Univerzitet Crne Gore
EKONOMSKI FAKULTET PODGORICA

Analiza poslovanja investicione banke

– DIPLOMSKI RAD –

Mentor:
Prof. dr Slobodan Lakić

Kandidat:
Vukan Lakić
Broj dosijea:
33/11

Podgorica, novembar 2015.

Sadržaj:

UVOD 3
I TEORIJSKI I KONCEPTUALNI PRISTUP INVESTICIONOM BANKARSTVU 2
1. Definisanje investicione banke 2
2. Istorijski razvoj investicionog bankarstva 4
3. Klasifikacija poslova investicionih banaka 6
4. Pregled američkog zakonodavstva o investicionom bankarstvu 8
5. Pregled vlasničke i bilansne strukture investicione banke 9
6. Pregled organizacione strukture investicione banke 12
7. Promjene u investicionom bankarstvu kao posljedica finansijske krize 14
II INVESTICIONE BANKE NA PRIMARNOM TRŽIŠTU 16
1. Funkcije investicione banke na primarnom tržištu 17
2. Investiciona banka u poslovima javnog plasmana emisije hartija od vrijednosti 18
2.1. Pokretanje i registracija emisije hartija od vrijednosti 18
2.2. Potpisivanje emisije hartija od vrijednosti 21
2.3. Diskont i troškovi javne emisije hartija od vrijednosti 24
3. Privatni plasman emisije hartija od vrijednosti 25
4. Privilegovan plasman emisije hartija od vrijednosti 26
5. Inicijalna javna ponuda hartija od vrijednosti 27
6. Proces javne emisije hartija od vrijednosti – primjer 28
III INVESTICIONE BANKE NA SEKUNDARNOM TRŽIŠTU 30
1. Investicione banke u ulozi dilera 31
2. Brokerski poslovi investicione banke kao sredstvo ostvarivanja sinergije unutar organizacije 32
3. Investicione banke u poslovima špekulacija i arbitraže na sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti 33

4. Fundamentalna i tehnička analiza u cilju donošenja odluka investicionih banaka 35
5. Studija slučaja: Tehnička analiza DAX-a 37
IV ULOGA INVESTICIONE BANKE U POSLOVIMA KONSOLIDACIJE 41
1. Sinergija kao ključni motiv konsolidacije 41
2. Procesi i faze merdžera i akvizicija 43
3. Načini finansiranja konsolidacije 46
4. Matrica merdžera i akvizicija 47
5. Obračun prihoda na osnovu usluga iz konsolidacije 49
6. Primjer konsolidacije: Amazon i Zapos 50
V OSTALI POSLOVI INVESTICIONIH BANAKA 52
1. Upravljanje aktivom i načini privlačenja finansijskih sredstava 52
2. Finansijski inžinjering – kreiranje konkurentske prednosti kroz kreaciju 53
3. Sekjurtizacija aktive 55
4. Perspektiva investicionog bankarsta 57
5. Primjer finansijskog inžinjeringa: slučaj Abacus 2007 60
DODATAK: Investiciono bankarstvo i benefiti za Crnu Goru 62
ZAKLJUČAK 64
LITERATURA 66

UVOD

Nauka o bankarstvu je dio ukupne ekonomske nauke i kao takva, primarno se bavi teorijskim objašnjenjem funkcije banaka, izučavanjem načina organizovanja banaka, istraživanjem funkcije bankarskog sistema i uloge tog sistema u stvaranju ekonomije jedne zemlje. Nauka o bankarstvu je tokom čitavog svog razvoja ispoljavala veliki uticaj na cjelokupni razvoj ekonomije i društva, tako da njoj pripada važno mjesto u cjelokupnom naučnom znanju.

Banku možemo definisati kao specifičnu privrednu organizaciju ili finansijskog posrednika koji se bavi prikupljanjem slobodnih finansijskih sredstava na tržištu, po raznim osnovama, i plasiranju tih sredstava. Banke na finansijskim tržištima omogućavaju efikasnu alokaciju slobodnih finansijskih sredstava, njihovo prikupljanje i distribucija od suficitarnih finansijskih subjekata ka deficitarnim finansijskim subjektima. Po karakteristikama poslova koje banke obavljaju možemo ih podijeliti na komercijalne, univerzalne i investicione banke.

Investiciono bankarstvo ima veliku ulogu u kreiranju svjetskih finansija, prije svega zbog širokog spektra poslova koje obavlja, ali i zbog finansijske moći koju banke imaju. Kroz ovaj rad ćemo prikazati razvoj investicinih banaka, ali i razvoj njihove moći zbog važnosti koje predstavljaju ne samo za finansije neko i za cjelokupnu ekonomiju i svijet.

Investiciono bankarstvo, kao dio bankarstva, upotpunjuje dijapazon usluga koje ova industrija pruža. U početku svog nastanka investiciono bankarstvo je imalo cilj prikupljanja kapitala za svoje klijente, da bi danas imalo ogroman broj usluga koje nude klijentima, ali i koje koriste za svoj račun.

Brojni poslovi investicione banke samo karakterišu koliki „upliv" u finansijski svijet ima investiciona banka, kao i to da je tako stvoren portfolio poslovanja, kako bi se dodatno umanjio rizik od neuspjeha. Brojnost i složenost poslovanja investicione banke je karakteristika velikih institucija koje će i u budućnosti kreirati važne događaje.

Cilj ovog istraživanja je pružanje uvida u poslovne aktivnosti investicione banke, kroz proučavanje aktivnosti na primarnom i sekundarnom tržištu, poslovima konsolidacije kao i drugim poslovima investicionog bankarstva. Ovim radom želimo predstaviti investicione banke kao moćne finansijske i naučne centre koje su od perioda svog nastajanja do danas kreirale finansijski svijet i ukupnu globalnu ekonomiju. Na kraju, osvrnućemo se i potencijalnu budućnost investicionih banaka, zakonodavne regulative koje konstruišu okvir za poslovno djelovanje banaka, te promjene koje očekuju zaposlene u investicionim bankama.

U ovom radu takođe, želimo da uspostavimo relaciju između poslovanja investicione banke i privrede. Smatramo da je najvažnija funkcija svake oblasti finansija da na što bolji način doprinese razvoju privrede i životnom standardu građana. To bi, smatramo, mogla da bude ta humana funkcija, jer su i bankarstvo i privreda u velikoj međusobnoj korelaciji i kako nema uspješe privrede bez uspješnog finansijskog sektora, tako i kvalitetan finansijski sektor zavisi od dobre privrede. Osvrt će, naravno biti dat i na Crnu Goru, s aspekta koristi ona može imati od investicionog bankarstva, s obzirom da su banke kod nas prepoznate kao univerzalne banke.

I TEORIJSKI I KONCEPTUALNI PRISTUP INVESTICIONOM BANKARSTVU

1. Definisanje investicione banke

Investiciono bankarstvo je specifično za definisanje. Tradicionalno objašnjenje investicionog bankarstva podrazumijeva preuzimanje i plasman hartija od vrijednosti kompanija, vlada i drugih emitenata na primarnom, i pružanje brokerskih i dilerskih usluga na sekundarnom tržištu HOV. Međutim, kako se veliki broj faktora koji utiču na investiciono bankarstvo mijenja (finansijska teorija, regulacija tržišta, Internet, konkurencija...), a kako se mijenjaju i povećavaju potrebe klijenata investicione banke za bankarskim uslugama, danas ovu vrstu bankarstva čini veliki broj poslova. Investiciono bankarstvo dakle karateriše velika prilagodljivost na promjene u okruženju.

Opširnost i veličinu investicionog bankarstva kao industrije možemo vidjeti i iz predloga Roberta Kuhna. On predlaže četiri definicije i to[1]:

- Najšira definicija uključuje sve aktivnosti koje pružaju firme sa Wall Street-a, a to su preuzimanje i emisija HOV kompanija na domaćem i međunarodnom tržištu, kao i pružanje svih finansijskih usluga, kao što su osiguranje, posredovanje kod kupoprodaje nekretnina.
- Naredna definicija obuhvata poslove na tržištima HOV, od preuzimanja i plasiranja HOV, merdžere i akvizicije, upravljanje fondovima, venture kapitala i drugo.
- U trećoj definiciji izuzete su neke aktivnosti iz druge definicije, kao što su venture kapitala i upravljanje fondovima i zadržalo se samo na preuzimanju i plasiranju hartija od vrijednosti, kao i merdžeri i akvizicije.
- Poslednja i najuža definicija se odnosi, u stvari, na tradicionalno investiciono bankarstvo, a to je preuzimanje i plasiranje hartija od vrijednosti i pružanje brokerskih i dilerskih usluga.

Brojni teoretičari su pokušali da definišu investicionu banku, posebno sa aspekta velikog broja poslova koje one obavljaju za klijente. Jedan od njih je i John F. Marshall, koji smatra da se zbog promjena na tržištu investiciono bankarstvo treba definisati kao: „Sve ono što investicioni bankari rade“. On je poslove investicione banke[2] podijelio na:

- Aktivnosti koje stvaraju prihode,
- Aktivnosti podrške.

[1] Vidjeti: www.chiefexecutive.net.
[2] Vidjeti opširnije: Marshall, 1995; str.6.

U **aktivnosti koje stvaraju prihode** ukjučeni su poslovi banke na primarnom i sekundarnom tržištu, savjetodavne usluge, trgovačko bankarstvo, investicioni menadžment, finansijski inžinjering. Dalja podjela aktivnosti koje ostvaruju prihode je:

- Prihodi od provizija koji obuhataju prihode od preuzimanja HOV, zatim provizije koje se ostvaruju od poslova merdžera i akvizicija, brokerskih aktivnosti gdje se naplaćuje provizija (usluga) na trgovanje, kao i druge brojne konsalting usluge, istraživanja...
- Transakcioni prihodi obuhvataju prihode koje banka ostvaruje za osnovu trgovanja na sekundarnom tržištu.

Aktivnosti podrške čine brojni poslovi iz domena kliringa, istraživanja, internog finansiranja, informacionih usluga. Ove aktivnosti treba da doprinesu poboljšanju poslova koji generišu prihode, kao i da prošire ponudu usluga svojim klijentima, u cilju širenja poslovnog portfolija.

Zbog važnosti i veličine investicionih banaka u SAD, kao i njihovog inovativnog pristupa u investicionom bankarstvu navešćemo njihov primjer grupisanja banaka:

- **Top banke –** U ovu grupu svrstane su najveće banke, a takav status su zaslužile na osnovu veličine svojih bilansa, prisustvu značajnim tržištima, radu sa značajnim klijentima, reputaciji, uticaju na tržište.
- **Glavne banke –** U ovu grupu spadaju banke koje. kao i banke iz top grupe, rade sve vrste finansijskih usluga. Međutim, banke iz ove grupe nemaju toliki uticaj, niti kapital sa kojim raspolažu banke iz prethodne grupe**.**
- **Obične banke –** U ovu grupu spadaju banke čije se sjedište nalazi u Njujorku. One su okrenute specifičnim grupama investitora i manjim kompanijama.
- **Regionalne banke –** Slične su prethodnoj grupi, samo što se sjedišta ovih banaka nalaze van Njujorka. One su skoncentrisane na pružanje usluga regionalnim kompanijama.
- **Butik banke –** Banke iz ove grupe se još nazivaju i *specijalizovane prodavnice*. One su specijalizovane za obavljanje jedne glavne aktivnosti, a uz to obavljaju i par sporednih aktivnosti**.**

2. Istorijski razvoj investicionog bankarstva

Prvu investicionu banku Caisse Generale du Commerce et de Industrie osnovao je 1837. francuski bankar i političar Jacdues Lafitte[3]. Njegova želja je bila da kreira trgovačku banku koja bi se specijalizovala za dugoročno finansiranje i koja bi imala karakteristike investicione i komercijalne banke. Vjekovima prije toga, trgovačke banke su bile centar finansiranja preduzetnika, ali i vladara. Tako su trgovački bankari iz Italije postajali finansijeri pape, Edvarda I, kralja Engleske, careva Svetog Rimskog Carstva[4], tako da su osim finansijske imali veliku političku moć i uticaj, pa nije čudno da je prvi osnivač investicione banke bio i političar i bankar.

Na primjeru krstaških ratova i prvog pada Carigrada možemo vidjeti isprepletanost političkih i finansijskih ciljeva, prednost finansijskih u odnosu na političke, ali i ono što je najvažnije za ovaj rad, to je moć koju su još i u starom vijeku imale preteče investicionih banaka, odnosno, tada njihov prvi oblik trgovačke banke. Četvrti krstaški rat se pretvorio u zauzimanje Carigrada, zbog nemogućnosti plaćanja troškova rata. Venecijanski trgovci, koji su u isto vrijeme bili i finansijeri zbog ogromnog kapitala koji su posjedovali, zahtijevali su zauzimanje Carigrada, za plaćanje troškova. Zauzimanjem grada, Venecija je postala najdominantnija sila Sredozemlja, trgovačkog čvorišta dodatno oslabivši Malu Aziju što je između ostalog i omogućilo kasniji uspon Otomanske Imperije. Moć prethodnika investicionih banaka je u kreiranju, ne samo finansijskih odluka, bila ogromna.

Kada posmatramo razvoj bankarstva i sve ono što je dovelo do nastanka investicionih banaka, potrebno je vidjeti dešavanja u Evropi, naročito period XVIII i XIX vijeka. Vlasničku strukturu banaka uglavnom su činile privatne banke koje su se bavile raznim vrstama djelatnosti i poslovi su se zasnivali na ličnim i familijarnim vezama. Banke u kontinentalnoj Evropi su imale jak uticaj na razvoj industrije i odigrale su veliku ulogu u industrijskoj revoluciji. U Engleskoj, vodeću ulogu su imale investicione banke koje su finansirale međunarodnu trgovinu preko obveznica. Glavne banke su bile Barings, Rothschild i Hambors. Kroz primjere ovih banaka doći ćemo do onoga što je predstavljalo glavni zamah u osnivanju investicionih banaka, a to je finansiranje potreba države.

