, tako što se pod direktnom metodom podrazumevaju i emisije kod kojih se finansijski posrednici javljaju u formi običnih distributera. Shodno tome, indirektna metoda obuhvata samo one emisije kod kojih je finansijski posrednik kupac celokupne emisije. U velikom broju slučajeva direktna emisija (kako je definisana u ovom radu) približava se indirektnoj emisiji. To je slučaj kada se pre same emisije izvrši analiza tržišnih segmenata, kako bi se ona usmerila na relativno poznate kupce kao što su: banke, osiguravajuće kompanije, specijalni fondovi (npr. investicioni fondovi), čiji preliminarni pristanak znači istovremeno i uspeh emisije.

U direktnu metodu emisije hartija od vrednosti ubraja se i interna emisija, kada se hartije od vrednosti distribuiraju zaposlenima (menadžerima ili radnicima) u okviru samog preduzeća. Interna emisija vezuje se, pre svega, za obične i preferencijalne akcije, tj. nije karakteristična za tržište dužničkih hartija od vrednosti mada se može stvoriti mogućnost kreditnog odnosa između vlasnika (odnosno kvazivlasnika), koji odlažu svoje učešće u finansijskom rezultatu za određeno vreme.

<sup>2</sup> U anglosaksonskoj literaturi koja obrađuje ovu tematiku najčešća podela metoda emisije hartija od vrednosti korporacija je na: 1) javnu ponudu (*public offering*), 2) direktan plasman (*private placement*) i 3) prodaja na bazi preče kupovine (*privileged subscription*). U germanskoj literaturi ističu se sledeće metode emisije hartija od vrednosti korporacija: 1) javni plasman (*Öffentlichen Platzierung*) i 2) direktan plasman (*Private Platzierung*).

Kriterijumi odluke: indirektna ili direktna (privatna) ponuda, su:

1. priroda i iznos planiranih izvora finansiranja koje će se prikupiti kroz emisiju;
2. trošak tipa emisije;
3. mogućnost marketing plasmana;
4. izloženost javnosti i rizicima.

## 2.1. DIREKTNA EMISIJA

Direktna emisija sprovodi se tako što korporacija-emitent prodaje hartije od vrednosti neposredno (direktno) krajnjim investitorima (kupcima). Ova emisija je, pre svega, ograničena na velike korporacije sa visokim kreditnim rejtingom i vrši se u dogovoru sa institucionalnim investitorima, kao što su osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi, investicioni fondovi (rentni fondovi) itd. U poslednje vreme ovaj vid emisije doveo je do brzog rasta finansijskog potencijala institucionalnih investitora koji traže da budu brzo plasirani u odgovarajuće hartije od vrednosti, kako države tako i korporacija. Na taj način je stvoreno specifično i sofisticirano tržište hartija od vrednosti u pogledu direktnog plasmana na kome dolazi do usklađivanja interesa korporacija i institucionalnih investitora.

Osnovna slabost direktne emisije hartija od vrednosti od strane korporacija je u tome što je ona namenjena uskom krugu investitora, pošto se ne vrši na organizovanom tržištu kapitala. S druge strane, kako u ovoj metodi ne učestvuju finansijski posrednici (investicione banke), otpada njihova indirektna funkcija zaštite investitora pa je ona i za njih rizičnija.

Sa gledišta korporacije-emitenta prednost ove metode ogleda se, pre svega, u mogućnosti da se u kratkom vremenskom roku ostvare vrlo veliki plasmani. Nadalje, zbog neangažovanja investicionih banaka smanjeni su troškovi emisije. Regulativne vlasti u mnogim zemljama dozvoljavaju da se direktna emisija može realizovati bez prethodne registracije kod nadležne državne komisije za hartije od vrednosti. Osnovni razlog za to je što se polazi od toga da je ova emisija namenjena uskom krugu institucionalnih investitora, koji raspoložu ekspertskim znanjima, pa im nije potrebna provera boniteta korporacija i njihovih hartija od vrednosti od strane državnih komisija, kao što je to slučaj kod emisije namenjene širokoj javnosti. Umesto dugačke i složene procedure i skupe izrade prospekta, u slučaju direktne emisije dovoljan je skraćeni memorandum.

Nedostaci direktne (privatne) emisije u odnosu na javnu emisiju:

1. veće teškoće da se kroz privatnu emisiju pribave viši iznosi kapitala;

2. veliki investitori pažljivo prate aktivnosti kompanije, uvodeći sve strožije standarde, što povećava troškove poslovanja, obara profite i ugrožava likvidnost;
3. veliki institucionalni investitori mogu relativno jednostavno da se dokopaju kontrolnog paketa akcija u kompaniji i time steknu većinsko pravo glasa u upravljanju.

