

**ВИСОКА ПОСЛОВНА ШКОЛА СТРУКОВНИХ СТУДИЈА  
НОВИ САД**

# **ИНВЕСТИЦИОНО БАНКАРСТВО**

**др Слободанка Јовин**

**Нови Сад, 2020. година**

др Слободанка Јовин

## ИНВЕСТИЦИОНО БАНКАРСТВО

**Издавач:**

Висока пословна школа струковних студија, Нови Сад

**За издавача:**

др Јелена Дамњановић

**Рецензент:**

др Жељко Рачић

*Електронско издање – помоћна уџбеничка грађа (скрипта)*

CIP - Каталогизација у публикацији  
Библиотеке Матице српске, Нови Сад

336.71(075.8)

**ЈОВИН, Слободанка, 1976-**

Инвестиционо банкарство [Електронски извор] / Слободанка Јовин. - Нови Сад : Висока пословна школа струковних студија, 2020

Начин приступа (URL): <http://vps.ns.ac.rs>. - Опис заснован на стању на дан 29.10.2020. - Насл. с насловног екрана. – Библиографија.

ISBN 978-86-7203-164-5

а) Инвестиционо банкарство

COBISS.SR-ID 24479241

## ПРЕДГОВОР

Скрипта је настала као резултат тежње аутора да студенте и ширу читалачку публику упозна са светом инвестиционог банкарства.

Инвестиционо банкарство се бави актуелном проблематиком из области пружања финансијских али и саветодавних услуга из области емисије хартија од вредности.

Иако развој инвестиционог банкарства датира још из 19. века, инвестиционо банкарство укључује прилично хетероген скуп активности који се свакодневно шири због снажне конкуренције, захтева клијената и напретка технологије. Без инвестиционих банака не бисмо могли да замислимо постојање финансијског тржишта. Од почетка свог историјског развоја инвестиционе банке су се бавиле прибављањем капитала за раст и развој предузећа.

С обзиром да финансирање путем банкарских кредита није увек доступно, а сопствена средства нису увек расположива у довољном обиму, један од начина прикупљања дугорочних средстава одвија се на тржишту капитала путем емитовања дугорочних хартија од вредности.

Инвестиционе банке су кључни учесници на тржишту капитала и обављају две основне функције. Оне помажу предузећима и држави да дођу до финансијских средстава која су им неопходна, вршећи преузимање и пласирање ХОВ на примарном тржишту. На секундарном тржишту, инвестиционе банке обављају брокерско дилерске послове када купују и продају ХОВ.

Скрипта је настала са жељом аутора за целовитим градивом не само за студенте већ и све заинтересоване који желе да добију свеобухватно знање из основних елемената инвестиционог банкарства.

Материја је подељена у девет наставних целина.

Прво поглавље приказује изворе финансирања предузећа где се у низу могућности издваја финансирање путем емисије хартија од вредности.

Друго поглавље приказује активности инвестиционих банака, историјски развој инвестиционог банкарства и изазове са којима су се инвестиционе банке на том путу суочавале.

У трећем поглављу биће приказано пословање инвестиционих банака али и других финансијских институција као што су комерцијалне, хипотекарне и универзалне банке.

Четврто поглавље приказује инвестиционе банке на примарном тржишту капитала. Пласман емисије је најсложенија операција на примарном

тржишту а то је истовремено и циљна функција инвестиционих банака које су у могућности да реализују пласман брже и ефикасније него емитент. Најчешћи облици емисије хартија од вредности су јавни пласман, приватни пласман и привилеговани пласман.

У петом поглављу студенти ће се упознати са улогом инвестиционих банака приликом емитовања дужничких хартија од вредности.

Шесто поглавље описује послове инвестиционих банака на секундарном тржишту капитала где оне обављају брокерско дилерске послове.

У седмом поглављу дат је приказ финансијског инжењеринга као одговора на бројне промене и изазове из (финансијског) окружења.

Осмо поглавље приказује могућности корпоративног реструктурирања те је дат приказ карактеристика *venture* капитала, LBO трансакција, мерџера и аквизиција.

У последњем, деветом поглављу приказаће се остали послови инвестиционих банака који могу донети значајан приход као што су послови истраживања и саветовања, услуге кастоди банке, клиринг услуге, финансирање фондова, управљање средствима фондова, управљање ризиком фонда, послови арбитраже и шпекулације и др.

Скрипта је настала са жељом аутора за целовитим градивом не само за студенте већ и све заинтересоване који желе да добију свеобухватно знање из основних елемената инвестиционог банкарства.

Циљ и жеља аутора је да у скорије време скрипту обогати додатним садржајима и сазнањима и преточи је у уџбеник.