Razvoj finansijskih tržišta doveo je do toga da investicione banke pokažu interes za investicije i u industriji. Baringsovi su dominirali poslom izdavanja državnih obveznica početkom XIX vijeka. Kompanija osnovana 1763. od strane ser Francisa Baringa bavila se poslovima uvoza i izvoza da bi 1776. postala banka pod imenom „Barings Brothers". Krajem XVIII vijeka radili su zajedno sa Hope&Co of Amsterdam, najjačom bankom tadašnjeg finansijskog centra Evrope. Međutim, svoju finansijsku moć su stekli finansiranjem britanske armije tokom Američkog rata za nezavisnost, a saradnja se proširila i tokom britanskih borbi protiv Napoleona. Od 1803. pa do 1870. „Barings Brothers" su bili finansijski predstavnici SAD u Evropi, vršili su transakcije za vladu SAD (jedna od tih transakcija bila je i kupovina Luizijane).

Druga vodeća banka toga perioda je došla na pijadestal zahvaljujući ratovima i finansijskoj podršci koju je davala vladama. Nathan Rothschild je pomogao britansku

[3] Vidjeti: Fleuriet, 2008; str. 7.
[4] Vidjeti: Isto; str. 4.

kampanju protiv Napoleona. Kasnije se porodica Rothchild koncentrisala na izdavanje obveznica za vlade brojnih zemalja, stvarajući tako međunarodno tržište obveznica. Osim britanskih, prodavali su i francuske, pruske, ruske, austrijske, napuljske i brazilske obveznice a od 1830. imali su gotovo monopol nad izdavanjem belgijskih obveznica. Obično su kupovali tranšu obveznica od vlada, naplaćujući proviziju, a zatim preko svoje distributivne mreže prodavali te obveznice uz izdašnu marginu između cijene koju su plaćali državi i cijene koju su naplaćivali od investitora.

U SAD I864. osnovana je J.P.Morgan&Co banka koja je do 1895. imala predstavništva u Njujorku, Filadelfiji, Londonu i Parizu. Banka je 1893. pomogla sa 62 miliona dolara vrijednih zlatnih obveznica da bi se sačuvao zlatni standard i spriječio finansijski kolaps dolara. J.P Morgan je odigrala važnu ulogu u finansiranju i restrukturianju industrije u SAD. Doprijenili su stvaranju General Electric, kao i U.S Steel, kompanije koja je proizvodila 60% čelika u SAD.

Goldman Sachs, osnovano je Marcus Goldmana, koji je u SAD došao iz Njemačke 1869. Banka postaje jedan od najvećih dilera komercijalnih zapisa do kraja XIX vijeka. Pošto je J.P Morgan držao gotovo monopolsku poziciju kod industrije, Goldman Sachs je uglavnom poslovao sa trgovinskim sektorom. Vidljivo je da su investicione banke toga vremena bitno doprinosile razvoju industrije. Izgradnja američke željeznice je takođe, bio bitan posao za koji su investicione banke bile angažovane upravo zbog posla prikupljanja finansijskih sredstava za finansiranje njene izgradnje. Nekada angažovane za prikupljanje i finansiranje destruktivnih aktivnosti, tj. rata, posao investicionih banaka postao je mnogo humaniji u nastojanju pomoći finansiranja industrije, prosperiteta i boljeg života ljudi. Upravo na osnovu toga, kroz ovaj rad želimo istaći i humanu funkciju investicionih banaka za razvoj ukupne privrede. Uticaj, kao i mogućnost banaka u kreiranju boljeg stanja privrede vidi se i iz finansijske snage koju one imaju. U tabeli (1) je prikaz banaka sa najvećim prihodima.

Tabela 1: Najveće investicione banaka na svijetu na osnovu prihoda

Investiciona banka	**Osnivanje**	**Prihod**
J.P Morgan & CO	2000.	92.4 milijarde USD
Bank of America Merrill Lynch	2009.	85.11 milijarde USD
Goldman Sachs	1869.	40.08 milijarde USD
Morgan Stanley	1935.	34.3 milijarde USD
Citigroup	1812.	76.88 milijarde USD
Deutsche Bank	1870.	31.95 milijarde EUR
Credit Suisse	1856.	25.22 milijarde CHF
Barclays	1690.	25.288 milijarde EUR
Wells Fargo	1852.	84.3 milijarde USD
UBS	1854.	63.526 milijarde CHF

Izvor: www.finance.mapsofworld.com

Prihodi su veći nego GDP velikog broja zemalja. Najveće svjetske investicione banke se nalaze u SAD-u, ali tu su i pojedine evropske banke. Treba imati u vidu da su pojedine banke nastale spajanjem, te je zbog toga i datum osnivanja iz skorijeg perioda.

3. Klasifikacija poslova investicionih banaka

Investicione banke prate trendove iz biznis sredine, pokušavajući da joj se prilagode na najbolji mogući način. Tako su se i poslovi investicionih banaka rađali, mijenjali, prilagođavali, a pojedini su i nestajali. Tako je na primjer, jedan od poslova investicione banke bilo i čuvanje hartija od vrijednosti, ali taj posao je danas nestao, iz prostog razloga što se hartije od vrijednosti danas vode u dematerijalizovanom obliku. Investicione banke danas najčešće obavljaju sljedeće poslove[5]:

- Potpisivanje emisije hartija od vrijednosti,
- Trgovanje sa hartijama od vrijednosti,
- Sekjuritizacija aktive,
- Merdžeri i akvizicije,
- Merčent bankarstvo ,
- Trgovanje i kreiranje derivatnih instrumenata,
- Upravljanje aktivom,
- Savjetodavne usluge,
- Istraživačke aktivnosti,
- Osiguranje imovine emitenata i klijenata,
- Poslovi sa nekretninama.

Potpisivanje emisije HOV je osnovna djelatnost investicione banke. Potpisivanjem emisije HOV, banka preuzima odgovornost plasiranja dužničkih i vlasničkih HOV. Na ovaj način investicione banke su omogućile emitentima da na efikasan način dolaze do slobodnih novčanih sredstava na tržištu. Banke emitentima garantuju , ukoliko se cjelokupna emisija ne plasira, da će u tom slučaju otkupiti neplasirani dio HOV. Ovi poslovi se obavljaju na primarnom tržištu. Posao banke je da u cjelokupnom procesu emisije bude prisutna i da, u saradnji sa emitentom, na što bolji način pripremi i realizuje emisiju. Stoga banka vrši:

- Definisanje vrste HOV koja će se emitovati ,
- Određuje broj i cijenu emitovanih HOV,
- Kada i na koji način će emitovati HOV,
- Da li treba nove HOV emitovati postojećim akcionarima ili široj javnosti,
- Koliku količinu novčanih sredstava treba skupiti pomoću emisije.

[5] Detaljnije: Vunjak, 2013; str. 8.

Trgovanje sa hartijama od vrijednosti je posao koji se, za razliku od potpisivanja emisije, odigrava na sekundarnom tržištu. Trguje se sa HOV koje su ranije emitovane. Postojanje sekundarnog tržišta je izuzetno bitno zbog likvidnosti emitovanih HOV. Banka se u trgovanju može naći u ulozi brokera ili dilera. Banka je **broker** ukoliko se nalazi kao posrednik u trgovini između kupca i prodavca HOV uz dobijanje zarade od provizije. Banka može trgovati za svoj račun i u svoje ime i tada ima ulogu **dilera**. Dilerski poslovi su za banku bitni zbog ostvarivanja pozitivnih efekata trgovine (kupiti jeftinije, prodati skuplje) ali i zbog kontrole stanja gotovine u banci. Naime, u slučajevima da je bankama potreban novac za neki profitabilniji projekat, umjesto zaduživanja može doći do sredstava prodajom svojih HOV na sekundarnom tržištu. Takođe, dilerski poslovi investicionog sektora univerzalnih banaka su bitni i iz razloga što se novac na sekundarnom tržištu može naći ukoliko kreditni sektor banke ima velika novčana potraživanja za naredni period.

Sekjuritizacija je proces transformacije kredita i nelikvidnih HOV u likvidne hartije od vrijednosti. Zadatak investicionih banaka je da formiraju grupu kredita i da na osnovu njih vrše emisiju HOV zainteresovanim investitorima. Neki autori[6] smatraju da je sekjuritizacija proces pretvaranja finansijskih odnosa u poslovne transakcije. Grupa kredita ili „pull" trebao bi biti biran izuzetno pažljivo, od velikog broja malih kredita, koji imaju nižu izloženost.

Merdžeri i akvizicije su poslovi koje se ne mogu zamisliti bez investicionih banaka. Investicione banke mogu vršiti M&A za sebe i za svoje klijente. Slično kao i kod potpisivanja emisije, posao banke se provlači kroz cijeli proces M&A. Banka procjenjuje targetirane kompanije, pronalazi potencijalne klijente, procjenjuje i savjetuje koje kompanije treba preuzeti, na koji način izvršiti preuzimanje, kao i za slučaj defanzivnih strategija načine kako odbiti merdžere ili akvizicije. Banke nude različite usluge u odnosu na to da li se traži kupac ili prodavac spreman za M&A.

Finansijski inžinjering je posao investicione banke koji je omogućio razvoj tržišta, ali i tehlnologija. Pomoću finansijskog inžinjeringa su kreirani derivati poput svopova, opcija, fjučersa i forvarda. Jedan od najvećih problema u biznisu i predviđanju budućih trendova je rizik, te je finansijski inžinjering usmjeren ka stvaranju derivata koji smanjuju, ili u cjelosti otklanjaju rizik finansijskih transakcija.

Upravljanje aktivom je profesionalno upravljanje novčanim sredstvima individualnih ili institucionalnih investitora. Česta je pojava da univerzalne banke u svom sektoru investicionog bankarstva osnivaju investicioni menadžment radi upotpunjavanja usluga svojim klijentima. Investicione banke mogu biti angažovane u poslovima upravljanja aktivom, a takođe, mogu biti savjetnici investicionim kompanijama.

Savjetodavne usluge investicionih banaka se provlače kroz brojne poslove koje banka obavlja. One savjetuju emitente HOV o vrsti HOV, cijeni, količini novca koju treba prikupiti. Savjetodavne usluge se koriste i u procesima M&A, upravljanja aktivom, sekjuritizacijama, zaštitom od rizika.

[6] Vidjeti: Kothari, 2006; str. 4.

4. Pregled američkog zakonodavstva o investicionom bankarstvu

Investiciono bankarstvo se najbrže razvijalo u Americi, tako da se shodno tome razvijala i zakonodavna regulacija bankarstva. Regulacija se najčešće razvijala kao odgovor na probleme koji su se javljali kod funkcionisanja ove vrste bankarstva, tako da i samo zakonodavstvo možemo posmatrati kao evolutivni proces prilagođavanja promjenjivim varijablama, ne samo iz sfere investicionog bankarstva već i cjelokupnog okruženja.

Zakon o hartijama od vrijednosti je prvi federalni propis o HOV, kojim se obezbijedilo potpuno i pravilno objavljivanje karakteristika i osobina finansijskog instrumenta koji se prodaje. Na osnovu ovog zakona, prilikom emitovanja HOV bilo je potrebno dati sve relevantne informacije o emitentu: opšte podatke, finansijsku strukturu, podatke o vlasnicima, podatke o hartijama od vrijednosti koje emitent planira da emituje, podatke o finansijskom položaju i načinu na koji se planira iskoristiti prikupljeni kapital. Na osnovu ovih informacija potencijalni investitor je mogao imati pouzdanije mišljenje o tome da li je profitabilno izvršiti ulaganje. Ovaj zakon je takođe, predviđao podnošenje zahtjeva za registraciju kod SEC[7]. Od SEC-a bi zavisila ispravnost datih podataka, a imali bi i odgovornost zbog toga što bi investitor u slučaju nepodudaranja informacija iz zahtjeva za registraciju i stvarnog stanja imao mogućnost da tuži potpisnika zahtjeva, kao i investicionu banku koja vrši emisiju.

Glass–Steagall Act nastao je kao reakcija na greške iz regulacije za vrijeme Velike depresije i doveo je do bitnih promjena u bankarstvu. Glavne odredbe ovog zakona su bile:

- Odvajanje komercijalnog od investicionog bankarstva,
- Formiranje federalne agencije za zaštitu depozita koja se bavi osiguranjem individualnih bankarskih depozita (kako bi se vratilo povjerenje u bankarski sektor i privukli depoziti),
- Zabranjeno je komercijalnim bankama da plaćaju kamatu na depozite po viđenju,
- Dozvoljeno je da FED[8] reguliše kamatu koja se plaća na oročene depozite.