U SAD je od 1982. godine dozvoljena „odložena registracija“ (*shelf registration*), u kojoj korporacija odlaže novu emisiju hartija od vrednosti „na policu“ (*on the shelf*) i pušta ih u promet kada oceni da je to najpovoljnije, s tim da to mora učiniti u roku od 24 meseca. Pitanje tajminga na razvijenim i veoma osetljivim rentnim tržištima u zemljama tržišne privrede je od izuzetnog značaja, zbog stalne promene uslova na njima.

## 2.2. INDIREKTNA EMISIJA

Indirektna emisija vrši se preko posrednika – investicionih banaka (odnosno univerzalnih banaka) koje su visokostručne poslovne finansijske institucije koje dobro poznaju prilike na rentnom tržištu, tako da mogu da pomognu korporacijama-emitentima prilikom procene mogućnosti plasmana hartija od vrednosti na njemu.

Indirektna emisija može se obaviti na jedan od sledećih načina:

- otkupom celokupne emisije od strane investicione banke ili sindikata;
- prodajom hartija od vrednosti za račun emitenta;
- prodajom na osnovu prava prvog otkupa uz kombinaciju stendbaj aranžmana.

Investicione banke imaju sledeće osnovne funkcije u procesu emisije hartija od vrednosti korporacija:

1. savetodavna funkcija, u pogledu procene količine, cene i uslova pod kojima emisija može da bude obavljena;
2. preuzimanje rizika emisije (*underwriting*);
3. distribucija hartija od vrednosti preko prodajne mreže.

U narednom delu teksta obradiće se izvori prava tržišta kapitala i sistemi emisije hartija od vrednosti u SAD i Nemačkoj sa svojim specifičnostima, s obzirom da su u pitanju dva finansijska sistema, prvi zasnovan na tržištu, naspram drugog zasnovanog na bankama.

### 3. IZVORI PRAVA TRŽIŠTA KAPITALA I SISTEMI EMISIJE HARTIJA OD VREDNOSTI

Pravo tržišta kapitala (nem. *Kapitalmarktrecht*, eng. *Capital Market Law*) je mlada naučna disciplina koja se u određenom vremenskom periodu ravnopravno koristila kao sinonim za berzansko pravo, jer je obuhvatala manje-više istu materiju. Danas berzansko pravo predstavlja samo jedan deo prava tržišta kapitala, s obzirom da predstavlja skup pravnih normi kojima se uređuje status berzi i berzanskih posrednika, kao i zaključivanje i izvršavanje berzanskih poslova. Najznačajniji izvori prava tržišta kapitala su zakoni i podzakonski akti, ali, kao i u nekim drugim granama prava, izvestan značaj imaju i autonomni izvori, kao što su: formularni ugovori, opšti uslovi poslovanja, poslovni običaji, uzanse i dr.

Pre nego što se prikažu pojedinačni sistemi emisije hartija od vrednosti treba ukazati na pravo tržišta kapitala EU, koje ima za cilj uspostavljanje jedinstvenog unutrašnjeg tržišta kapitala i slobode pružanja usluga na njenoj teritoriji, s jedne strane, gde ono predstavlja pokretač razvoja prava tržišta kapitala u državama njenim članicama, s druge strane. Oblast vezana za ponudu hartija od vrednosti regulisana je sledećim direktivama: Direktivom EU o prospektu (2003/71/EZ), Direktivom EU o tržištu finansijskim instrumentima (2004/39/EZ), Direktivom EU o vršenju usluga u vezi sa hartijama od vrednosti (1993/22/EZ), Direktivom EU o prijemu hartija od vrednosti (2001/34/EZ), Direktivom EU o preuzimanju (2004/25/EZ), Direktivom EU o transparentnosti (2004/109/EZ), Direktivom EU o naknadi štete investitorima (1997/9/EZ), Direktivom EU o zloupotrebama na tržištu kapitala (2003/6/EZ).

Nemački model finansijskog posredovanja putem univerzalnih banaka se obično smatra prototipom finansijskog sistema zasnovanog na bankama. U modelu finansijskih sistema zasnovanih na bankama, kao u Japanu, Nemačkoj i drugim zapadnoevropskim zemljama, banke igraju vodeću ulogu u mobilizaciji štednje, raspodeli kapitala, nadzoru investicione odluke korporativnog upravljanja i obezbeđuju alate za upravljanje rizikom.