Нови Сад, септембар, 2020. године

**Аутор**

ПРЕДГОВОР.....	2
Садржај.....	4
<b>1. ИЗВОРИ ФИНАНСИРАЊА ПРЕДУЗЕЋА.....</b>	<b>7</b>
1.1. ИЗВОРИ СОПСТВЕНОГ КАПИТАЛА.....	7
1.2. ИЗВОРИ ПОЗАЈМЉЕНОГ КАПИТАЛА.....	8
1.3. ФИНАНСИРАЊЕ ЕКСПАНЗИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА.....	11
1.4. ТРЖИШНИ ИЗВОРИ ФИНАНСИРАЊА ПРЕДУЗЕЋА.....	13
1.4.1. Кредити пословних банака.....	13
1.4.2. Факторинг.....	15
1.4.3. Лизинг.....	16
1.4.4. Емисија акција и обвезница.....	18
1.4.5. Алтернативни извори финансирања.....	19
<b>2. УВОД У ИНВЕСТИЦИОНО БАНКАРСТВО.....</b>	<b>22</b>
2.1. ПОЈАМ И АКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОНОГ БАНКАРСТВА.....	22
2.2. ИСТОРИЈСКИ РАЗВОЈ ИНВЕСТИЦИОНОГ БАНКАРСТВА.....	26
2.3. ОРГАНИЗАЦИОНА СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИОНИХ БАНАКА.....	28
<b>3. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ И ОСТАЛЕ ФИНАНСИЈСКЕ ИНСТИТУЦИЈЕ.....</b>	<b>32</b>
3.1. УЛОГА И ЗНАЧАЈ ИНВЕСТИЦИОНОГ БАНКАРСТВА НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ.....	32
3.2. КАРАКТЕРИСТИКЕ И ПОВЕЗАНОСТ ИНВЕСТИЦИОНИХ И КОМЕРЦИЈАЛНИХ БАНАКА.....	34
3.3. КАРАКТЕРИСТИКЕ И ПОВЕЗАНОСТ ИНВЕСТИЦИОНИХ И ХИПОТЕКАРНИХ БАНАКА.....	37
3.4. УНИВЕРЗАЛНО БАНКАРСТВО И СУКОБ ИНТЕРЕСА.....	40
<b>4. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ И ВЛАСНИЧКЕ ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ НА ПРИМАРНОМ ТРЖИШТУ.....</b>	<b>45</b>
4.1. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ НА ПРИМАРНОМ ТРЖИШТУ КАПИТАЛА.....	45
4.2. ЈАВНИ ПЛАСМАН ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....	48
4.3. ПРИВАТНИ ПЛАСМАН.....	58

4.4. ПРИВИЛЕГОВАНИ ПЛАСМАН.....	60
4.5. ОСТАЛИ НАЧИНИ ПЛАСМАНА ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....	61
4.6. ИНИЦИЈАЛНА ЈАВНА ПОНУДА.....	61
4.7. ПОКРОВИТЕЉСТВО ЕМИСИЈЕ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....	71
4.8. ДИСТРИБУЦИЈА И ТРОШКОВИ ЕМИСИЈЕ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ .....	73
<b>5. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ И ДУЖНИЧКЕ ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ НА ПРИМАРНОМ ТРЖИШТУ.....</b>	<b>79</b>
5.1. КАРАКТЕРИСТИКЕ ДУЖНИЧКИХ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....	79
5.2. КАРАКТЕРИСТИКЕ ДРЖАВНИХ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....	82
5.3.КАРАКТЕРИСТИКЕ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ ДРЖАВНИХ АГЕНЦИЈА.....	85
5.4. КАРАКТЕРИСТИКЕ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ ЛОКАЛНИХ ОРГАНА ВЛАСТИ (МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ).....	85
5.5. КАРАКТЕРИСТИКЕ КОРПОРАТИВНИХ ОБВЕЗНИЦА.....	86
5.6. КАРАКТЕРИСТИКЕ КОМЕРЦИЈАЛНИХ ЗАПИСА.....	90
<b>6. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ НА СЕКУНДАРНОМ ТРЖИШТУ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....</b>	<b>94</b>
6.1. УЛОГА ИНВЕСТИЦИОНИХ БАНАКА НА СЕКУНДАРНОМ ТРЖИШТУ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....	94
6.2. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ КАО БРОКЕРИ НА СЕКУНДАРНОМ ТРЖИШТУ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....	98
6.3. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ КАО ДИЛЕРИ НА СЕКУНДАРНОМ ТРЖИШТУ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....	100
6.4. КАСТОДИ БАНКА.....	103
<b>7. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ И ФИНАНСИЈСКИ ИНЖЕЊЕРИНГ .....</b>	<b>107</b>
7.1. СЕКЈУРИТИЗАЦИЈА.....	107
7.1.1. Појам и фазе секјуритизације.....	107
7.1.2. Улога секјуритизације у настанку светске финансијске кризе у САД 2008. године.....	112
7.2. ФИНАНСИЈСКИ ДЕРИВАТИ.....	114
7.3. УПРАВЉАЊЕ ФОНДОВИМА.....	117
<b>8. КОРПОРАТИВНО РЕСТРУКТУИРАЊЕ.....</b>	<b>123</b>
8.1. VENTURE CAPITAL.....	124
8.2. ПОСЛОВНИ АНЂЕЛИ (BUSINESS ANGELS) .....	128