Zakon o uspostavljanju Komisije za hartije od vrijednosti uspostavio je ovu orgaizaciju kao samostalnu regulatornu agenciju. Po ovom zakonu, zadaci Komisije za hartije od vrijednosti su regulisanje uslova koji se moraju ispuniti radi emitovanja novih emisija, kontrola ispunjenosti tih uslova, registrovanje i davanje saglasnosti o emisiji, regulisanje i kontrola rada tržišta hartija od vrijednosti, regulisanje i kontrola rada finansijskih posrednika i investicionih savjetnika kao i ukupna primjena zakona (usaglašavanje drugih zakona relevantnih za poslovanje hartija od vrijednosti[9]). Nadležnost Komisije je proširena usvajanjem ***Maloney Act 1938.*** kada su pod jurisdikcijom Komisije stavljena i vanberzanska tržišta. ***Investmen Advisers Act 1940.*** je dao ovlašćenja Komisiji

[7] Securities and Exchange Commission. Zadatak ove komisije je zaštita interesa investitora i održavanje reda i efikasnosti na finansijskom tržištu.
[8] Federl Reserve System – Centralna banka SAD.
[9] Opširnije vidjeti: Dabić, 1995.

da reguliše i rad finansijskih savjetnika, što je opet uticalo na poslove investicione banke (savjetodavne usluge koje pružaju svojim klijentima).

Ekonomsko okruženje je pogodovalo svim ovim zakonima, jer je karakteristika toga vremena bio jak dolar, niska inflacija, stabilne kamatne stope. Međutim, promjena ovih okolnosti, rast inflacije, kao i sve veća dominacija institucionalnih investitora i rast konkurencije dovele su do postepene deregulacije banaka što se sprovodilo kroz sljedeće zakone:

Investmen Banks as Holding Company Act je omogućio investicionim bankama da se organizuju kao holding kompanije. To im je omogućilo da formiraju filijale koje su uključene za poslove klasičnog investicionog bankarstva i koje su regulisane od strane Komisije, kao i filijale koje nijesu regulisane i bave se investicionim bankarstvom (koriste sopstvene fondove za investiranje u zajmove, trgovanje robama, osiguranje itd.).

Gramm–Leach–Bliley Act donešen je 1999. čime je ukinut Glass–Stegall i odvajanje investicionog i komercijalnog bankarstva. Glavni razlog usvajanja ovog zakona bila je rastuća konkurentnost u finansijskoj industriji. Smatralo se da će ovaj zakon dovesti do uštede i do 15 milijardi dolara kroz smanjenje provizija. Ovaj zakon je omogućio i pravnu legalizaciju stvaranja jedne od najvećih finansijskih institucija Citibank, spajanjem Citicorp Bank i osiguravajuće kuće Travelers Group. Ono što je glavna karakteristika ovog zakona jeste ponovno spajanje investicionog i komercijalnog bankarstva, što je po brojnim autorima i rezultiralo finansijskom krizom 2008. Posebnu ulogu u ukidanju Glass–Steagall imao je tadašnji ministar finansija u SAD, Robert Rubin.. Nedugo nakon usvajanja Gramm–Leach–Bliley zakon, Rubin prelazi u Citibank, za godišnju platu od 40 miliona dolara[10].

Nakon finanansijske krize, regulatorni okvir po kojem posluju investicione banke se morao mijenjati, tako da je to odrađeno kroz usvajanje Dodd–Frank Act, a o uticaju toga zakona na investiciono bankarstvo ćemo govoriti u posebnom dijelu.

5. Pregled vlasničke i bilansne strukture investicione banke

U ovom poglavlju želimo predstaviti investicionu banku „in–side”, tj. kako izgleda investiciona banka kao poslovni entitet. Prije svega ćemo objasniti glavne bilanse investicione banke, kao i organizacionu strukturu i stručni kadar koji je potreban investicionoj banci kako bi uspješno obavljala svoje poslovanje.

Što se tiče vlasničke strukture investicionih banaka, ona se mijenjala kroz razvoj investicionog bankarstva. U početku, banke su imale oblik ortačkih društava, i tada bilansi banaka nijesu bili toliko veliki. Danas, vlasnička struktura investicione banke izgleda mnogo raznovrsnije, što je i normalno zbog činjenice da aktive banaka iznosi milijarde različitih novčanih jedinica. Vlasnička struktura investicionih banaka je sastavljena od fizičkih lica, koja direktno posjeduju akcije banke, ali najveći dio vlasnika čine institucionalni investitori i investicioni fondovi. Procentualno najveći vlasnici investicionih banaka su institucionalni investitori, zatim investicioni fondovi i na kraju fizička lica. Tako

[10] Opširnije: Prins, 2015.

imamo primjer Goldman Sachs gdje je odnos tri najveća institucionalana investitora, investiciona fonda i fizička lica prikazan u tabeli (2). Na osnovu ovoga prikaza možemo vidjeti koliko je samo diversifikovan udio u vlasništvu, jer nijednu pravno ili fizičko lice nema preko 5% vlasništva.

Tabela 2: Pregled najvećih akcionara po kategorijama za Goldaman Sachs

Fizička lica	**Broj akcija**	**Procenat u ukupnom broju**
Blakfien Lloyd	1.893.354	0.5%
Weindberg John	1.020.051	0.3%
Schwartz Mark	976.761	0.28%
Institucionalni investitori	**Broj akcija**	**Procenat u ukupnom broju**
Vanguard Group	21.521.540	4.98%
State Street Corporation	21.469.830	4.97%
Berkshire Hathaway, Inc	12.631.531	2.97%
Investicioni fondovi	**Broj akcija**	**Procenat u ukupnom broju**
Vanguard Total Stock Market Index Fund	6.901.238	1.60%
Dodge & Cox Stock Fund	6.863.400	1.59%
Vanguard 500 Index Fund	4.609.046	1.07%

Izvor: www.yahoofinance.com.

Bilansni stanja pokazuju imovinu i izvore finansiranja kompanija. Struktura bilansa, prikazana u tabeli (3) investicione banke je karakteristična po tome što depoziti nijesu primarni izvori sredstava. Uobičajeno je kod banaka da se najviše finansiraju preko depozita. Međutim, investicione banke svoja sredstva prikupljaju na novčanom tržištu i tržištu kapitala. Investicione banke kratkoročna sredstva najčešće nabavljaju pomoću repo tržišta i emitovanjem kratkoroćnih hartija od vrijednosti. Takođe, vrše emisiju i dugoročnih akcija, kao vlasničkih hartija od vrijednosti, i dugoročih obveznica, kao dugovnih hartija od vrijednosti.

Tabela 3: Bilansa stanja investicione banke

Aktiva	**Pasiva**
1. Novac i druga nekamatna aktiva 2. Trgovinska aktiva 3. Tranasakcije osigurane sa HOV 4. Krediti i hipoteke 5. Ostale investicije 6. Fiksna aktiva 7. Ostala aktiva	1. Komercijalni papiri i druge kratkoročne pozajmice 2. Trgovinske obaveze 3. Tranasakcije osigurane sa HOV 4. Dugoročne pozajmice 5. Depoziti na veliko 6. Ostale obaveze 7. Akcije 8. Ostali kapital
Ukupna aktiva	Ukupna pasiva

Izvor: www.yahoofinance.com.

Novac i druga nekamatonosna aktiva spadaju u visoko likvidna sredstva. Trgovinska aktiva je namijenjena za trgovanje investicionih banaka odnosno za dilersko–brokerske poslove, poslove potpisivanja emisije harija od vrijednosti. U trgovinsku aktivu ubrajama novčane instrumente, kredite koje možemo prodati i derivativne instrumente. Kolaterali, koje je banka dobila na račun novčanih sredstava i koji može prodati u repo poslovima radi obezbeđenja tekuće likvidnost, čine transakcije osigurane hartijama od vrijednosti. Kredite i hipoteke sačinjavaju odabarani krediti, koji se mogu procesom sekjuritizacija transformisati u likvidne hartije od vrijednosti. Ostale investicije se odnose na potraživanja koja ima investiciona banka na osnovu potraživanja od svojih klijenata itd. Fiksna aktiva obuhvata nepokretnosti koje posjeduje investiciona banka: zgrade, zemljište kao i opremu koju posjeduje. U ostalu aktivu mogu se ubrojiti unaprijed plaćeni troškovi, te i ulaganja novčanih sredstava.

Emitovane hartije od vrijednosti, kao i hartije od vrijednosti koje su date kao kolateral sačinjavaju pasivu investicione banke, u vidu komercijalnih papira i drugih kratkoročnih pozajmica. Trgovinske obaveze su aktivnosti koje je investiciona banka preuzela u očekivanju pozitivnih trendova kupljenih hartija. Transakcije odobrene hartijama od vrijednosti su transakcije sa hartijama koje je banka prodala, ali u budućnosti ima obavezu da te hartije otkupi. Dugoročne pozajmice su krediti koje je banka uzela od drugih finansijskih institucija. Depoziti imaju manji značaj i zastupljenost u izvorima nego kod komercijalnih banaka. Obično podružnice prikupljaju depozite i onda ih usmjeravaju u investicionu banku. Ostale obaveze se odnose na obaveze prema komitentima, klijentima, brokerima, dilerima i drugim saradnicima investicione banke. Akcije su sopstveni kapital koji posjeduje investiciona banka a ostali kapital obuhvata dodatni uplaćeni kapital, zadržanu dobit koju banka reinvestira.

Bilans uspjeha, (tabela 4) pokazuje uspješnost poslovanja kompanija. Za investicione banke je karatkteristika da ostvaruje velike prihode i rashode. Tokom istorijskog razvoja investicionog bankarstva kao nauke i investicionih banaka kao institucija, zbog konkuretnosti između samih banaka, razvijao se i rastao broj njihovih poslova. To je bankama omogućavalo i povećanje prihoda. Veći broj poslovinih aktivnosti koje stvaraju prihode investicionim bankama omogućava i diversifikaciju prihoda.

Tabela 4: Bilans uspjeha investicione banke

Prihodi banke	**Rashodi banke**
1. Transakcje banke 2. Investiciono bankarstvo 3. Provizije 4. Kamate i dividende 5. Upravljanje aktivom	1. Kompenzacije i beneficije 2. Tehnologije i komunikacije 3. Brokeraže i saldiranje 4. Zakupnine 5. Profesionalne provizije 6. Razvoj poslovanja

Izvor: www.yahoofinance.com.

Najvažniji izvori prihoda investicionih banaka su prihodi na osnovu trgovine i investiranja u akcije, dugoročne obveznice i derivate (za sebe i klijente), potpisivanje emisija vlasničkih i dugovnih hartija od vrijednosti, provizije na savjetodavne usluge,

portfolio usluge, repo aranžmana, dividende (na vlasničke hartije od vrijednosti koje posjeduju u trenutku donošenja odluke o dijeljenju dividende).

Najznačajnije rashode banka ima na osnovu plata zaposlenih u banci, njihovih beneficija kao i troškova kamata na pozajmljena sredstva, zatim nekamatni troškovi u vidu brojnih provizija koje banka plaća (zakupnine, amortizacija, razvoj tržišta, PTT troškovi, berzanske provizije).

6. Pregled organizacione strukture investicione banke

Karakterisitika svake velike kompanije, bez obzira da li posluje u industriji finansija ili nekom drugom sektoru industrije, jeste da mora imati neku organizacionu strukturu. Potreba sa organizacionom strukturom proizilazi iz potrebe za efikasnim funkcionisanjem te organizacije. Efikasnost se ogleda kroz specijalizacije posebnih djelova organizacije, ali i kroz postizanje funkcionalosti između tako odvojenih djelova. Organizaciona struktura investicionih banaka se razlikuje od banke do banke, od toga koji je posao koji generiše najviše prihoda, ali osnova za podjelu cjelokupne bankarske organizacije je podjela na:

- Sektor odnosa sa klijentima (front office),
- Sektor veze (middle office),
- Sektor podrške (back office).

Sektor odnosa sa klijentima karakteriše poslovanje banke gdje ona ima direktan kontakt sa klijentima. Poslovi ovog sektora se mogu podijeliti na sledeće divizije[11]: investiciono bankarstvo, poslovanje na globalnim tržištima, trgovinska divizija.

Divizija za investiciono bankarstvo bavi se poslovima prikupljanja kapitala za svoje klijente (institucije, vlade, korporacije..) na osnovu izdavanja dužničkih ili vlasničkih hartija od vrijednosti. Takođe, ovaj sektor pruža usluge savjetovanja u procesu konsolidacije kao i poslove upravljanja rizikom za klijente.

Ova divizija se često dijeli prema određenim industrijskim grupama. Tako možemo imati podjelu na zdravstvenu, telekomunikacionu, industriju energije, nekretnine, itd. Cilj ovakve podjele unutar divizije je specijalizacija za pojedine oblasti industrije što vodi boljem pružanju usluga klijentima. Divizija, osim po industrijskim grupama, može biti podijeljena i po proizvodima koji se nude klijentima. Ključne analize u ovoj diviziji su procjenjivanje vrijednosti i finansijske analize klijenata. Na osnovu boljeg poznavanja finansijske situacije klijenta, mogu se ponuditi pogodniji finansijski proizvodi.

Divizija tržišta je dio gdje se trguje sa hartijama od vrijednosti. Ova divizija se dalje dijeli na: trgovce, prodajne timove i istraživačke timove.

Trgovci trguju sa hartijama od vrijednosti za klijente i za račun banke. Oni su obično organizovani prema vrstama proizvoda sa kojim trguju, kako bi postigli što veću efikasnost

[11]Detaljnije: www.duke.edu.

na tom proizvodu (kursevi, hartije od vrijednosti sa fiksnim kursom, fondovi berzanskih indeksa[12], akcije, itd.).

Prodajni timovi pružaju ključnu vezu između banke i klijenata. Oni klijentima olakšavaju trgovanje kroz pružanje konsultantskih usluga, kao i izlaganje svojih istraživanja koja su u vezi sa proizvodima koje nude klijentima. Obaveza prodajnih timova je i stvaranje povjerenja kod klijenata. Prodajni timovi treba da posjeduju veliko znanje o proizvodu koji nude klijentu, kao i opšte znanje o ekonomiji i funkcionisanju tržišta.