Suprotno, u finansijskom sistemu baziranom na finansijskom tržištu, kao u Velikoj Britaniji i Sjedinjenim Američkim Državama, tržište hartija od vrednosti deli centralnu ulogu sa bankama, u smislu prikupljanja štednje od korporacija, vršenju korporativne kontrole i kreiranja upravljanja rizikom.

Osnovna razlika između ova dva finansijska sistema je da su korporacije i korisnici sredstava više zavisni u sistemu zasnovanom na bankama, u odnosu na model finansijskog sistema zasnovanog na tržištu. Zagovornici finansijskih sistema na bazi banaka tvrde da je finansiranje putem banaka bolje od ostalih oblika finansiranja, zbog potencijalnih sposobnosti banke da prevaziđe probleme asimetričnih informacija i moralnog hazarda.

### 3.1. AMERIČKI SISTEM EMISIJE HARTIJA OD VREDNOSTI

Izvori Prava tržišta kapitala u SAD su: Zakon o berzama hartija od vrednosti iz 1934. g., Zakon hartijama od vrednosti iz 1933. g., Zakon o poslovanju javnih komunalnih holding kompanija iz 1935. g., Zakon o ugovornom poveravanju upravljanja kompanijama iz 1939. g., Zakon o investicionim kompanijama iz 1940. g. i Zakon o investicionim savetodavcima iz 1940. g. Državna komisija sa hartije od vrednosti i berze donela je 1975. g. amandmane na Zakon o hartijama od vrednosti.

Savetodavne funkcije investicione banke u pripremnim fazama veoma su bitne za emisiju obveznica korporacija, pa u tom smislu ona pomaže korporaciji-emitentu da izradi preliminarni prospekt koji se u SAD dostavlja državnoj Komisiji za hartije od vrednosti i berze (*Securities and Exchange Commission – SEC*). SEC se u svom poslovanju strogo pridržava odredaba pravila ove komisije (*Securities and Exchange Commission Rules – SEC Rules*). SEC sačinjava pet članova visokih komesara, koje zbog velikog ugleda, značaja i jedne vrste monitoringa nad celokupnim tržištem bira direktno predsednik SAD. Da bi se obezbedila neutralnost ove institucije, nikada više od tri njena člana ne smeju biti iz iste političke partije. Svaka emisija hartija od vrednosti, koja se prodaje na teritoriji više od jedne federalne države u SAD ili putem pošte, mora se registrovati kod SEC.

Da bi se osiguralo pravilno i potpuno informisanje, propisi određuju da je pre prodaje nove emisije obveznica potrebno obezbediti registraciju kod SEC-a. SEC ne vrši registraciju državnih obveznica, pošto se smatra da država ima visok kreditni rejting, niti se vrši registracija obveznica sa rokom do 9 meseci, što znači da registraciji podležu samo dugoročne obveznice. Pravilima SEC (*SEC Rules*) strogo je zabranjeno emitentima hartija od vrednosti, brokerima i dilerima hartija od vrednosti i svim ostalim koji su uključeni u primarnu distribuciju da sami kupuju u svoje ime i za svoj račun primarnu emisiju, ili da kupuju prava na kupovinu primarne emisije tokom perioda primarne distribucije. Dozvoljavaju se transakcije između primarnog emitenta hartije od vrednosti i garanata emisije (eng. *underwriters*), ako je to potrebno da bi se ispravno sprovedla primarna distribucija. Hartijama od vrednosti, istaknutim na listingu berzi posle 26. aprila 1991. godine, može se trgovati izvan berze od strane ovlašćenih i registrovanih članica berze, što je u skladu sa zahtevima iznetim u amandmanu na Zakon o hartijama od vrednosti iz 1975. godine. Hartije od vrednosti koje su rezultat reklasifikacije, kao što su: promena jedne klase privilegovanih akcija bez prava glasa u redovne sa pravom glasa, spajanje dve ili više firmi u takozvanom merdžeru, poslovnoj i finansijskoj konsolidaciji, ili pri transferu sredstava odnosno imovine korporacije, mogu se prodati bez obaveznog postupka registracije predmetne hartije od vrednosti kod SEC. SEC ima pravo da pozove na sud lica na bilo koji način upletena u moguće zloupotrebe i pravo da sprovodi krivična gonjenja, uz pomoć i saradnju pravosudnih organa i organa gonjenja. Pravila zabranjuju prodaju lažnih informacija koje zavaravaju klijente, navodeći ih na kupovinu po osnovu lažnih materijala usmerenih na promociju prodaje hartija od vrednosti.