8.3. MEZZANINE FINANSIRANJE.....	129
8.4. РИЗИЧНИ КАПИТАЛ У СРБИЈИ .....	131
8.5. ЛБО ТРАНСАКЦИЈЕ .....	132
8.6. МЕРЏЕРИ И АКВИЗИЦИЈЕ.....	135
8.7. КОМПАНИЈЕ СА ПРОБЛЕМИМА У ПОСЛОВАЊУ .....	139
<b>9. ОСТАЛИ ПОСЛОВИ ИНВЕСТИЦИОНИХ БАНАКА.....</b>	<b>143</b>
9.1. ИСТРАЖИВАЊЕ И САВЕТОВАЊЕ.....	143
9.2. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ И ХЕЏ ФОНДОВИ.....	144
9.3. ИНВЕСТИЦИОНЕ БАНКЕ И ПОСЛОВИ ШПЕКУЛАЦИЈЕ И АРБИТРАЖЕ .....	146
Литература.....	151

# 1. ИЗВОРИ ФИНАНСИРАЊА ПРЕДУЗЕЋА

## РЕЗИМЕ

Циљ овог поглавља је да се студенти упознају са могућим изворима финансирања предузећа. С обзиром да је предмет овог уџбеника инвестиционо банкарство које се бави емитовањем и дистрибуцијом хартија од вредности, што представља један од могућих извора финансирања, намера аутора је да студенте упозна и са осталим изворима финансирања јер је дуг пут од оснивања и почетног финансирања предузетничког подухвата до иницијалне јавне понуде.

У том циљу, у овом поглављу се дефинишу и анализирају извори сопственог и извори позајмљеног капитала а потом се приступило навођењу тржишних извора финансирања као што су кредити пословних банака, факторинг, лизинг, алтернативни извори финансирања и емисија акција и обвезница. Емисијом акција и обвезница као и иницијалном јавном понудом детаљно се баве наредна поглавља.

Сврха овог поглавља је да студенти разумеју изворе финансирања и да схвате када се који користи.

### 1.1. ИЗВОРИ СОПСТВЕНОГ КАПИТАЛА

У проналажењу финансијских средстава неопходних за реализацију новог посла, предузеће има више могућности. Оно може уложити сопствени капитал или може ангажовати туђи. За свако предузеће постоје два основна извора финансирања: сопствени (самофинансирање) и спољни извори.

Сопствени извори укључују лични новац инвестиран у предузеће од стране власника или вишкови новца створени пословањем. Личне уштеђевине су најчешће први вид финансирања новооснованог предузећа. Када предузеће затражи кредит, банке очекују да је један део средстава обезбеђен из сопствених извора јер то повећава поверење у сигурност инвестиције.

Превелико задуживање у најранијој фази пословања предузећа повећава притисак на токове готовине и негативно утиче на успех пословања. Коришћењем сопствених средстава у почетној фази пословања минимизира се дуг предузећа и одржава контрола над пословањем (Scarborough, 2012).

Вишкови новца настају када предузећа профитабилно послују и када се правилно управља обртним капиталом и токовима готовине.



Износ сопствених финансијских средстава за улагање у пословање зависи од тренутног финансијског стања предузећа. Позитиван финансијски резултат је основ за самофинансирање предузећа.

Сопствене изворе можемо поделити на интерне и екстерне. Интерни извори обухватају акумулирани нето добитак, односно позитиван финансијски резултат који је предузеће остварило у претходном периоду. Међутим, треба имати у виду да се не може користити цео нето добитак јер се он треба распоредити на раднике, акционаре, власнике трајних улога и слично. Екстерни извори самофинансирања настају емитовањем акција и обвезница на примарном тржишту капитала.

Предности самофинансирања су бројне јер је финансирање сопственим средствима јефтиније од коришћења туђих извора јер не изазива трошкове камате нити ствара обавезу враћања главнице. Поред тога, процес самофинансирања представља гаранцију повериоцима да ће предузеће бити у могућности да врати уложена средства. Често је одређен износ самофинансирања у виду сопственог учешћа неопходан да би предузеће користило и туђе изворе.

## 1.2. ИЗВОРИ ПОЗАЈМЉЕНОГ КАПИТАЛА

Још је Schumpeter у свом делу „Теорија привредног развоја“, сматрао да предузетнику треба кредит како би производио и био у стању да реализује нове комбинације, односно постао предузетник. Да би постао предузетник, потребно је да прво постане дужник. Према Schumpeterу, кредит ствара куповну моћ у циљу њеног преноса на предузетника, а одобравање кредита представља налог привредном систему да се стави на располагање предузетнику. Ова функција представља основ савременог кредитног система (Schumpeter, 2012).