Istraživački timovi se mogu baviti istraživanjem proizvoda ili istraživanjem vezanim za makroekonomska kretanja. Iz ovog sektora se dobijaju savjeti oko trgovanja. Prodajni timovi koriste informacije iz ovog sektora kako bi predlagali klijentima koje trgovine da obavljaju, isto kao i dileri koji trguju za račun banke. Komunikacija istraživačkih timova sa ostalim je bitna zbog širenja informacija i znanja, kao i kreiranja novih ideja i strategija trgovanja.

Sektor trgovanja na globalnom tržištu je sektor koji možemo posmatrati kao mješavinu investicionog bankarstva i tržišta, odnosno kao hibrid nastao od ovih sektora. Ovaj sektor ima ulogu praćenja kretanja situacije na globalnom tržištu, kako bi investiciona banka našla što jeftinija finansijska sredstva, za sebe i svoje klijente. Tako, na primjer, prikupljanje kapitala u zemlji sa visokim kreditnim rejtingom je mnogo isplativije od istog posla u zemljama nižeg kreditnog rejtinga.

Sektor za kapitalna i kreditna istraživanja bavi se, specijalno, samo istraživanjem i analizom individualnih kompanija ili određenog industrijskog sektora[13]. Analiza kapitala se vrši zbog određivanja kvaliteta hartija od vrijednosti koje izdaje analizirana kompanija.

Sektor veze je sljedeći dio investicone banke koji se bavi proučavanjem rizika kojima je izložena banka i računanjem profita ili gubitka[11]. Takođe, na ovaj sektor se gleda kao na vezu između sektora odnosa sa klijentima i sektora podrške. Aktivnosti sektora veze treba da podrže aktivnosti odnosa sa klijentima. On vrši kontrolu procesa trgovanja. Kako se iz sektora veze rukovodi rizicima, tako oni mogu pojedine tansakcije, koje banka obavlja u svoje ime da zaustave ukoliko to ne odgovara trenutnoj izloženosti investicione banke. Glavni cilj veze je da vodi računa da se investiciona banka ne bavi nekim poslovima koji bi mogli da ugroze poslovanje banke. Ovo se posebno odnosi u poslovima emisije hartija od vrijednosti gdje treba da postoji interakcija između sektora odnosa sa klijentima i sekora veze, kako banka ne bi izvršila preuzimanje previše rizične hartije od vrijednosti.

Sektor podrška je dio investicione banke koji se bavi uglavnom poslovima poravnanja, usklađivanja, knjigovodstva, kao i IT sektorom. Podršku moraju da imaju sve kompanije koje se bave bilo kakvim operacijama. U investicionim bankama podrška se bavi svim poslovima koji su u vezi sa administracionim obavezama oko poslova poravnanja i usklađenosti sa regulatorskim pravilima. Najčešće se podrška nalazi na drugačijoj lokaciji zbog smanjenja troškova investicione banke. IT sektor može uspješno obavljati svoje poslovanje i iz manje atraktivnih gradskih lokacija tako da nema potrebe da oni zauzimaju

---

[12] Portfoliji HOV koji mogu biti povezani sa obveznicama, robama i različitim vrstama aktiva tako da prate njihove performanse.

[13] Nekada se zbog smanjenja rizika istražuje ili trguje sa cjelokupnom industrijskom granom kako bi se smanjio rizik izloženosti performansama samo jedne kompanije.

[12] Opširnije: www.investopedia.com.

mjesto na, najčešće atraktivnim lokacijama, gdje se nalaze „profitni centri" investicione banke. Čest je slučaj da i druge kompanije obavljaju usluge podrške za investicione banke, pa čak i da se ovi poslovi obavljaju u drugoj zemlji.

7. Promjene u investicionom bankarstvu kao posljedica finansijske krize

Zakoni kojima se reguliše poslovanje investicionih banaka evoluiraju shodno promjenama u poslovanju, kao i ukupnim makroekonomskim uslovima. Svjetska finansijska kriza je bila jedan od povoda da dođe do promjene u zakonodavstvu, koje je sprovela Obamina administracija u vidu Dodd–Frank zakona. Najjasnije promjene koje su donijete ovim zakonom su:

Veća transparentnost na derivativnom tržištu – mnoge kompanije, ne samo investicione banke, su imale jake pozicije na tržištu derivata. Problem mnogih derivata je njihova kompleksnost, tako da je imaocima teško ocijeniti vrijednost derivata i doći do informacija o njima. Takođe, problem sa derivatima je bio i taj što se njima trguje na vanberzanskom tržištu ili ugovorima između prodavaca i kupaca, tako da su informacije o cijeni i količini nerijetko nedostupni. Padu Lehman Brothers su, na primjer, znatno doprijenile pozicije na tržištu derivata. Zato je novim zakonskim normama definisana veća transparentnost, radi veće kontrole i sigurnosti u poslovanju investicionih banaka.

Povećani zahtjevi za kapitalom – jedna od najvažnijih promjena, nastala nakon finansijske krize, je povećanje zahtjeva za kapitalom (obavezne rezerve) koja je bitno umanjila sredstva kojima banke mogu sprovoditi svoje finansijske operacije, ali je smanjila i rizik od krize banaka. Mnoge investicione banke su zapale u probleme tokom finansijske krize iz razloga što nijesu imale dovoljno rezervnog kapitala. Tako, kada su se neke finansijske aktivnosti okrenule protiv očekivanja banaka, one nijesu imale finansijska sredstva da pokriju gubitke, već su to morali da nadoknade iz državne pomoći, tj. od poreskih obveznika. Ovim novim pravilom stvara se veća stabilnost finansijskog sistema.

Ograničenja u dilerskim poslovima – investicionim bankama se u periodu nakon krize sve više zabranjuju špekulativne i visokorizične transakcije u dilerskim poslovima. Banke imaju mogućnost da za svoj račun trguju na sekundarnom tržištu, međutim, preveliki rizik je u kriznim godina doveo banke do velikih problema. Zato se danas dopušta da banke u pojedinim visokorizičnim transakcijama obavljaju samo brokerske poslove, tj. obavljaju transakcije za račun svojih klijenata.

Kontrola i reforma agencija za kreditni rejting – kreditne agencije, kao što su Moody's, Standard & Poor's, Fitch, su imale bitnu ulogu u finansijskoj krizi. Njihovi poslovi ocjenjivanja kreditnog rejtinga korporativnih i državnih obveznica, kao i različitih vrsta hartija od vrijednosti od velikog su značaja za investicinone banke, ali i sve učesnike na finansijskom tržištu, jer oni trguju sa tim instrumentima.

Kreditne agencije su tako davale određenim finansijskim instrumentima, posebno onim izdatim na osnovu hipotekarnih kredita mnogo bolji rejting nego što je to, u stvarnosti bio. Investicionim bankama je odgovaralo da kreditni rejtinzi budu što veći kako bi prodali lakše instrumente na tržištu.

Osim toga, kreditne agencije nijesu međunarodne organizacije, već su privatne kompanije, kojima odgovara dobra saradnja sa svojim poslodavcima, u ovom slučaju investicionim bankama. Post – krizni period tako karakteristiše veća regulacija agencija na osnovu novog Dodd – Frenk zakona. Jedan od najkritikovanijih poslova koje su investicione banke radile i što je podstaklo finansijsku krizu jeste proces sekjuritizacije loših HOV i njihovo prodavanje investitorima. Bitnu pomoć u tom poslu su imali i od prije navedenih rejting agencija.

Ovim su banke prebacivale rizik sa sebe na investitore. Po novim zakonima investicione banke moraju zadržati kod sebe minimum 5% takvih hartija od vrijednosti. Na ovaj način se investicione banke motivišu da sekjuritizacijom stvaraju kvalitetne vrijednosne papire, jer će u suprotnom snositi iste negativne efekte kao i investitori koji to kupuju.

Na ovaj način se vraća i povjerenje u investicione banke, jer investitori imaju veću sigurnost prilikom ulaganja u hartije od vrijednosti koje banke emituju, a koje je znatno bilo poljuljano za vrijeme krize.

II INVESTICIONE BANKE NA PRIMARNOM TRŽIŠTU

Priroda kapitalizma, kao i svih kompanija koje svoj biznis obavljaju po tržišnim principima, jeste permanenti rast i razvoj. Taj rast i razvoj je potrebno isfinansirati, kako bi bio uspješan. Kompanije to finansiranje mogu vršiti iz sopstvenih sredstava ili pozajmljivanjem od tuđih akumulacija. Tuđa sredstva se mogu koristiti ili pozajmljivanjem u vidu kredita ili prikupljanjem novčanih sredstava na osnovu emisije hartija od vrijednosti (dužničkih ili vlasničkih). Takvo pribavljanje sredstava vrši se na finansijskom tržištu. Praksa razvijenih zemalja je pokazala da se kompanije, ukoliko ne mogu finansirati svoje potrebe iz sopstvenih izvora i ukoliko ne žele pribavljati sredstva putem kredita, opredjeljuju za emisiju hartija od vrijednosti.

Finansijska tržišta su mehanizmi putem kojih se dovodi u vezu ponuda sa tražnjom finansijskih sredstava. Na osnovu ponude i tražnje formira se cijena HOV na finansijskom tržištu. Finansijska tržišta se mogu podijeliti na osnovu toga sa čime se trguje na njima pa tako imamo podjelu na: tržište kapitala, tržište novca i tržište deviza. Ako polazimo od prirode transakcije, finansijsko tržište možemo podijeliti na primarno i sekundarno.

Na primarnom tržištu dolazi do inicijalne emisije vrijednosnih papira od strane kompanija i država. Papiri koji su našli svoje kupce, dalje se mogu trgovati, ali se to trgovanje onda odvija na sekundarnom tržištu. Tako kompanije, koje odluče da pribave finansijska sredstva na osnovu emisije hartija od vrijednosti, ili države koje žele pribaviti sredstva za investicione procese ili finansiranje tekućih troškova, to vrše pomoću investicionih banaka, ponudom vrijednosnih papira na primarnom tžištu.

Uslovi koji su potrebni za emisiju HOV na primarnom tržištu su[14]:

- Razvijeno finansijsko tržište,
- Efikasni finansijski instrumenti,
- Razgranata mreža posrednika,
- Precizno definisani računovodstveni propisi i procedure u vezi ocjene boniteta,
- Postojanje klirinških kuća,
- Adekvatni zakonodavni propisi,
- Efikasna sudska praksa.

Razvijeno finansijsko tržište, efikasni instrumenti kao i razgranata mreža posrednika su važni kako bi se primarna emisija što bolje realizovala. Razvijeno finansijsko tržište podrazumijeva postojanje velikog broja učesnika na tržištu spremnih da ulažu u hartije od vrijednosti i druge finansijske instrumente, koji će ih svojom efikasnošću privući da ulažu. Ocjene u vezi boniteta, kao i zakonodavni propisi koje država nameće su važni zbog sigurnosti investitora. Ukoliko je veliko povjerenje u tačnost finansijskih podataka, kao i u poštovanje zakona onda je i investitorima lakše ulagati, a samo tržište će efikasnije funkcionisati. Zakoni koje donose državni organi morali bi biti u cilju što boljeg i efikasnijeg funkcionisanja tržišta, ali i povećanja povjerenja i sigurnosti u ulaganja.

[14] Opširnije: Vunjak, 2013; str. 24.

1. Funkcije investicione banke na primarnom tržištu

Funkcije koje investiciona banka vrši prilikom potpisivanja i emisije HOV su:

- Administrativna funkcija,
- Savjetodavna funkcija,
- Funkcija preuzimanja rizika,
- Distributivna funkcija.

Investicione banke pružaju znatnu pomoć i podršku kompanijama koje žele da pribave sredstva putem emisije HOV, preko prikupljanja podataka i dokumentacije koja je neophodna za registraciju emisije hartija od vrijednosti kod državnih organa. Kompanijama se pruža mogućnost da pomoću investicionih banaka jednostavnije prođu složenu proceduru, a bankama je to svakako u sklopu poslovne djelatnosti. Možemo reći da je investiciona banka specijalizovana za obavljanje administrativnih poslova u odnosu na kompanije, tako da je *administrativna funkcija* prirodna sa stanovišta ubrzanja emisija, snižavanja troškova, ali i ukupne efikasnosti.

Savjetodavna uloga je izuzetno bitna. Ovdje investiciona banka utiče na ključne odluke prilikom izdavanja hartija od vrijednosti. Prije svega, tu je pitanje koje će se HOV izdavati, da li će biti dužničke ili vlasničke, u kojoj će valuti biti, za koji vremenski period i na kom tržištu će biti vršena emisija. Najveći dio emisija, banke odrađuju na zahtjeve svojih klijenata. Međutim, klijenti mogu tražiti savjete od banke koje, na osnovu pregleda poslovanja, finansijskog stanja i očekivanih planova klijenata, pravi najbolju strategiju za prikupljanje finansijskih sredstava.

Funkciju preuzimanja rizika investicione banke preuzimaju zbog zabrinutosti emitenta za prodaju emisije HOV. Banka tako na sebe preuzima obavezu da emisiju proda po nominalnoj vrijednosti. Ukoliko cjelokupna emisija hartija od vrijednosti ne nađe svoje investitore, banka će preuzeti neprodate HOV. Banka ima dvije mogućnosti prilikom preuzimanja rizika a to je čvrsta obaveza i „najbolji napor”. Banke prilikom preuzimanja rizika mogu nastupiti kao sindikati, ali samo jedna ima ulogu koordinatora u tom sindikatu. Naravno, za preuzeti rizik, banke dobijaju naknadu od svojih klijenata.