Korporaciji je omogućeno da podnese zahtev SEC da bi se registrovalo nameravano emitovanje hartija od vrednosti, koje želi da ponudi na javnu prodaju u budućnosti, kada uslovi na berzanskom tržištu postanu povoljniji (eng. *shelf registration*).

Izveštaj koji se podnosi SEC-u, i koji sadrži sve bitne elemente u vezi sa poslovanjem korporacije, obuhvata, između ostalog, sledeće: naziv, sedište, delatnost korporacije; imena i adrese direktora i visokih rukovodilaca; naziv i adrese investicionih banaka uključenih u emisiju; imena i adrese osoba koje poseduju 10% ili više bilo koje vrste akcija emitenta; opšte karakteristike poslovanja emitenta; izveštaj o ukupnom iznosu različitih hartija od vrednosti emitovanih od strane korporacije; dugoročni dug emitenta; procenu neto iznosa koji se namerava prikupiti izdavanjem obveznica; cenu po kojoj se nameravaju nuditi obveznice iz ponude; provizije, naknadu i druge izdatke prema investicionim bankama; specifikaciju svih troškova u vezi sa ponudom; sredstva prikupljena prodajom hartija od vrednosti od strane emitenta u poslednje dve godine; detalje poslova između emitenta i direktora, službenika i akcionara koji poseduju 10% i više kapitala korporacije u poslednje dve godine; datume i depoe zaključenih ugovora izvan područja uobičajene delatnosti emitenta u poslednje dve godine itd.

Navedeni spisak izveštaja i dokumenata predstavlja samo deo izveštaja koji se podnosi SEC-u. SEC vrši registraciju hartija od vrednosti, ali to ne znači i garanciju da se radi o dobroj investiciji. Prema pravilima SEC-a, od registracije do prodaje mora da prođe najmanje 20 dana i u tom periodu ona proverava sve informacije iz izveštaja za registraciju.

Posle registracije planirane emisije hartija od vrednosti od strane SEC-a, formuliše se prospekt (*prospectus*) koji predstavlja službeni prodajni cirkular namenjen potencijalnim investitorima. U prospektu moraju biti navedeni svi relevantni uslovi pod kojima se prodaju obveznica i specificirane sve strukturalne karakteristike dotične emisije obveznica. Prospekt mora da sadrži deo podataka iz izveštaja kojima se obelodanjuju svi generalni podaci vezani za korporaciju i novu emisiju obveznica. On takođe treba da ukaže na svrhu upotrebe sredstava prikupljenih emisijom obveznica na primarnom tržištu, kao što su: povećanje obrtnog kapitala korporacije, smanjenje zaduženosti u ranijem periodu, kupovina nove proizvodne opreme, izgradnja građevinske infrastrukture, povećanje zaliha gotovih proizvoda itd.

Sa gledišta odnosa korporacije-emitenta sa investicionom bankom, razlikuju se sledeći modaliteti indirektno emisije na rentnom tržištu (tržištu duga) SAD:

1. dogovorna kupovina (*negotiated purchase*);
2. kupovina nadmetanjem (*competitive-bid purchase*);
3. komisija (*commission or best-efforts bases*);
4. privilegovana pretplata (*privileged subscription*).

### 3.2. NEMAČKI SISTEM EMISIJE HARTIJA OD VREDNOSTI

U pojedinim zemljama tržišne privrede, kao što je to slučaj sa Nemačkom, ne postoji zvanična državna komisija za registraciju vrednosnih papira korporacija, već tu funkciju preuzimaju berze, zapravo nadležna berzanska komisija. Komisija predstavlja zvanični organ berze čiji je najčešći naziv Komisija za registraciju emisije i dozvolu plasmana na berzi efekata.