Извори позајмљеног капитала представљају дуг предузећа. Најчешћи извори позајмљеног капитала су банке, фондови или партнери. У сваком случају је потребно саставити пословни план на основу којег ће потенцијални кредитор закључити да ли је у питању економски оправдано инвестиционо улагање.

Најзначајнији извори позајмљеног капитала према Casu, Girardone, Molyneux, (2006) су банкарски кредити, *overdraft*, лизинг, факторинг, трговачки кредити, инвеститори и други партнери, *venture capital* и пословни анђели.

Када су у питању мала предузећа, главни извор позајмљеног капитала су традиционални банкарски кредити и *overdraft* (Casu, Girardone, Molyneux, 2006).

У циљу оптималног пословања, краткорочне и сезонске потребе би требало финансирати краткорочним изворима, док би стална имовина

била финансирана дугорочним средствима. У периоду сезонских потреба, предузеће треба да позајмљује на кратак рок, како би позајмицу отплаћивало готовином која би се ослобађала продајом залиха и наплатом потраживања. Трајне потребе би се финансирале дугорочним задуживањем и акционарским улогом. На овај начин финансирање би се користило само кад је потребно а дугорочна профитабилност би била ослонац у покривању трошкова дугорочног финансирања (Horne, Wachowicz, JR, 2007).

Недостаци кредита се огледају у томе што прибављање новчаних средстава из туђих извора повлачи са собом повећање трошкова пословања и смањује кредитну способност предузећа. Истовремено, са порастом туђих извора повећава се и ризик неликвидности привредних субјеката. Финансијски показатељи као што су задуженост и ликвидност се погоршавају а токови готовине предузећа се смањују.

Постоје три главна недостатка коришћења банкарских кредита у раној фази пословања предузећа:

- Кредит мора бити враћен благовремено што може представљати потешкоћу за предузеће које је тек започело реализацију своје предузетничке идеје;
- Токови готовине су веома скромни у почетном периоду постојања предузећа;
- Повериоци захтевају висок ниво обезбеђења како би заштитили своја средства. И када је у питању предузетник који нема пословну имовину, банка може захтевати његова лична средства.

Банке нису оптимално решење за финансирање *start up* пројеката. Банке избегавају ризик а финансирање *start up* предузећа је ризично. Банке су заинтересоване за предузећа са добрим токовима готовине, ниским левериџом, добрим менаџментом и квалитетним финансијским извештајима. Иако већина новооснованих предузећа има задовољавајући менаџмент, само неколико њих има и остале карактеристике које банке очекују. Из наведених разлога банке су добар извор финансирања у каснијој фази животног циклуса предузећа (Barringer, Ireland, 2010).

У развијеним земљама, чест извор финансирања предузећа су различити облици државних фондова. Фондови се углавном финансирају из буџетских или владиних средстава. Најчешће се оснивају у циљу ширег друштвеног интереса. Фондови повремено расписују конкурсе са повољнијим каматним стопама од банкарских. Међутим, износи тих средстава су ограниченог обима и нуде се само спорадично па предузећа не могу на њих рачунати као на континуирану подршку.

Из наведених разлога све већи значај треба да имају некрeditни послови као што су лизинг, факторинг, фондови ризичног капитала, који имају велике предности како за предузећа тако и за банке.

Један од начина дужничког финансирања јесте лизинг. Лизинг представља финансијске трансакције које се најчешће реализују када се опрема користи у закуп.

И факторинг може бити значајан извор финансирања, нарочито за предузећа која дугорочно сарађују са својим купцима. Факторинг је погодан извор краткорочног финансирања за сва предузећа па и предузетнике који имају квалитетна потраживања а желе да до готовог новца дођу пре рока доспећа. Факторинг представља добар начин за обезбеђење брзе и сигурне наплате потраживања јер осим авансне наплате потраживања, елиминише и ризик наплате. При томе, претварањем потраживања у ликвидна средства, предузећа не умањују своју кредитну способност

Средства инвеститора су следећи извор финансирања који се ређе појављује у земљама у транзицији док у развијеним земљама постоје развијени механизми обезбеђења капитала за оснивање нових предузећа. Најпознатији вид инвестиционог финансирања је *venture* или ризични капитал. Улога инвеститора је значајна јер су поред финансирања активно укључени у управљање предузећем.

Већина инвестиција траје 3 до 7 година а поред средстава инвеститор улаже и знање, искуство и контакте како би помогао у развоју предузећа (Casu, Girardone, Molyneux, 2006).

Емитовање акција односно иницијална јавна понуда је начин прикупљања капитала за предузећа са традицијом, добрим финансијским извештајима, менаџментом и бизнис планом која желе први пут да се представе јавности. Велику помоћ у овом поступку пружају инвестиционе банке. Емисијом акција предузеће долази до неопходног капитала, а инвеститори постају сувласници предузећа.

И *mezzanine* финансирање и пословни анђели у развијеним земљама су значајан извор екстерног финансирања.

Наредна табела приказује паралелни преглед сопствених и позајмљених извора финансирања.