Preko investicionih banaka se stvara mreža prodavaca, te se za relativno kratko vrijeme može izvršiti distribucija emitovanih hartija od vrijednosti. Investiciona banka tako postaje posrednik, tj. distributer između onih koji imaju višak finansijskih sredstava (investitora) i svojih klijenata koji imaju potrebu za finansijskim sredstvima. Tako investiciona banka ovim poslom ostvaruje svoju *distributivnu funkciju.*

2. Investiciona banka u poslovima javnog plasmana emisije hartija od vrijednosti

Kada kompanija, zajedno sa investicionom bankom, donese odluku da je za nju najbolje rješenje da dođe do potrebnih finansijskih sredstava emisija HOV, počinje proces javne emisije hartija od vrijednosti. Javna ponuda mora da bude jasna i razumljiva za svakog investitora. Svaka zemlja sopstvenim zakonima reguliše uslove odvijanja emisije hartija od vrijednosti, kako bi kontrolisala proces emisije. Zakonit način emisije je bitan zbog sprečavanja prevara, špekulativnih radnji, kao i potpune informisanosti investitora o kakvim se HOV radi. Nepoštovanje nekih od zakonskih regulativa dovešće do odbijanja registracije. Javna emisija se može obavljati na nekoliko načina. To su :

- Emisija neposrednom prodajom,
- Emisija preuzimanjem,
- Emisija posredovanjem.

Emisija neposrednom prodajom, poznata i kao klasičan način emisije je slučaj kada emitent lično sprovodi javnu emisiju upućivanjem javne ponude investitoru u vezi sa prodajom svojih HOV. Karakteristično je da ovdje ne postoji posredovanje trećih lica. Ovo je i najstariji način vršenja emisije hartija od vrijednosti, zbog toga je i dobio naziv klasičan način. Podrazumijeva povjerenje i dobre poslovne odnose između emitenta i investitora zbog potencijalnog rizika da se u potpunosti ne realizuje emisija HOV. Za ovu vrstu emisije su karakteristični manji iznosi, jer se najčešče radi o manjem broju investitora.

Emisijom putem preuzimanja se eliminiše potencijalni rizik neuspješne realizacije plasmana HOV. Investiciona banka kupuje od emitenta cjelokupnu emisiju, tako da u potpunosti preuzima rizik i za emisiju se može reći da je u potpunosti uspješno odrađena. Prenošenjem daljeg posla na investicionu banku obezbeđuje se stručnije i uspješnije realizovanje. Investiciona banka, preko svojih distributivnih kanala, može ponuditi ove hartije od vrijednosti većem broju investitora. Treba imati na umu da je klasičan metod bio moguć u počecima, kada iznosi emisija nijesu prelazili neke enormne cifre i kada je nekoliko investiora uspješno kupovalo cijelu emisiju. Međutim, sa većim iznosima emisija, preuzimanje je najbolji način emitenta da uspješno izvede emisiju.

2.1. Pokretanje i registracija emisije hartija od vrijednosti

Priprema i registracija emisije HOV je izuzeno složen proces tako da emitent najčešće ovlašćuje investicionu banku da taj proces odradi za njega. Izbor investicione banka je zbog toga izuzetno značajan. Najčešći kriterijumi za izbor su reputacija banke, iskustvo koje ima u obavljanju ovog posla, visina provizije koju naplaćuje, distributivne sposobnosti, sposobnosti kreiranja finansijskog tržišta, istraživačka sposobnost banke. Banka mora voditi računa o ključnim kriterijumima kako bi bila odabrana. Investiciona banka takođe ima interes da sarađuje, posebno ukoliko emitent ima dobar finansijski

rezultat, modernu tehnologiju sa patentima, licencama, perspektivnom budućnošću. Dobri poslovni odnosi su ključni za saradnju i napredak investicione banke i emitenta.

Investiciona banka može biti odabarna na tenderu ili pregovaranjem. Na tenderu to može biti licitacijom, odnosno, konkurentskim ponudama, dok se pregovaranje vrši direktno između investicione banke i emitenta.

Tenderski izbor investicione banke podrazumijeva da će za obavljanje emisije biti odabrana ona banka koja je spremna da ponudi najvišu cijenu za vlasničke HOV ili najmanju kamatu za dužničke HOV. Tenderski izbor se zasniva na tome da emitent putem medija daje informacije o hartijama od vrijednosti, čeka i bira ponude investicionih banaka.

Izbor investicione banke pregovorima pretpostavlja da je iznos emisije znatno viši i da pregovaranjem obije strane trebaju dogovoriti uslove emisije. Pregovaranje će biti uspješnije ako je i u prošlosti postojala dobra saradnja između emitenta i investicione banke, ili ukoliko je banka imala slične poslove, tako da je reputacijom i iskustvom zaslužila ovaj posao. Zato je važno da investiciona banka gradi imidž uspješnosti i odgovornosti. Obično je pravilo, da je investiciona banka uspješna onoliko koliko je uspješna i njena posljednja emisija.

Biranjem investicione banke, cijeli postupak emisije se prepušta banci, naravno, uz određenu pomoć i konsultaciju sa menadžmentom kompanije. Obično, banka sa kompanijom može da dogovori određene stvari kao što su vrsta finansiranja, obim i vrijeme emisije, cijena emisije, vrsta i visina provizije i distribucija hartija do vrijednosti.

Investiciona banka, ukoliko prihvati poslove posredovanja preuzima prvi korak, a to je slanje ***„pisma o namjerama"*** koje ima oblik predugovora. U ovom pismu se definiše klauzula kojom se emintent obavezuje da će dostaviti investicionoj banci sve podatke neophodne za upješnu emisiju HOV. Pismo o namjerama je na snazi sve dok se ne potpiše ugovor između emitenta hartija od vrijednosti i investicione banke. Ovo je i period tišine jer je zabranjeno promovisanje hartija od vrijednosti, kao i ostale marketinške aktivnosti za prodaju HOV.

Nakon pisma o namjerama, investiciona banka ***detaljno analizira*** emitenta. Ovaj zadatak ima posebnu pažnju, jer na osnovu podataka o emitenu banka popunjava izjavu o registraciji HOV. Investiciona banka mora izvršiti opsežnu analizu zajedno sa emitentom, računovodstvom emitenta, kao i finansijskim savjetnicima emitenta. Sastavlja se dokument koji sadrži podatke o proizvodnji i uslugama emitenta, strateškim odnosima sa dobavljačima, konkurenciji, prodaji i distribuciji proizvoda, istraživanju i razvoju emitenta, menadžmentu i zaposlenima emitenta. To su uglavnom podaci koji opisuju emitenta, kako bi na osnovu tih podataka investiciona banka mogla da napravi najbolju strategiju plasmana hartija od vrijednosti.

Ovdje je često prisutan i konflikt iz činjenice da investiciona banka želi da ima što bolje i što relevantnije podatke o emitenu kako bi imala cjelokupnu sliku o emisiji (potrebne su joj pozitivne i negativne strane emitenta) dok emitent, da bi bio u što boljoj poziciji, želi da prikrije svoje negativne strane, smatrajući da one i nijesu previše bitne za emisiju. Ukoliko se radi o inicijalnoj javnoj ponudi, ovaj je problem još izraženiji, jer menadžment kompanije mora iznositi određene poslovne tajne kompanije, a i zbog nedovoljnog poznavanja procesa emisije, vjerovatnoća otpora u prezentaciji preciznih informacija, relevantnih za emisiju, je veća.

Investicione banke moraju javnosti što bolje predstaviti emitenta, kako bi plasman emisije bio što bolji, bez obzira na to koji je kvalitet emitenta. Zato se i investicione banke nerijetko nađu i u nezavidnoj situaciji da što bolje predstave emitenta, ali i da predstave tačne podatke o njemu. Na tačnim podacima najviše insistiraju investitori, jer je to osnova na kojoj grade odluku da li investirati, ili ne. Vjerodostojni relevantni podaci su, takođe, zahtjev regulatornih organa države.

Sljedeći korak je ***podnošenje izjave o registraciji hartija od vrijednosti.*** Podnošenjem počinje zakonska procedura za dobijanje dozvole za emisiju HOV. Kao gotovo svaki dokument koji prolazi zakonsku proceduru i ovaj je standardizovan i zahtjeva veliki broj podataka koji investiciona banka može da priprema i po nekoliko mjeseci. Proces registracije se odvija u tri faze:

- ***Period prije podnošenja izjave o registraciji*** je u stvari vrijeme pregovora između investicione banke i emitenta HOV, kao i prikupljanje cjelokupne dokumentacije koja je neophodna za emisiju. Ovaj period traje do momenta podnošenja zahtjeva za registraciju nadležnom državom organu.
- ***Period čekanja odluke o emisiji hartija od vrijednosti*** počinje podnošenjem izjave o registraciji emisije, a završava se donošenjem odluke nadležnog državnog organa o prihvatanju ili odbijanju emisije. Ponuda i prodaja hartija od vrijednosti se ne može vršiti u ovom vremenskom periodu.
- ***Period odobrene emisije hartija od vrijednosti*** počinje odobrenjem emisije odnosno sa pozitivnim odgovorom nadležne državne komisije.

Izjava o registraciji treba da sadrži podatke o emitentu kao što su naziv, adresa, sjedište kompanije, zaduženost emitenta, karakteristike poslovanja emitenta, namjeru trošenja sredstava prikupljenih preko emisije hartija od vrijednosti, očekivan neto prihod od emisije, iznos provizije, prikaz troškova emitenta na osnovu emisije hartija od vrijednosti, te podatke o advokatima koji će se starati da emisija bude usaglašena sa zakonskom regulativom.

Izjava o registraciji se sastoji od dva dijela. Prvi dio je preliminarni prospekt, a u drugom dijelu su opisani troškovi emisije i distribucije HOV. U ovoj fazi preliminarni prospekt ima prije svega marketinšku funkciju i na osnovu njega se procjenjuje zainteresovanost investitora za kupovinu hartija od vrijednosti. U njemu su investicione banke dužne predstaviti HOV budućim investitorima često i putem prezentacija. Drugi dio opisuje troškove emisije, troškove distribucije kao i podatke o naknadama, potpisima ovlašćenih lica, podatke o prethodnim neregistrovanim HOV (kao uvid u procjenu uspješnosti emisije).

Preliminarni prospekt je dokument koji sadrži informacije o stepenu boniteta kompanije kao i efektima nove emisije hartija od vrijednosti. Preliminarni prospekt se šalje državnoj komisiji za vrijednosne papire, koja donosi odluku o registraciji novih hartija od vrijednosti. Važnost ove registracije je sprečavanje upisa onih kompanija koje ne ispunjavaju bonitet. Na ovaj način se čuvaju investitori, posebno oni manji investitori koji ovim imaju veći nivo povjerenja za hartije od vrijednosti u koje ulažu sredstva. Međutim, na registraciju se ne treba gledati kao osiguranje da će kompanija isplatiti obaveze na osnovu

hartija od vrijednosti, već samo da je kompanija pružila relevantne podatke koji ukazuju da dobar bonitet. Obaveze po HOV zavisiće od uspješnosti poslovanja kompanije ali i od investicione banke koja je u ulozi savjetnika i garantea za određenu emisiju. Uspješnost emisije u vidu ispunjavanja obaveza prema investitorima je bitna investicionoj banci zbog stvaranje reputacije, što kasnije olakšava promociju banke.

Period čekanja je naredni korak, a karakteriše ga to da investiciona banka vrši promotivne aktivnosti. To može da čini objavljivanjem oglasa gdje promoviše sve pojedinosti o HOV, kako bi privuka pažnju investitora. Važniji oblik promocije je promocija na širem prostoru finansijskih tržišta. Ovako se informišu potencijalni investitori, a u komunikaciji sa njima investiciona banka dobija podatke o zainteresovanosti investitora, te shodno tome može određivati i cijenu HOV. Ukoliko je pozitivan odgovor od Komisije za HOV, sljedeća obaveza je definisanje ***finalnog prospekta*** emisije.

Najčešče se srijeću četiri posla u vezi sa finalnim prospektom i to: izrada prospekta, provjeravanje podataka u prospektu, umnožavanje prospekta i objavljivanje prospekta. Finalni prospekt treba da sadrži podatke vezane za:

- Emitenta (opis poslovanja, kapital, imovina, vrsta HOV koje posjeduje, članove Upravnog odbora),
- Javne ponude emisije (cijena hartija od vrijednosti, uslovi prodaje, rok i način upisa),
- Hartije od vrijednosti (vrste i klase, prava i obaveze, povlastice imaoca HOV),
- Lica odgovorna za sadržinu prospekta (direktori, revizori, računovođe, investicioni savjetnici),
- Tekući podaci (podaci koji utiču na cijenu ponuđenih HOV),
- Drugi podaci (podaci koji mogu uticati na vrijednost hartija od vrijednosti).

Finalni prospekt mora sadržati realno stanje emitenta HOV i to sadašnje stanje bez podataka o budućim planovima, očekivanjima ili procjenama.

Savjetodavna uloga banke je najznačajnija u pripremnim poslovima javne emisije HOV. Banka ima puno više znanja i iskustva u javnoj emisiji, tako da je specijalizovala ovaj posao u odnosu na svoje klijente, pa pruža bitnu pomoć u prikupljanju potrebne dokumentacije za javnu emisiju.