U Nemačkoj postoje tri segmenta berzanskog poslovanja: 1) službeno kotiranje (*Amtlicher Handel*), 2) regulisano tržište (*Geregelten Markt*) i 3) slobodna prodaja (*Freiverkehr*).<sup>3</sup> Izdavanje dozvola za rad dosta dobro je regulisano odredbama Zakona o berzama iz 1896. godine i verzijom iz 1908. godine. Ove odredbe izmenjene su Zakonom o izmenama Zakona o berzama od 11. jula 1989. godine. Ovaj Zakon sadrži samo okvirne propise za izdavanje dozvola za emitovanje hartija od vrednosti, dok je detaljno regulisanje prepušteno Pravilniku o izdavanju dozvola za emitovanje hartija od vrednosti za službeno kotiranje na berzama kapitala<sup>4</sup> iz 1987. godine. Pored toga, ova materija u nemačkom zakonodavstvu regulisana je i Zakonom o prospektima za emitovanje hartija od vrednosti i izmenama propisa o hartijama od vrednosti od 13. decembra 1990. godine, koji je stupio na snagu 1. januara 1991. godine. Ovim zakonom utvrđeni su normativi za prospekt emitenta, bez obzira na to da li se hartije od vrednosti kotiraju službeno ili neslužbeno (regulisano tržište i slobodna prodaja). Obaveza izrade prospekta povezana je sa „javnom ponudom“, bez obzira na to što ovaj pojam nije jasno definisan. Tako je, na primer, privatna emisija izuzeta od obaveze izrade prospekta, ali pri tome ostaje nejasno kako se to razdvaja od javne ponude. Ovaj nedostatak ublažen je mnogobrojnim izuzecima od pravila.

Pozitivnim propisima u odnosu na ranije zakonske odredbe, kada je bilo obavezno za svaku novu hartiju od vrednosti pri emisiji izrađivati prospekt, sada to nije neizostavan slučaj. Umesto prospekta može se u mnogim slučajevima izvršiti javna objava (koja zamenjuje izradu prospekta).

S obzirom na navedena tri segmenta berzanskog poslovanja, u narednom tekstu biće obrađeno izdavanje dozvola za emitovanje hartija od vrednosti na svakom od njih, a odnosi se na poslovanje svih 8 berzi u Nemačkoj (Berlin, Bremen, Dizeldorf, Frankfurt, Hamburg, Hanover, Minhen i Štuttgart), s obzirom na to da na celoj teritoriji važe jedinstveni propisi. Između berzi postoji intenzivna saradnja koja se naročito aktivirala donošenjem novih berzanskih propisa, a ona sve više dobija na značaju pošto se iste ili slične okolnosti (poslovni događaji) mogu tumačiti na različite načine.

<sup>3</sup> Hamolka, Kauper, Küspert (1994: 16).

<sup>4</sup> Ovim Pravilnikom, sačinjenim na osnovu Zakona o berzama, stavljena je van snage Objava o berzanskim dozvolama za hartije od vrednosti od 4. jula 1910. i 20. aprila 1932. godine.

## IZDAVANJE DOZVOLA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI ZA SLUŽBENO KOTIRANJE (AMTLICHER HANDEL)

Hartije od vrednosti koje će se službeno kotirati na berzi mogu se emitovati uz dozvolu. Zahtev za izdavanje dozvole podnosi emitent i kreditna ustanova koja poseduje ovlašćenje za učešće u berzanskoj trgovini. Kako Zakon o berzama ističe „berzansku trgovinu prema pravilima“ sa nekom hartijom od vrednosti, neophodno je da kreditna ustanova pruži sledeće: da stalno savetuje emitenta u pogledu emisije i prometa određene hartije od vrednosti; pruži servis kod realizacije dobiti ili kamata; da prosleđuje vlasničke hartije; saraduje kod zamene ili inovacija deoničarskih papira; obaveštava upravni odbor berze radi privremenog obustavljanja trgovine određenom hartijom ili kod povremenih odjava; priprema i sprovodi dokapitalizacije putem nove emisije; obaveštava upravni odbor o početku roka za nosioce prioritetnih prava kod dokapitalizacije, kako bi se mogle utvrditi prve kotacije bez uzimanja ovih prava u obzir; garantovanje raspoloživosti određene hartije u skladu sa berzanskim pravilima.

Dozvola za emisiju hartije od vrednosti odobriće se: kada emitent i hartija od vrednosti odgovaraju odredbama kojima se štiti javnost i omogućava propisana berzanska trgovina; kada je uz zahtev priložen prospekt za objavljivanje i ukoliko ne postoje razlozi zbog kojih bi izdavanje dozvole za hartiju od vrednosti dovelo do obmanjivanja javnosti ili do nanošenja znatne štete zajedničkim interesima. Zahtev može biti odbijen ako hartija od vrednosti ne ispunjava navedene zahteve, ukoliko emitent ne ispunjava svoje obaveze iz nekih ranijih emisija za službeno kotiranje.