Табела 1

Приказ сопствених и позајмљених извора финансирања предузећа

Сопствени извори финансирања	Позајмљени извори финансирања
<b>Интерни</b>	<b>Банкарски извори</b>
Акумулирани нето добитак	Банкарски кредити (краткорочни, средњорочни и дугорочни)
<b>Екстерни</b>	<b>Остали извори</b>
Емитовање акција	Лизинг
Емисија обвезница	Факторинг, форфетинг
	Venture capital, mezzanine, пословни анђели
<b>Извори с обзиром на порекло средстава</b>	
Средства власника	Банке, даваоци лизинга, фондови
Вишкови створени пословањем	Факторинг, форфетинг и остале институције
	Партнери

*Напомена:* Представљено од стране аутора.

### 1.3. ФИНАНСИРАЊЕ ЕКСПАНЗИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА

Једна од највећих препрека за раст и развој предузећа је проблем прибављања неопходних финансијских средстава за реализацију плана експанзије.

Недостатак готовог новца, немогућност добијања додатног капитала за експанзију и губитак контроле праћен високим трошковима су три финансијске болести које се јављају истовремено иако је и свака појединачно довољна да угрози здравље ако не и живот предузећа (Drucker, 2006).

У развијеним тржишним економијама, последњих година учињени су значајни помаци у ставовима банака, кредитних институција, као и заинтересованих инвеститора у погледу финансијске подршке перспективним предузетничким пројектима.

Сви претходно разматрани финансијски извори релевантни су и када је реч о експанзији пословне активности, при чему пословни успех предузећа у претходном периоду представља додатну гаранцију за финансијску подршку новом пројекту. Одређени развојни програми

спадају у групу високо профитабилних али и високо ризичних подухвата, па их финансијске институције нерадо подржавају. Улагачи у перспективне програме могу бити инвестициони фондови, пословни анђели, грађевинске и осигуравајуће компаније и други.

Постоје два главна доступна типа финансирања. Први је дужнички капитал. Дужнички капитал обухвата кредит који треба отплатити са каматом. Банке су главни извор дужничког капитала за нова и растућа предузећа, иако део дужничког капитала може бити доступан кроз друге изворе.

У случају финансирања путем кредита, неопходно је пажљиво припремити захтев за финансирање експанзије. Најчешће се захтева и учешће предузећа у инвестицији где је потребно анализирати и проценити сопствене изворе.

Други облик финансирања раста предузећа је капитал са правом власништва, односно власнички капитал који подразумева да се инвеститору омогући неки облик власништва у предузећу а профит се дели у сразмери са власништвом.

Власнички капитал предузећу пружа следеће погодности:

- Предузеће не мора редовно отплаћивати камате и главницу па се ток новца побољшава;
- Предузеће има професионалне партнере који настоје да се профитабилност предузећа повећа, као и да се побољшају пословни резултати;
- Смањује се финансијски притисак.

Најчешћи извори власничког капитала су фондови ризичног капитала (*venture capital*) и тзв. пословни анђели (*business angels*).

Један од могућих облика финансирања пословне експанзије, развијен у Великој Британији, а врло поучан за нашу привредну праксу, је тзв. *The Business Expansion Scheme*. Појединци који желе да инвестирају у мало предузеће, а при томе немају власнички интерес, имају право на максималне пореске олакшице по основу оваквог инвестирања. Услов за ово је да је њихов капитал ангажован најмање пет година. Многи појединци, улажу своја средства у мала предузећа како би искористили ове пореске олакшице. Атрактивност овог облика финансирања за предузетника који врши експанзију свог пословања је да добије потребна средства, а да уласком инвеститора не губи укупну контролу над пројектом. Истовремено, инвеститор, за разлику од банака, не поставља тако ригорозне услове у погледу сигурности.

И емисија акција представља значајан извор финансирања предузећа. Емисија акција представља сопствене изворе средстава, али из групе

екстерних извора. Емисија акција има за алтернативу финансирање путем кредита или емисије обвезница.

Међутим, за разлику од кредита или обвезница где је могућност прикупљања капитала ограничена степеном задужености, код емисије акција не постоји то ограничење, те на овај начин компанија може да прикупи значајно више финансијских средстава, без опасности од раста нивоа задуживања.

Предузетницима стоје на располагању и додатне могућности финансирања нових пројеката као што су средства добављача, купаца и запослених. Добављачи могу учествовати у финансирању новог пројекта дајући материјалну подршку, преносећи знање или дајући предузетнику разна одлагања у плаћању итд. И купци могу финансирати оперативне активности новог пројекта тако што ће плаћањем унапред кредитирати предузетника. Купци могу имати и посебан интерес за неке производе па су спремни да финансирају део технолошког развоја новог производа. И запослени могу учествовати у капиталу новог предузећа и тако развити додатну мотивацију због будуће добити, очувања производње и запослености.