2.2. Potpisivanje emisije hartija od vrijednosti

Potpisivanje emisije HOV predstavlja njihovu kupovinu od emitenta pri čemu je investiciona banka potpisnik emisije. Investiciona banka potpisivanjem postaje garant uspješnosti emisije, jer garantuje emitentu prodaju hartija od vrijednosti po određenoj cijeni. Potpisivanje emisije je prisutnije u visoko razvijenim zemljama svijeta nego zemljama u tranziciji. Cilj potpisivanja je zaštita emitenta od potencijanog rizika neuspješne emisije HOV. Investiciona banka preuzima potpisivanjem hartija od vrijednosti veliki rizik, jer rizikuje da usled nedovoljne prodaje, prodajna cijena koju banka nudi bude niža od kupovne cijene kojom je ona preuzela emisiju od emitenta. Međutim, potpisivanjem HOV

investiciona banka ima pravo na ostvarivanje prihoda u razlici na cijeni. Zbog svega ovoga potrebno je da potpisnik emisije bude banka koja izuzetno dobro poznaje tržište hartija od vrijednosti koje se emituju, i koja je spremna da na sebe preuzme rizik. Osim toga, potrebno je i da banka bude dovoljno finansijski moćna da izvrši preuzimanja emisije, ili dobro organizovana da napravi sindikat banaka koji će učestvovati u preuzimanju i distribuciji HOV.

Potpisivanje možemo posmatrati i analizirati sa marketinšnkog aspekta kojim investiciona banka privlači klijente da preko nje izvrše emitovanje svojih hartija od vrijednosti. To je svakako dobar potez, jer klijent pokreće emisiju znajući da će sigurno prikupiti finansijska sredstva, potrebna za njegovo poslovanje uz plaćanje provizije za potpisivaje hartija od vrijednosti. Ovo je i način kako investicione banke između sebe kreiraju konkurentnost, jer svaka banka koja se bavi emisijom HOV želi preuzeti posao za svog klijenta. Na ovaj način se potpisivanjem emisije stvara konkurentnost, što samim tim implicira i efikasnost, jer banke ukoliko žele da budu u boljoj tržišnoj situaciji od konkurencije, moraju iskazati veću efikasnost.

Kreiranje efikasnosti se može ogledati i sa stanovišta ukupne privredne aktivnosti. Potpisivanjem emisije se znatno smanjuje vremenski period prikupljanja finansijskih sredstava (za neke manje kvalitetne klijente on može da se oduži), tako da se prikupljena sredstva mogu brže uključiti u privredu i samim tim implicirati brži privredni rast, veću likvidnost, nova radna mjesta i tehnologije.

Osim potpisivanja emisije, postoji mogućnost i ***potpisivanje ugovora o najboljim namjerama***. Ovim investiciona banka ne otkupljuje HOV, već samo učestvuje u njihovoj prodaji, te rizik ostaje na emitentu. Banka se obavezuje da će izvršiti najveće napore kako bi se emisija realizovala i za to dobija određenu proviziju. Zbog manjeg rizika nego kod potpisivanja emisije i zarada banke je u ovom slučaju manja. Najbolji napori se ogledaju kroz kvalitetnu promociju hartija od vrijednosti kod investitora, kao i korišćenje investicione banke kao garanta sigurnosti da je cjelokupan posao vezan za emisiju kvalitetno odrađen.

2.3. Distribucija emisije hartija od vrijednosti

Nakon odrađenog potpisivanja emisije, investiciona banka treba što prije da proda emisiju zainteresovanim investitorima. Ona promoviše emisiju putem preliminarnog prospekta, objavljivanjem oglasa u dnevnoj štampi, promocijom kod investitora. Banka treba što prije da obavi distribucije zbog mogućnosti pada cijene HOV. Stabilizacija i sprečavanje pada cijene hartija od vrijednosti su zbog toga važni poslovi investicione banke. U distribuciji može učestvovati jedna ili više banaka u okviru bankarskog sindikata o emisiji HOV. Sindikat polazi od podjele posla, rizika i odgovornosti između investicionih banaka, ali takođe, i dijeljenju zarade srazmjerno broju učesnika i preuzetim obavezama u okviru sindikata.

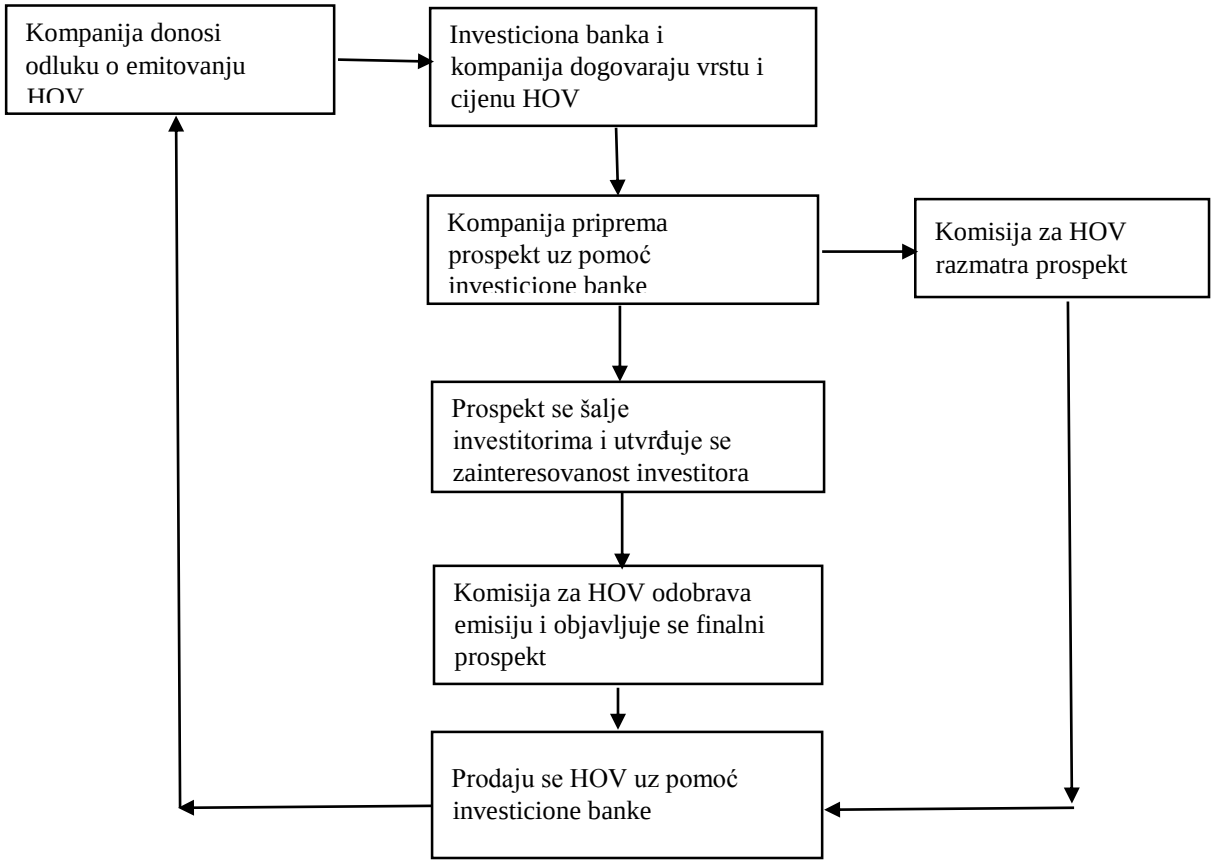
Svaka investiciona banka samostalno prodaje HOV koje je dobila. Svaki sindikat ima vodeću banku koja upravlja aktivnostima i raspodjelom hartija od vrijednosti. Vodeća banka utvrđuje iznos emisije za svakog člana, rukovodi prodajom, odgovara za stabilnost

tržišta. Vodeća banka predstavlja sindikat ispred investitora i medija, ukoliko je to potrebno. Ona posjeduje najveće privilegije u procesu emisije, ali iz toga proističu i najveće obaveze i odgovornost za uspješnost emisije.

Vodeća banka vodi računa o stabilizaciji finansijskog tržišta. U slučaju pada cijene HOV banka otkupljuje emitovane hartije od vrijednosti koje su prodate na vanberzanskom tržištu po cijeni nižoj od cijene u prospektu. Takođe, ako je tražnja veća od ponude i kada postoji „vruće tržište" koristi se pravo kupovanja dodatne količine hartija od vrijednosti ,od emitenta, kako bi došlo do stabilizacije.

Investicione banke imaju mogućnost da dozvole učešće u distribucji „prodajnim grupama". To su najčešče brokersko–dilerske firme kojima se dozvoljava da kupe HOV sa popustom u cijeni. Pravilo je da zbog što brže prodaje što više učesnika dobije manji dio emisije koji je obavezan da proda. Tako se vrši diverzifikacija portfolija kupaca, jer različite investicione banke i različite prodajne grupe imaju drugačije klijente i saradnike, koji mogu biti zainteresovani za kupovinu HOV, te se tako i proširuje krug mogućih investitora. Svaki učesnik prodaje je u obavezi da daje obaveštenje o prodatim i neprodatim hartijama od vrijednosti, kako bi se na što bolji način vodila evidencija o dinamici i uspješnosti emisije. Na šemi (1) je prikazan proces emisije, od donošenja odluke o emitovanju, pa do prodaje HOV uz pomoć investicione banke.

Šema 1: Proces javne ponude hartija od vrijednosti uz prisustvo investicione banke



Izvor: Mishkin, Eakins, 2005; str. 435.

Prikaz je takav, da se nakon jedne uspješno sprovedene emisije, taj proces nastavlja kada kompaniji zatrebaju finansijska sredstva. Obično, nakon uspješne emisije i prikupljana sredstava, kompanije češće koriste ovaj vid finansiranja.

2.3. Diskont i troškovi javne emisije hartija od vrijednosti

Diskont je prihod koji ostvaruje investiciona banka kao potpisnik emisije HOV. Diskont je razlika u cijeni po kojoj je investicina banka kupila hartije od vrijednosti i cijene po kojoj je iste prodala investitorima. Diskont se kreće između 6% i 7% od ukupnog prihoda emitenta, i njega možemo posmatrati kao naknadu investicionoj banci za preuzimanje rizika, jer ne postoji garancija da će banka prodati sve otkupljene hartije od vrijednosti. Takođe, ukoliko uzmemo u obizir vremenski značaj pribavljanja novca, emitent za brzu i efikasnu emisiju, koja se ogleda kroz potpisivanje HOV od strane investicione banke i treba da plati određenu naknadu koja se ogleda upravo kroz ovaj diskont. Diskont predstavlja način kako emitent motiviše banku da izvrši preuzimanje emisije.

Najznačajniji troškovi emisije HOV su: registracija emisije, diskont i provizija investicionih banaka, provizije finansijskih stručnjaka, računovođa, pravnih savjetnika, troškovi distribucije, istraživanja i promotivnih aktivnosti vezanih za hartije od vrijednosti.

U tabeli (5) prikazana su kretanja troškova emisije dužničkih i vlasničkih HOV.

Tabela 5: Kretanje troškova emisije akcija

Veličina emisije akcija (milioni USD)	Ukupni troškovi emisije akcija (diskont i ostali troškovi)	Ukupni troškovi emisije korporativnih obveznica (diskont i ostali troškovi)
Ispod 1	22.0%	14.0%
Od 1 do 1.9	16.9%	11.0%
Od 2 do 4.9	12.4%	6.2%
Od 5 do 9.9	8.2%	3.2%
Od 10 do 19.9	6.0%	1.9%
Od 20 do 49.9	4.6%	1.4%
Od 50 do više	3.5%	1.1%

Izvor: Berslay, 1999; str. 421.

Troškovi emisije HOV zavise od veličine emisije i veći su kod malih nego kod velikih emisija. Karakteristika je i da su troškovi vlasničkih veći od troškova dužničkih hartija od vrijednosti. Dužničke HOV se prodaju po blokovima, većim investitorima, te su troškovi manji (veliki broj hartija od vrijednosti se plasiraju u okviru bloka što je jeftinije nego da se vrši plasiranje manjih količina). Takođe, plaćanje kamate na dužničke hartije od vrijednosti, automatski znači da investiciona banka ima manje prostora za stvaranje profita. Takođe, ako uzmemo na umu i pravilo ekonomije obima, razumljivo je da će na veće transakcije provizije biti manje, jer pojedine poslove investiciona banka mora obavljati, bez obzira da li emisija iznosi milion ili sto miliona nekih novčanih jedinica.

3. Privatni plasman emisije hartija od vrijednosti

Privatni plasman emisije hartija od vrijednosti je karakterističan za prodaju hartija od vrijednosti manjem broju institucionalnih investitora. Ovdje se HOV nude limitiranoj grupi investitora. Prednost ovog načina emisije je u tome što one ne moraju biti registrovane kod Komisije za hartije od vrijednosti, tako da su troškovi izdavanja manji zbog izbjegavanja registracije. Takođe, iz tog razloga je i ubrzano pribavljanje slobodnih novčanih sredstava.

Postupak privatnog plasmana podrazumijeva da se umjesto registracije sastavlja memorandum o privatnom plasmanu, koji ima sličnu sadržinu prospekta. Razlog nepostojanja emisije se objašnjava iz činjenice da se emisija vrši između ugovorenih strana, koje poznaju jedna drugu i međusobno dogovaraju prava i obaveze u emisiji. Memorandum daje investitoru bitne informacije o emitentu, emisiji hartija od vrijednosti (imovina emitenta, anuiteti otplate, grejs period). Pored memorandum, investitori dobijaju i dokument o uslovima emisije, koji sadrži podatke o obimu emisije, vrsti HOV, roku dospijeća, kamatnoj stopi. Dokumet bi još trebao da sadrži i opciju koja daje emitentu mogućnost da otkupi dužničke hartije od vrijednosti, ukoliko su one izdate. To se radi u slučajevima kada dođe do pada kamatnih stopa.