Najmanji iznos za dobijanje dozvole kod emisije akcija mora iznositi 2,5 miliona evra, s tim što ovo ne važi ukoliko su akcije iste vrste već u službenom prometu na berzi. Kod drugih hartija od vrednosti osim akcija nominalan iznos mora biti najmanje 0,5 miliona evra.

Emitent hartije od vrednosti kome se izdaje dozvola mora kao preduzeće postojati najmanje tri godine i mora prezentovati godišnje izveštaje iz 3 poslednje poslovne godine.

Emisije državnih obveznica oslobođene su procedure izdavanja dozvola i po Zakonu automatski stiču dozvolu za službeno kotiranje.

Svaki emitent koji se prvi put pojavljuje sa zahtevom za emitovanje hartija od vrednosti za službeno kotiranje na berzi obavezan je da izradi kompletan prospekt. Od ovog opšteg pravila propisima su utvrđeni mnogobrojni slučajevi olakšanja izrade prospekta.

Prospekt mora da sadrži sledeće podatke o:

1. licima i društvima koja preuzimaju odgovornost za sadržaj prospekta;
2. hartijama od vrednosti za koje se traži dozvola;

3. emitentu hartija od vrednosti;
4. proceni godišnjeg izveštaja o poslovanju emitenta i druge podatke sadržane u prospektu.

Sadržaj prospekta zavisi od toga da li se radi o izdavanju dozvole za emisiju akcija ili drugih hartija od vrednosti.

Prospekt se mora objaviti u obaveznom berzanskom listu u kojem je objavljen i zahtev za izdavanje dozvole. Osim toga, on se mora objaviti ili naznačiti u vidu crtice – mape u Saveznom službenom glasniku.

Emitent je dužan da tokom godine objavi najmanje jedan periodičan izveštaj, i to objavom u najmanje jednom od obaveznih listova ili u vidu brošure. Emitent je takođe dužan da objavi sve činjenice koje su nastupile u poslovanju ukoliko su od uticaja na poslovanje, a mogle bi dovesti do drastične promene kursa akcija, ili kada se radi o emisiji dužničkih hartija od vrednosti, koje bi mogle uticati na njegovu sposobnost da izvršava preuzete obaveze.

Pored toga, emitent je dužan da objavi promenu pravnog statusa, saopštenja i pozive za skupštinu akcionara, odnosno vlasnika obveznica, dodatne podatke kao što je uzimanje pozajmica, te garantne obaveze koje se tom prilikom preuzimaju.

## IZDAVANJE DOZVOLA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI NA REGULISANOM TRŽIŠTU (*GEREGELTEN MARKT*)

Hartije od vrednosti mogu biti puštene na regulisanom tržištu ukoliko prethodno nisu u službenom berzanskom prometu. Zahtev za izdavanje dozvole na regulisanom tržištu može podneti emitent zajedno sa nekom od kreditnih ustanova koja poseduje licencu za rad na nekoj od domaćih berzi. Na ovaj način se sprečava monopol koji imaju banke kod podnošenja zahteva za izdavanje dozvola za službeno kotiranje i slobodno tržište. Pri tome treba naglasiti da ovo preduzeće-emitent mora raspolagati stručnim kadrovima, te neophodnim i adekvatnim sredstvima koja garantuju procenjivanje emitenta u cilju obezbeđenja pravilne berzanske trgovine i zaštite interesa javnosti.

Odluku o izdavanju dozvole za trgovinu hartijama od vrednosti na regulisanom tržištu donosi komisija na berzi, i to ako: 1) emitent i hartija od vrednosti odgovaraju zahtevima, koji omogućavaju propisanu berzansku trgovinu; 2) ako je zahtevu priložen izveštaj preduzeća; 3) nisu poznate okolnosti koje bi u slučaju izdavanja dozvole mogle dovesti do prevare javnosti i narušavanja javnog interesa.

Obveznice Saveza, njegovih posebnih fondova ili saveznih pokrajina, kao i obveznice zemalja članica EU, automatski su dozvoljene za trgovinu na regulisanom tržištu na svim domaćim berzama. Uz zahtev se kod plasiranja hartija od vrednosti na regulisanom

tržištu prilaže tzv. „izveštaj preduzeća“ (*Unternehmenbericht*), koji je po svojoj sadržini i obliku identičan prospektu. Jedinu razliku u odnosu na prospekt moguće je zapaziti u obimu publikovanog materijala i podataka, što je najčešće u vezi sa veličinom preduzeća-emitenta. Izveštaj preduzeća objavljuje se u jednom od propisanih listova, ili se u vidu brošure stavlja na raspolaganje javnosti. Zakonom o berzama i Berzanskim pravilnikom regulisani su slučajevi kada se smatra da je javnost dovoljno informisana, te da ne postoji potreba publikovanja izveštaja preduzeća.