## **1.4. ТРЖИШНИ ИЗВОРИ ФИНАНСИРАЊА ПРЕДУЗЕЋА**

### ***1.4.1. Кредити пословних банака***

#### ***1.4.1.1. Краткорочни кредити***

Постоји много извора који омогућавају директно финансирање предузећа. Ипак, пословне банке играју кључну улогу на свим нивоима развоја предузећа, од самог оснивања па до раста и развоја предузећа, било традиционалним кредитирањем или уз подршку државе и гаранцијских фондова.

Најчешћи облик дужничког капитала су банкарски кредити. Банкама је циљ што бржи поврат уложених средстава, па чешће одобравају краткорочне кредите. Основни циљ оваквих кредита је финансирање тренутних потреба за капиталом.

Краткорочни кредити се одобравају у циљу задовољења краткорочних потреба за обртним средствима предузећа (набавка залиха сировина, полупроизвода, готових производа). Служе за финансирање текуће пословне активности, односно за превазилажење текуће неликвидности. Према намени, краткорочни кредити се деле на кредите за производњу, кредите за залихе и кредите за робни промет.

Кредити за залихе се најчешће одобравају у периодима неусклађености производње и продаје, или због недостатка трајних обртних средстава

која су потребна за финансирање редовног обима производње. Кредити за залихе могу се разврстати на кредите за сезонске и за ванредне залихе. Кредити за робни промет се користе за повећање промета, куповине и продаје робе у продавницама, veleпродаји, малопродаји и спољнотрговинском промету. Ове кредите могу користити прометна и производна предузећа за робу која је предмет њиховог пословања. Најчешћи облик краткорочног кредитирања јесу кредити по текућим рачунима, контокорентни или overdraft кредити. То су отворене кредитне линије које банка одобрава у корист текућег рачуна предузећа а предузећа користе потребан износ кредита до одобреног лимита. Предузеће плаћа камату само на искоришћени део одобреног кредита. Предузеће има флексибилан приступ средствима током одређеног периода. У питању је распрострањен облик краткорочног кредитирања, који предузећу даје могућност превазилажења тренутне неликвидности и брзу процедуру одобравања кредита. Углавном се одобрава на период до годину дана али често има дугорочан значај. Каматне стопе на overdraft кредите у правилу су више него на остале врсте кредита. Овим кредитима се смањује неизвесност одобравања нових кредита.

Приликом финансирања обртних средстава, банка анализира стање залиха предузећа као и структуру потраживања од купаца и обавеза према добављачима. Анализа кредитне способности (анализа 5С), уз примену пројекције новчаних токова, представља довољно детаљну анализу за одобравање краткорочних кредита.

„Предузеће које је у оснивању, кредит за обртна средства обезбеђује истовремено када и кредит за основна средства, с тим што се средства користе тек по завршетку изградње грађевинских објеката и монтаже опреме. Предузеће које за собом има већ одређени радни век такође се може јавити за кредит за трајна обртна средства, било због повећане производње, било због тога што је дотадашња обртна средства утрошило у инвестиције“ (Бјелица, 2001, стр. 239).

#### ***1.4.1.2. Средњорочни и дугорочни кредити***

Улагање у основна средства битан је услов привредног раста и развоја. Средњорочни кредити се одобравају на период од једне до пет година и најчешће се отплаћују квартално или полугодишње. Они се одобравају за трајна обртна средства али и за финансирање инвестиционих потреба предузећа. Све је чешћа појава да се краткорочни кредити претварају у средњорочне и дугорочне када:

- Предузеће не може о року да одговори на своје обавезе враћања краткорочног кредита;
- Када се обезбеђење не може реализовати, односно може се делимично реализовати;

- Када пословна банка због одржавања конкретног пословног односа са комитентом продужава рокове и омогућава поврат кредита (Вуњак и Ковачевић, 2006).

Дугорочни кредити се одобравају са роком дужим од пет година у циљу финансирања инвестиционих улагања. С обзиром да су код ових кредита ризици много већи, потребна је детаљна анализа инвестиционог пројекта уз обезбеђење у виду гаранција, хипотека, залога на опрему и сл.

Инвестициони кредити се одобравају за следеће активности (Хаџић, 2011):

- За почетно инвестирање предузећа које је у оснивању;
- За техничко - технолошко унапређење пословања;
- За набавку трајних обртних средстава.

Отплата ових кредита врши се на месечном, тромесечном, полугодишњем или годишњем нивоу у складу са приливом готовине која ће се користити за отплату.

Посебна категорија дугорочних кредита су хипотекарни кредити који се односе на кредите одобрене за финансирање изградње станова, пословних зграда, грађевинских објеката и сл. Одобравају се на дуги рок, чак и до 30 година на основу залоге непокретне имовине. Код хипотекарних кредита мора се поменути и секјуритизација о којој ћемо детаљније говорити у наредним поглављима. Она пружа могућност да банке групишу део својих хипотекарних дугорочних зајмова и да се на основу пула таквих зајмова емитују хартије од вредности које се продају институционалним инвеститорима и другим субјектима на финансијском тржишту. На овај начин, банке повећавају своју ликвидност и стварају основ за ново одобравање кредита.