Investicione banke, zbog manjeg obima poslovanja kod privatnih plasmana, više su okrenute ka sastavljanju memoranduma i nalaze se u ulozi savjetnika. Dosadašnja iskustva su pokazala da se privatnim plasmanom emituju dužničke HOV, prije svega iz razloga što na dužničke harije od vrijednosti postoji sigurniji prinos, kao i mogućnost prava preče naplate prilikom likvidacije ukoliko poslovanje emitenta postane, do krajnjih granica neuspješno. S druge strane, neki investitori sticanjem vlasničkih hartija od vrijednosti ističu želju za preuzimanjem kontrolnog paketa akcija, te su shodno tome, spremi kompaniji ustupiti finansijska sredstva, ali samo za vlasničke hartije od vrijednosti.

Kako bi se spriječilo prevođenje privatnog plasmana u javnu emisiju, zakonima se zabranuje njihova prodaja u vremenskom periodu od dvije godine. Tako da se ovakve HOV još nazivaju i ograničene hartije od vrijednosti.

Osnovni nedostaci privatnog plasamana u odnosu na javnu emisiju su:

- Teškoće pribavljanja veće količine sredstava – s obzirom da se emisija vrši direktnim putem, van finansijskog tržišta i u prethodnom dogovoru sa investitorima, teško je prikupiti velika finansijska sredstva, koja bi bila prikupljena preko javne emisije HOV.
- Veći monitoring velikih investitora – zbog činjenice da u privatnom plasmanu nema registracije, a samim tim ni potvrde Komisije o ispravnosti u regulaciji traženih informacija, monitoring investitora na emitenta je veći. Takođe, veći je i pritisak i uslovljavanje, kroz sprovođenje određenih strandarda, koji su u funkciji dobijanja sredstava iz emisije.
- Rizik od preuzimanja – privatni plasman takođe, omogućava velikim investitorima da na lakši način steknu kontrolni udio akcija, te tako postanu vlasnici kompanije.

Iako iskuljučena iz poslova registracije, te tako i sa umanjenim obavezama, kroz privatnu emisiju investiciona banka često mmože plasira svoja sredstva. Banka tako može jeftinije da pribavlja akcijski kapital neke kompanije, te tako ostvaruje širenje i diversifikovanje svog investicionog portfolija. Takođe, značaj investicione banke je i procesu sastavljanja memoranduma, gdje se može pojaviti kao predstavnik obije ugovorne strane u okviru savjetodavne funkcije.

4. Privilegovan plasman emisije hartija od vrijednosti

Privilegovan plasman HOV podrazumijeva prodaju nove emisije vlasničkih hartija od vrijednosti postojećim akcionarima. Ovo je, u stvari plasman hartija od vrijednosti sa pravom preče kupovine. Postojeći vlasnici, osim udjela u dobiti imaju pogodnost i u kupovini novih hartija od vrijednosti. Ovo privilegovano pravo, daje mogućnost vlasnicima hartija od vrijednosti da kupe određeni broj novih akcija od emitenta. Broj prava koje ima svaki pojedinačni vlasnik, najčešće se utvrđuje po broju akcija koje posjeduje. Tako na primjer, ukoliko kompanija ima 10 000 emitovanih akcija i želi da emituje još 1000, tada je za kupovinu jedne nove akcije neophodno imati 10 starih akcija. Ovo pravo je najbolje iskoristiti ukoliko je prodajna cijena akcije manja od trenutne tržišne cijene. Pravo preče kupovine se može, a ne mora, iskoristiti od strane akcionara, a takođe se može prenijeti i na nekog drugog kupca.

Cilj privilegovane emisije je da omogući akcionarima neku vrstu nagrade, kroz pravo preče kupovine nove emisije. Ovo je jedna vrsta pogodnosti koja se nudi akcionarima, kako bi se privukli i ostali investitori koji ne posjeduju vlasničke hartije od vrijednosti. Naravno, kompanije sa dobrim poslovnim performansama će uvijek imati veće interesovanje akcionara.

Obaveze investicione banka u ovoj emisiji ogledaju se i kroz zaštitu emitenta od rizka prodaje akcija. Potpisivanjem sporazuma između emitenta i investicione banke, investiciona banka preuzima na sebe obavezu da otkupi akcije koje ne kupe vlasnici kompanije. Tako će emitent biti siguran da će prikupiti željeni kapital. Investiciona banka takođe, snosi rizik pada tržišne cijene akcija. Ona otkupljene akcije, dalje može prodati preko svoje distributivne mreže zainteresovanim investitorima, ili ukoliko je to u skladu sa poslovnom politikom banke, zadržati otkupljene HOV zbog očekivanog povećanja cijena akcija i dividendi, kao posledice uspješnih poslovnih aktivnosti emitenta.

5. Inicijalna javna ponuda hartija od vrijednosti

Inicijalna javna ponuda (IPO – Initial Public Offering) je proces u kojem kompanije prvi put nude hartije od vrijednosti širem krugu investitora. Kompanija koja je već izvršila inicijalnu ponudu, a koja želi da ponovo vrši emisiju neke vrste hartija od vrijednosti to čini kroz sekundarnu javnu ponudu. Inicijalna javna ponuda je veoma slična kao i javna emisija hartija od vrijednosti.

Razlike koje su karakteristične između inicijalne javne ponude i javne emisije hartija od vrijednosti su:

- Prva emisija hartija od vrijednosti,
- Obim emisije je manji u odnosu na naredne emisije,
- Cijena hartija od vrijednosti ima dinamičan karakter,
- Sekundarne emisije hartija od vrijednosti se brže sprovode[15].

Inicijalnom javnom ponudom vlasničkih HOV počinje bitnom odlukom, a to je da je vlasnik spreman da ponudi dio svog vlasništva drugim investitorima. Vlasnik donosi odluku koliki će udio u vlasništvu ponuditi investitorima. Prodajom akcija kroz inicijalnu ponudu emitent uvećava svoj kapital. Kupci akcija mogu biti razni domaći ili strani investitori, privatni ili institucionalni investitori.

Bitno pitanje i za emitenta i investicionu banku je cijena HOV, ali je oni gledaju iz različitih uglova. Cilj emitenta je prikupljanje što većeg kapitala, te je i njegova želja da cijena hartija od vrijednosti bude što veća. Lakša pretprodaja investitorima će ići uz nižu cijenu hartija od vrijednosti što je i cilj investicione banke.

Prednosti inicijalne javne ponude su brojne, a ovdje ćemo se osvrnuti na vlasničke hartije od vrijednosti. Prije svega tu su *finansijski razlozi* jer ova sredstva nemaju ni rok dospijeća ni kamatu. Povećanje finansijskih sredstava svakako čini preduzeće moćnijim i konkurentnijim na tržištu. U periodima krize se posebno ogleda prednost prikupljnja kapitala inicijalnom javnom ponudom u odnosu na kredite i dužničko finansiranje jer poslovanje nije dodatno opterećeno troškovima kamata.

Organizacioni razlozi prednosti inicijalne javne ponude leže u tome da se kompanija organizaciono disciplinuje, tj. da se odvajaju upravljačka od vlasničke funkcije. Inicijalna javna ponuda predstavlja izlazak na berzu, tako da je pribavljanje finansijskih sredstava u budućnosti olakšano. Prezentovanjem ovih prednosti, a posebno to, da se inicijalnom javnom ponudom olakšava pribavljanje novčanih sredstava u budućnosti, investiciona banka može obezbijediti jeftiniju cijenu hartija od vrijednosti prilikome preuzimanja, te zaraditi više u pretprodaji.

IPO proces je dosta složeniji od nekih narednih emisija jer se investiciona banka suočava sa problemima koje joj emitent može stvarati. Prije svega to je njegova *iskrenost* oko davanja tačnih podataka o stvarnom stanju finansija kompanije. Neke tražene informacije emitent može smatrati kao nevažne, ili prosto predstaviti ih drugačije nego što

[15] Vidjeti: Vunjak, 2013; str. 37.

jesu. Na takav način, pogotovo ukoliko investiciona banka predlaže način emisije, struktura prikupljenog kapitala može biti neodgovarajuća, tako da ne može na pravi način zadovoljiti emitenta. Takođe, tu je i *iskustvo,* za koje se prilikom IPO predpostavlja da je deficitran element ne samo menadžmenta, već i cijele organizacije. To su neki od problema koji se javljaju investicionoj banci prilikom IPO aranžmana. Međutim, dobro odrađen IPO otvara mogućnost banci da bude angažovana i u sljedećim procesima prikupljana kapitala.

6. Proces javne emisije hartija od vrijednosti – primjer

U ovome primjeru želimo proći kroz sve faze posla oko javne emisije hartija od vrijednosti te na taj način predstaviti aktivnosti koje sprovodi i investicina banka i kompanije, s obziroma na važnost učešća obje strane. Takođe iz ovoga primjera ćemo vidjeti i ulogu Komisije za hartije od vrijednosti, ali i brojne pregovore oko nacrta ugovora kako bi sve strane bile zadovoljne emisijom. Ovaj proces ćemo i vremenski označiti, kako bi se vidjelo koliko dugo traje proces emisije hartija od vrijednosti.

- **Dan 1**: Menadžment kompanije na osnovu ranije usvojene poslovne strategije koja predviđa rast kompanije kroz emitovanje HOV vrši odabir investicitione banke koja će sprovoditi emisiju. Odabir te banke zavisi od njene reputacije, uspješnosti prethodnih emisija ili od istorijata poslovnih odnosa emitenta i banke. Na kraju procesa emisije, više banaka uzima učešće, kao što je na primjer Facebook, prilikom svoje IPO imao 12 banaka u tom procesu.
- **Dan 3**: Bord direktora odobrava ideju o emitovanje akcija, počinje pripreme za proces registracije, te otpočinje pregovaranje sa investicionom bankom oko emisije.
- **Dan 6**: Tim za emisiju se sastaje po prvi put (čine ga predstavnici investicione banke i klijenta) i na tom sastanku određuje bitne stavke oko hartija od vrijednosti koje će se emitovati(cijenu, količinu kapitala koji treba prikupiti, vrstu hartija koja će se emitovati, tržišta na kojima će se vršiti emisija), te bira potrebnu formu za registraciju.
- **Dan 8**: Investiciona banka daje svoj komentar na izvršeni monitoring klijenta, kojim ocjenjuje mogućnost vršenja željene emisije.
- **Dan 10**: Menadžment, investiciona banka i nezavisni računovođa počinju sakupljanje svih informacija i finansijskih izvještaja potrebnih za registraciju.
- **Dan 15**: Menadžment banke podnosi upitnik direktorima, stejkholderima, kao i ostalim subjektima u kompaniji, koji su važni za odluku o emisiji. Pitanja u upitniku su vezana sa registraciju.
- **Dan 20**: Menadžent i banka završavaju poslove oko prikupljanja podataka o kompaniji. Imaju sva dokumenta koja se traže od kompanije, te mogu početi proces registracije.
- **Dan 25**: Svi članovi tima za emisiju se sastaju zbog nacrta izjave o registraciji.

- **Dan 30**: Menadžment i nezavisni računovođa završavaju sastavljanje finansijske izjave potrebne za registraciju.
- **Dan 35**: Članovi tima za emisiju održavaju sastanak sa Komisijom za hartije od vrijednosti. Oni se sastaju kako bi pregledali i prokomentarisali nacrt registracije. Oni će se sastajati po nekoliko puta kako bi usaglasili sve potrebne detalje oko registracije.
- **Dan 40**: Menadžment i investiciona banka odrađuju završne poslove koje, prije nego što će emisija biti data na odobravanje bordu direktora. Takođe, prave nacrt o registraciji koji je usaglašen sa Komisijom za hartije od vrijednosti i prospekt.
- **Dan 45**: Bord direktora odobrava nacrt o registraciji i prospekt.
- **Dan 50**: Kompanija završava posao oko registracije i distribuira preliminirani prospekt mogućim investitorima.
- **Dan 70**: Kompanija i banka počinju sa promocijom emisije.
- **Dan 100**: Komisija za hartije od vrijednosti, nakon pregledanja i provjere informacija, daje svoj komentar za pristigli nacrt o registraciji.
- **Dan 101**: Tim za emisiju, na osnovu pristiglih komentara o nacrtu registracije, sprema određene amandmane u cilju poboljšanja svoje pozicije.
- **Dan 105**: Pripremljeni amandmani se podnose Komisiji za hartije od vrijednosti, kao i mogući novi materijali koje je tim za emisiju spremio u cilju prihvatanja novih amandmana. Takođe, tim šalje obaveštenje Komisiji da ona ubrza proces odluke o registraciji do 110. dana, kako bi proces ponude akcija mogao tada početi.
- **Dan 106**: U direktnim pregovorima sa Komisijom, tim za emisiju dogovara finalne detalje oko registracije kako bi se ispunio njihov zahtjev o ubrzanom prihvatanju, ali i kako bi se odgovorilo na sve zahtjeve Komisije.
- **Dan 107**: Na novom sastanku tim za emisiju raspravlja da li postoji bilo kakva dodatna stavka koja bi trebala biti zatvorena u izjavi o registraciji, a ukoliko su sve pregovaračke strane zadovoljne onda je izjava o registraciji zadovoljavajuća.
- **Dan 108**: Banka i menadžement se dogovaraju oko cijene po kojoj banka može izvršiti preuzimanje akcija.
- **Dan 110**: Menadžment kompanije i investiciona banka potpisiju dokument o preuzimanju akcija, a akcije se bilježe u registru.
- **Dan 111**: Obaveštenje o emisiji se pojavljuje u medijima.
- **Dan 120**: Datum završetka posla. Menadžment i investiciona banka potpisuju sve potrebne dokumente.