Komisija za dozvole na berzi (koja je defakto identična sa komisijom koja izdaje dozvole za službeno kotiranje) može preduzeće-emitenta koji je svoje hartije od vrednosti već plasirao na nekoj drugoj domaćoj berzi (ukoliko se radi o službenom kotiranju), osloboditi obaveze objavljivanja ili izrade izveštaja preduzeća.

Za kreditne ustanove koje svoje obveznice plasiraju na regulisano tržište ne postoji obaveza objavljivanja izveštaja, ukoliko su iste hartije već u službenom ili regulisanom prometu na nekoj drugoj nemačkoj berzi, uz uslov da dotična ustanova redovno objavljuje svoje godišnje izveštaje. Na ovaj način se umnogome olakšava emisija akcija ili obveznica od strane kreditnih ustanova.

Tekuće informisanje od strane preduzeća-emitenta na regulisanom tržištu zasniva se na sličnim normama koje važe kod službenog kotiranja.

## IZDAVANJE DOZVOLA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI NA SLOBODNOM TRŽIŠTU (*FREIVERKEHR*)

Zahtev za izdavanje dozvola za hartije u slobodnom prometu mogu podneti samo kreditne ustanove koje poseduju dozvolu za rad na berzi. Odluku o prihvatanju hartija u slobodni promet donosi komisija na berzi i ona mora biti objavljena na oglasnoj tabli berze.

Novim zakonskim propisima (Zakonom o prospektu i Pravilnikom o prospektu) obavezi izrade prospekta podvrgnuto je i slobodno tržište, čije obaveze u pojedinim slučajevima prevazilaze norme postavljene kod hartija od vrednosti za službeno kotiranje i regulisanom tržištu. Prodajni prospekt ne mora biti objavljen ni u štampi, ni u vidu brošure stavljen javnosti na raspolaganje. Ukoliko se prilikom prve emisije ne izradi prodajni prospekt, onda je to najčešće u slučajevima kada se hartija nudi užem krugu interesenata (privatan plasman – eng. *private placement*, nem. *Private Platzierung*).

Kod slobodnog prometa ne postoji obaveza preduzeća-emitenta u pogledu tekućeg informisanja javnosti.

U okviru nemačkog rentnog tržišta (tržišta duga) razlikujemo sledeće modalitete indirektno emisije:<sup>5</sup>

1. slobodna prodaja – *Freihändiger Verkauf*;
2. javni upis (prodaja) – *Öffentlicher Zeichnung*;
3. postupak na bazi tendera (aukcije) – *Tenderverfahren*.

## ZAKLJUČAK

Pitanja koja preduzeće mora da razreši pre nego što se odluči za emisiju obveznica, kao način pribavljanja neophodnih sredstava za kapitalna ulaganja, odnose se, pre svega, na: analizu postojećeg finansijskog stanja i buduće moći zarađivanja preduzeća; predviđanje i planiranje budućih tokova gotovine iz kojih preduzeće treba da podmiri preuzete obaveze; procenu dinamike i iznosa dodatnih dobitaka od ulaganja, u odnosu na dodatna opterećenja na ime kamate i oplate glavnice u toku trajanja duga; procenu da li buduća zarađivanja preduzeća dozvoljavaju preuzimanje novih finansijskih opterećenja ako se emisija vrši u cilju refundiranja već dospelog duga; odluku da li će emisija obveznica biti osigurana hipotekom, koja pretpostavlja stavljanje u zalog određenih delova imovine preduzeća.

Prednosti finansiranja kapitalnih ulaganja preduzeća emisijom obveznica ogledaju se u tome da je ukupan kapital podeljen na manje zaokružene iznose na koje glase obveznice, a na taj način se proširuje broj potencijalnih finansijera i na sektor stanovništva. Nadalje, ovaj način pribavljanja sredstava omogućuje preduzeću znatno veće sume novca, nego što bi ono obezbedilo iz samo jednog kreditnog izvora, kao što je to direktno zaduživanje kod banke. Osnovne slabosti ovakvog načina finansiranja kapitalnih ulaganja preduzeća ogledaju se u nepostojanju institucionalnih pretpostavki, koje iziskuju povećanje troškova, i u njegovoj skupoći i riziku, pošto postoji obaveza da se nezavisno od ostvarenog rezultata izmire dospеле obaveze.