У земљама са развијеним тржиштем капитала, предузећа могу да дођу до финансијских средстава путем институционалног финансирања и путем емисије хартија од вредности на финансијском тржишту. Међутим, у земљама у транзицији, предузећа су упућена углавном на банке.

Поступак одобравања дугорочних кредита је сложенији јер је анализа података детаљнија, а уз финансијске извештаје се подноси и пословни план у којем се осим детаљног описа инвестиционог пројекта, анализира економска оправданост улагања уз анализу менаџмента, тржишта набавке и продаје, технологије, конкурентске позиције предузећа и сл. У циљу благовременог враћања кредита, банка захтева одговарајуће инструменте обезбеђења, као што су гаранција или хипотека на непокретностима и др.



### **1.4.2. Факторинг**

Пренос извозникових потраживања на факторинг компаније има за циљ смањење обима неопходних обртних средстава и лакше планирање расположивих средстава. Факторинг може бити важан извор финансирања предузећа, а у неким земљама, као што је Италија, он је основни начин финансирања обртних средстава.

Да би смањила свој ризик, фактор компанија авансира 80 до 90% вредности потраживања. Провизија факторинг компанија износи од 1 до 3% од укупне вредности потраживања.

Факторинг успешно решава проблеме продаје, односно пласмана. Иако је ово прилично скуп начин обезбеђења потребних финансијских средстава, он многим предузећима омогућава реализацију експанзије. Предузећима која немају приступ банкарским кредитима, факторинг може бити једино решење. Осим наплате потраживања и преноса ризика на фактор компанију, предузеће поправља и своју ликвидност јер је добило аванс за своја потраживања. То је сложен метод који обједињује мешавину финансија, кредитног осигурања и услуга финансијског управљања.

Оно што факторинг разликује од класичног кредита за финансирање обртних средстава јесте чињеница да се факторинг првенствено заснива на квалитету потраживања, док се кредит одобрава у зависности од кредитне способности предузећа.

Предности факторинга посебно се истичу у условима ограниченог кредитирања и отежаног приступа предузећа краткорочним кредитима код банака.

Овај облик финансирања је намењен предузећима која имају успостављену вишегодишњу сарадњу са својим купцима, а имају потребу за тренутном наплатом потраживања и додатним обртним средствима која не желе или не могу да обезбеде путем кредита, већ путем откупа потраживања.

На развијеним финансијским тржиштима већи део факторинга се реализује без права регреса, при чему фактор компанија откупљује потраживање (већи део или у целости) и преузима ризик наплате. Када је у питању факторинг са правом регреса, фактор компанија захтева да јој средства буду враћена у случају неизвршења плаћања од стране дужника (Scarborough, 2012). Овај вид факторинга присутнији је у земљама са неразвијеним финансијским тржиштем, где је често тешко проценити ризик наплате потраживања.

### 1.4.3. Лизинг

Лизинг у облику у којем га данас познајемо појавио се педесетих година прошлог века у САД одакле се проширио и на друге земље света, пре свега у Европу и Јапан. Од 1960. године у САД је дозвољено и комерцијалним банкама да врше финансирање путем лизинга, што је један од првих знакова дерегулације банкарског система.

Лизинг све више добија на значају с обзиром да је опрема постала све сложенија и скупља, а развој технологије све бржи па одлагање инвестирања значи заостајање у односу на конкуренцију. Лизинг може бити веома користан начин за средњорочно и дугорочно финансирање опреме предузећа, а посебно за новооснована јер она тешко могу да приступе другим изворима финансирања.

Разликујемо оперативни и финансијски лизинг. Оперативни лизинг означава краткорочни лизинг уговор код кога се не уговара рок закупа већ само отказни рокови у оквиру којих се опрема може вратити закуподавцу а уговорне стране имају право да откажу уговор у сваком моменту према условима који су у њима наведени.

Међутим, финансијски лизинг је сложенија трансакција и представља облик кредитног аранжмана и представља финансирање куповине док оперативни финансира коришћење предмета лизинга.

Током периода отплате, власник опреме је давалац лизинга. По истеку уговора, прималац лизинга опрему може вратити продавцу или купити по цени нижој од тржишне вредности опреме. Најчешће се уговара да плаћањем последње рате, прималац лизинга постаје власник предмета лизинга. Међутим, има случајева да прималац лизинга, да би постао власник опреме, мора да плати њен откуп у вредности од неколико процената од њене набавне вредности.

Ова форма финансирања је посебно заступљена у Италији, Шведској, Немачкој, Великој Британији и Португалу.

Према истраживању *LeaseEurope* у 2015. години, путничка возила су роба која се најчешће узима на лизинг, прате их индустријска опрема и комерцијална возила. 74% нове опреме укључујући и возила односи се на набавку од стране приватног сектора док се 23% односи на физичка лица а 3% на јавни сектор. Као и у претходном периоду, већина нових уговора (73%) склопљена је на период између 2 и 5 година (*LeaseEurope*, 2015).

У великом броју земаља лизинг посебно користе брзо растућа мала предузећа (нпр. у Белгији, Холандији, Данској, Финској, Ирској и Шпанији). Ово се објашњава чињеницом да експанзивна стратегија захтева новац за инвестирање и обртни капитал, што је доступније

применом лизинга, будући да се не ангажују средства и самим тим не умањује ликвидност.

Док је осамдесетих година прошлог века лизинг био омиљени финансијски инструмент за компаније које су имале финансијских потешкоћа, садашње процедуре кредитних гаранција и захтева лизинг компанија су веома озбиљне.

Једна од водећих предности лизинга јесте да је корисник лизинга у могућности да у што краћем року, уз једноставнију процедуру, без ангажовања својих средстава набави опрему која му је потребна за обављање делатности, нарочито када је она потребна на одређено време.

Поред тога, захтевана средства обезбеђења су углавном мања него код банкарског кредитирања, док даваоц лизинга за разлику од банака пружа и додатне услуге, као што је повољније одржавање опреме.

Лизинг омогућава коришћење туђих средстава и не изазива финансијске трошкове као код банкарског кредита, што доприноси повећању ликвидности и токова готовине и пружа могућност да се расположива средства усмере у друге профитабилне активности.

Набавком опреме путем лизинга смањује се ризик коришћења технолошки застареле опреме, чиме се осим на трошковима набавке, штеди на трошковима амортизације, текућег одржавања, премијама осигурања и сл.

Главни недостатак лизинга је у чињеници да је ефективна каматна стопа обично виша у поређењу са банкарским кредитима будући да покрива опадање вредности, одржавање, осигурање и инфлацију. Она се састоји од основних трошкова лизинга (који се изражавају кроз закупнину у виду накнаде за коришћење опреме и преузимање пословних ризика) и споредних трошкова који се односе на набавку и коришћење опреме.

Још један од недостатка лизинга јесте чињеница да се лизингом може финансирати само набавка основних средстава. Њиме се не може задовољити потреба клијената за обртним средствима, мада прилагођене отплате лизинга поправљају токове готовине и индиректно ослобађају обртна средства за клијента.

#### ***1.4.4. Емисија акција и обвезница***

С обзиром да финансирање путем банкарских кредита није увек лако доступно, а сопствена средства нису увек расположива, један од начина прикупљања дугорочних средстава одвија се на тржишту капитала путем емитовања хартија од вредности. Тржиште на којем се први пут емитују хартије од вредности зове се примарно тржиште. На том тржишту емитенти прикупљају неопходна средства путем емисије и пласмана

дугорочних хартија од вредности. Средства за потребе пословања, предузећа могу да обезбеде путем тржишта капитала, односно емитовањем хартија од вредности (комерцијални записи, обвезнице и акције) и њиховом продајом на финансијском тржишту.

Инвестиционе банке се баве пружањем савета предузећима у вези са емисијом хартија од вредности, припремом неопходне документације, подношењем документације Комисији за хартије од вредности, покровитељством односно откупом емисије, дистрибуцијом и продајом хартија од вредности о чему ће бити више речи у наредним поглављима.

Крајем деведесетих година XX века у Србији је било присутно финансирање путем емитовања краткорочних обвезница и комерцијалних записа. У том периоду услови одобравања кредита у банкама су били лоши а кредити слабо доступни па су се предузећа окретала финансијском тржишту.

Основна разлика између обвезница и акција је у томе што су обвезнице инструмент дуга док су акције власничке хартије од вредности и самим тим носе право на управљање и дивиденду.

Финансирање пословних активности предузећа емитовањем обвезница, за предузеће, представља врсту кредитног односа који подразумева обавезу плаћања камате и отплате главнице.

Најчешћи начин прикупљања капитала у акционарском друштву је путем емисије акција. Када компанија први пут емитује акције то се зове иницијална јавна понуда (IPO) о чему ће бити више речи у наредним поглављима.

Финансирање путем емисије акција има бројне предности у односу на друге врсте екстерног финансирања (Ерић, Бераха, Ђуричин, Кеџман и Јакишић, 2012):

- Брже прикупљање потребних финансијских средстава;
- Смањује се директна зависност од банака;
- Нижи су трошкови финансирања, а дужи рокови доспећа;
- Омогућава се приступ ширем кругу инвеститора;
- Прикупљањем капитала путем емисије акција компанија креира повољнију позицију приликом узимања нових кредита, односно емисије нових акција у будућности;
- Омогућава се рефинансирање постојећих дугова путем финансијског тржишта под повољнијим условима.

Потреба за капиталом не значи увек да је јавна понуда акција право или чак могуће решење. Компанија мора бити перципирана као привлачан кандидат за инвестирање.