S obzirom na to da je dug, sa aspekta preduzeća, često skup i veoma rizičan izvor kapitala, izuzetno je bitno utvrditi optimalan portfolio izvora novčanih sredstava koji bi obezbedio stvaranje optimalne (ciljne) strukture kapitala, odnosno takve strukture pri kojoj bi prosečna cena kapitala bila najniža, a tržišna vrednost preduzeća najviša. Na komponovanje optimalne strukture kapitala utiče niz faktora: finansijski i poslovni leveridž, struktura aktive, stopa rasta, stabilnost prodaje, profitabilnost, tržišni uslovi, poreska opterećenost, stavovi zaimodavca itd.

<sup>5</sup> Harter, Franke, Hogrefe, Seger (1993: 311).

U radu je ukazano na izvore prava tržišta kapitala u SAD i Nemačkoj, kao predstavnicima dva finansijska sistema, prvog zasnovanog na tržištu i drugog zasnovanog na poslovanju banaka, kao i izvore prava tržišta kapitala EU.

Savremeni tržišni uslovi na razvijenim rentnim tržištima (tržištima duga) i potrebe banaka da se prilagode potrebama, kako emitenata tako i investitora na njemu, u okviru novih zakonskih propisa, doveli su do rađanja novih vrsta zajmovno-pravnih efekata koji kao osnovicu imaju obveznicu. Sve to ukazuje na nužnost razvoja finansijskih instrumenata na tržištu dužničkih efekata i potrebu stvaranja institucionalnih uslova za njegov razvoj i širenje, kako u pogledu broja različitih instrumenata tako i u pogledu njegove dubine, odnosno broja i obima transakcija na njemu.

## LITERATURA

- [1] Derosa F. D., (2002) *Managing foreign exchange risk: Advanced strategies for global investors, corporation and financial institutions*, Chicago, Irving.
- [2] Engel, L., Boyd, B., (2000) *How to buy stocks*, New York, Bantam Books.
- [3] Harter W., Franke J., Hogrefe J., Seger R., (1993) *Wertpapiere in Theorie und Praxis*, Stuttgart, Deutscher Sparkassenverlag.
- [4] Jonson S., (2004) *Bond Evaluation, Selection and Management*, Blackwell Publishing.
- [5] Kohn, M., (2004) *Financial institutions and markets*, New York, Oxford University Press Inc.
- [6] Krasulja, D., Ivanišević, M., (2006) *Poslovne finansije*, Beograd, Ekonomski fakultet.
- [7] Kumpel, S., (2004) *Bank-und-Kapitalmarktrecht*, Koln, Verlag Dr. Otto Schmidt KG.
- [8] Ljutić, B., (2007) *Bankarsko i berzansko poslovanje*, Beograd, MBA Pres.
- [9] Ingebretsen, M., (2002) *Nasdaq: A History of the Market That Changed the World*, Prima Lifestyles.
- [10] Modigliani, F., Fabozzi, F., (1996) *Capital markets*, second edition, New Jersey, Prentice Hall International Inc.
- [11] Roland, E., (1993) *Modernes Bondmanagement*, Wiesbaden, Gabler.
- [12] Rose, P. S., (2005) *Menadžment komercijalnih banaka*, Zagreb, Mate.

- [13] Rutterford, J., (2007) *Introduction to stock exchange investment*, third edition, Palgrave Macmillan.
- [14] Šogorov, S., (2004) *Bankarsko pravo*, Novi Sad, Poslovni biro SB.
- [15] Sunders, A., Cornett, M. M., (2006) *Finansijska tržišta i institucije*, Zagreb, Masmedia.
- [16] Steiner, M., Bruns, C., (1995) *Wertpapiermanagement*, Stuttgart, Schaffer-Poeschel.
- [17] Schwager, J. D., (2008) *Stock market wizards: Interviews with American top stock traders*, Marketplace books.
- [18] Vasiljević, B., (2006) *Finansijska tržišta*, Beograd, Zavet.
- [19] Vunjak, N., Kovačević, Lj., (2006) *Bankarstvo – bankarski menadžment*, Bečej, Proleter.
- [20] Hamolka, W., Kauper, I., Küspert, A., (1994) *Das Wertpapiergeschäft*, Wiesbaden, Gabler GmbH.

Primljeno: 28.11.2011.

Odobreno: 08.12.2011.