III INVESTICIONE BANKE NA SEKUNDARNOM TRŽIŠTU

Sekundarno tržište je tržište na kojem se obavlja stalna kupoprodaja već emitovanih hartija od vrijednosti koje su investitori dobili njihovom prodajom na primarnom tržištu. Nakon početne prodaje hartija od vrijednosti, počinje se sa trgovanjem dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu. Primarno i sekundarno tržište su međusobno veoma povezani. Ne može se trgovati na sekundarom tržištu sa hartijama kojima se prethodno nije trgovalo na primarnom tržištu, tako da je primarno tržište „ulaznica" za sekundarno. Međutim, sekundarno tržište omogućava da HOV dobiju na značaju i vrijednosti. U slučaju nepostojanja sekundarnog tržišta, HOV bi bili samo papiri sa kojima se ništa ne bi moglo učiniti do roka njihovog dospijeća (tako bi lice koje je kupilo obveznicu imalo „zarobljena" sredstva do roka dospijeća). Ovako, ukoliko lice ima mogućnost prodaje obveznice na sekundarnom tržištu, ono ta sredstva može da „oslobodi", tj. da proda obveznicu, dobije sredstva koja može uložiti u neki profitabilniji posao. Na osnovu gore navedenog, dvije dominantne funkcije sekundarnog tržišta su:

- Održavanje likvidnosti po osnovu prodaje emitovanih hartija od vrijednosti,
- Definisanje cijena hartije od vrijednosti na osnovu ponude i tražnje.

Investisticione banke kupovinom i prodajom hartija od vrijednosti na sekundarnom finansijskom tržištu postaju i kreatori toga tržišta, prije svega što sa velikim kapitalom mogu imati bitnu ulogu u formiranju cijena nekih vrijednosnih papira. Takođe, pojedine investicione banke se mogu specijalizovati za specifične hartije od vrijednosti i takve banke se nalaze u ulozi specijaliste.

Sekundarno finansijsko tržište može biti kontinuirano i kupovno tržište. ***Kontinuriano tržište*** polazi od činjenice da se cijene formiraju tokom dana kontinuirano, odnosno onako kako kupci i prodavci dostavljaju svoje naloge. ***Kupovno*** podrazumijeva da market mejker organizuje aukciju za hartije od vrijednosti. Banka odredi neku fiksnu cijenu i po toj cijeni prodaje hartije od vrijednosti koju posjeduje. Stepen razvijenosti sekundarnog tržišta se mjeri:

- Visinom tržišne kapitalizacije,
- Obimom prometa na sekundarnom tržištu,
- Brojem registrovanih kompanija na tržištu kapitala.

Iz ove podjele možemo vidjeti da stepen razvijenosti zavisi uglavom od vrijednosnih pokazatelja tržišta. Visinom tržišne kapitalizacije se ukazuje na ukupnu vrijednost tržišta i to predstavlja ukupan potencijal za trgovanje. Obim prometa je pokazatelj ostvarenog prometa na tržištu, koji nam govori o aktivnosti subjekata na njemu. Broj registrovanih kompanija na tržištu je dobar pokazatelj povjerenja u funkcionalnost tržišta. Veliki procenat kompanija koje žele da se kotiraju na tržištu je parametar da je ono funkcionalno, i da se na njemu uspješno trguje i pribavlja potrebni kapital. Smatramo da je obim prometa najbolji

pokazatelj zbog činjenice da je tržište mjesto gdje se susreću ponuda i tražnja i da je uspješna interakcija kupaca i prodavaca osnovni cilj svakog tržišta.

1. Investicione banke u ulozi dilera

Dileri su trgovci sa HOV koji na sekundarnom tržištu nastupaju u svoje ime i za svoj račun. Prihod se ostvarjuje na osnovu razlike između kupovne i prodajne cijene. Takođe, dileri na sebe preuzimaju cjelokupni rizik transakcija.

Investicione banke obavljaju trgovine preko finansijskih berzi, gdje se cijena formira na osnovu ponude i tražnje. Međutim, sa nekim finansijskim instrumentima, kao što su svopovi ili HOV na osnovu hipoteka trguje se preko vanberzanskog. Pojedinim HOV, kao što su obveznice i akcije može se trgovati na berzi, ali i van berze. Naravno, pravila trgovanja na berzi su znatno rigoroznija, te stoga se na berzi trguje uglavnom kvalitetnijim akcijama nego što je to na vanberzanskim tržištima. Investicione banke se na tržištu dilera pojavljuju iz razloga što:

- Dilerski poslovi predstavljaju profitne centre za banku,
- Razvija se i održava vještina određivanja cijena hartija od vrijednosti,
- Razvija se sekundarno tržište hartija od vrijednosti[16].

Zaposleni u investicionim bankama ili investicionim sektorima univerzalnih banaka, trgovanjem različitih HOV mogu ostvarivati profit za banku. Osim znanja, bankarskim dilerima su dostupne i tehnologije kojima analiziraju većinu svjetskih tržišta, HOV, valuta (Bloomber, Reuters), što umnogome olakšava posao dilerima, te smanjuje rizik poslovne odluke. Osim toga, dobija se potrebno iskustvo u određivanju cijena hartija do vrijednosti, što koristi ukupnom fondu znanja instaliranog u banci, koje se kasnije može upotrijebiti za savjetodavne usluge, prilikom emisija HOV. Dilerski poslovi banke su važni i za sekundarno tržište, zbog količine finansijskih sredstava kojim banke raspolažu. Banke drže dio svojih sredstava u HOV, tako da je razvijeno sekundarno tržište i likvidnost tih hartija od vrijednosti od krucijalnog značaja za banku.

Za razliku od uloge brokera, dileri su izloženi riziku. ***Cjenovni rizik*** je rizik promjene cijene HOV koja se nalazi u portfeljima banke. Često se dešava da zbog straha od daljeg pada akcije ili potrebe banke za finansijskim sredstvima, diler bude primoran da realizuje ostvareni gubitak na pojedinim pozicijma. Radi što boljeg upravljanja cjenovnim rizika potrebno je indetifikovati rizik, kvantifikovati rizik i napraviti modalitet upravljanja rizikom. Identifikacija rizika je utvrđivanje svih mogućih rizika kojima je diler izložen prilikom držanja hartija od vrijednosti u svom portfoliju.

Kvantifikacija rizika je određivanje veličine rizika kojim je diler izložen na sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti. Ukoliko diler posjeduje akcije jedne kompanije izložen je riziku promjene cijene akcija, odnosno svim faktorima koji mogu uticati na

[16] Vidjeti: Vunjak, 2013; str. 50.

promjenu cijene te akcije (nepovoljni finansijski izvještaji, politička nesigurnost, štrajkovi). Kod obveznica, na primjer, rizici su još veći zbog promjene kamatnih stopa, kreditnog rizika, smanjenje kupovne moći zbog inflacije.

Nerijetko se dešava da dileri imaju u svom portfoliju hartije od vrijednosti koje drugačije djeluju na neke pojave, koje za dilera predstavljaju rizik (rizici se poništavaju u tom slučaju) i to je jedan od načina kako diversifikovati rizik

Investicione banke svakako imaju veliki broj dilera, te je zbog prethodnog razloga bitno da se zna pozicija svakog dilera, kako banka ne bi bila previše izložena nekim rizicima. Modalitetet upravljanja rizikom, znači da će se investiciona banka, zauzimanjem različitih pozicija, zaštiti od neočekivanih promjena cijena hartija od vrijednosti. Investicione banke mogu da se nađu u „dugoj" ili „kratkoj" poziciji u obavljanju dilerskih poslova. Kratku poziciju predstavljaju HOV koje su prodate na kratko, ne postaju vlasništvo dilera, ali diler ima obavezu da ih do kraja dana kupi[17]. Kratke pozicije se zauzimaju ako se očekuje pad cijena. Duga pozicija je kupovina i držanje HOV u očekivanju porasta cijene istih[18].

Kako bi utvrđivanje strategije trgovanja bilo lakše, dilerima su na raspolaganju brojne analize, a od načina na koji oni anticipiraju dobijene infomacije, zavisiće i uspješnost poslovanja. Jedna od karakteristika dilerskih poslova je da moraju, posebno ukoliko je riječ o transakcijama koje su više i koje imaju veću izloženost[19], proći kontrolu podrške. Takve transakcije se odobravaju tek kad podrška izvrši provjere u vezi sa tim, da li te transakcije narušavaju zdravo poslovanje banke.

2. Brokerski poslovi investicione banke kao sredstvo ostvarivanja sinergije unutar organizacije

Brokeri, za razliku od dilera, nastupaju na sekundarnom tržištu u svoje ime, a za račun klijenta. Brokerska odeljenja u investicionim bankama su uslužna odeljenja koja vrše transakcije za klijente banke. Zarada od ovih poslova je provizija, a banka nema rizik jer ne postaje vlasnik HOV. Obaveza banke kao brokera je da zastupa svog klijenta na najbolji mogući način. Klijent, kada ima namjeru da kupi ili proda neku hartiju od vrijednosti, se obraća brokeru, tako što investicionoj banci dostavlja nalog za kupovinu. Nalozi se mogu dostavljati telefonski, ali je danas, razvojem internet, sve veće i značajnije trgovanje preko internet platformi, koje banke posjeduju, što je i logično, jer provizija koje banke naplaćuju na ovaj način je manja. Ovaj način trgovanja je i za klijente isplativiji.

Interes brokera, odnosno u ovom slučaju investicione banke, je da učestvuje u što više transakcija kako bi provizije i zarade bile veće, dok je za klijenta važno da transakcije budu malobrojne ali zato kvalitetne, efikasne i za njega profitabilne. Zbog smanjenja

[17] Prodajom 10 HOV, diler posjeduje, -10 hartija od vrijednosti, tako da kupovinom mora doći do nule.
[18] Detaljnije: www.agram-brokeri.hr.
[19] Primjer takvih transakcija je ulaganje iz Crne Gore u kanadske hartije od vrijednosti. To transakciju izlaže riziku na osnovu promjene cijene HOV, ali i riziku nepovoljnog kursnog odnosa eura i kanadskog dolara

provizija usled ere interneta, brokerski poslovi se sve više okreću poslovima ***portfolio menadžera.*** Tako banke pružaju usluge naplate dividende, naplate kamate, naplate usluga zastupanja, odnosno, posredovanje između emitenata i vlasnika HOV[20]. Investicione banke preko brokerske funkcije, nude i poslove zastupanja klijenata u radu skupštine akcionara, kao i poslove istraživanja tržišta i klijenata, analizom različitih HOV svrstanih u različite privredne grane. Brokeri nijesu ovlašćeni da u komunikaciji sa klijentima daju svoja stručna mišljenja o budućem kretanju HOV, jer se prihodi od tih poslova vode kao prihodi od savjetovanja, iako često klijenti smatraju da je to njihov posao.

Kako bi radile u interesu svojih klijenata, investicionim bankama je bitno da dobro poznaju svoje klijente. Usled toga, investiciona banka razvija detaljne profile za klijente. Najčešće se u vezi klijenata uzimaju podaci o nekretninama, zaposlenju, visini primanja (podaci o finansijskoj snazi), HOV kojima klijent raspolaže, kao i njegovo investiciono iskustvo. Na osnovu tih podataka, brokeri mogu na bolji način da razumiju preference klijenta, pa shodno tome i da ostvare uspješniju poslovnu saradnju. Velika konkurencija vodi ka tome da investicione banke žele privući što više klijenata, pružajući im kvalitetnije usluge upravo u vidu ispunjavanja prava i obaveza koje proističu ih hartija od vrijednosti.

Kada govorimo o brokerskim poslovima investicione banke, moramo napomenuti i savjetodavne usluge za trgovanje na sekundarnom tržištu. Naime, brokeri zaposleni u banci prate dešavanja na finansijskom tržištu, a zbog prirode posla imaju uvid u najtrgovanije HOV, finansijske izvještaje, podatke o hartijama o vrijednosti, kao i podatke kompanija koje se kotiraju na berzi i čijim akcijama se trguje. Upravo su oni i najrelevantniji u pružanju savjetodavnih usluga klijentima banke, koji žele da prije nego što ulože novac čuju stručno mišljenje o pojedinim HOV. Na ovaj način, investicione banke, unutar sopstvene organizacije ostvaruju efekat sinergije u vidu poslovnih funkcija, jer brokeri postaju sposobni obavljati i savjetodavne usluge. Upravo je ostvarivanje te sinergije jedan od ciljeva transformacije brokerskog sektora investicionih banaka, u vidu veće konkurencije na današnjem tržištu.

3. Investicione banke u poslovima špekulacija i arbitraže na sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti

Investicione banke, osim poslova dilera i brokera na sekundarnom tržištu mogu obavljati i poslove špekulanta i arbitra, radi ostvarivanja koristi za svoj ili račun svojih klijenata.

Špekulacija je investiranje u hartije od vrijednosti, radi ostvarivanja prihoda po osnovu anticipiranih promjena vezanih za nivo cijene. Špekulativni poslovi su izuzetno rizični i zasnivaju se na ispravnom predviđanju budućih cijena. Tako, na primjer, ukoliko se predviđa pad vrijednosti neke HOV, investiciona banka će je prodati što prije, uz mogućnost kupovine iste HOV na termin. Investiciona banka u ovaj proces ulazi zbog očekivanja da će, nakon isteka termina, imati povoljniju cijenu. Povoljnija cijena je bilo koja cijena, koja je

[20] Opširnije vidjeti: Vunjak, 2013; str.52.

manja od kojom je banka prodala HOV. Ovi poslovi su slični dilerskim, jer banka kupuje za svoj račun. Ono što ih odvaja je veća rizičnost. Špekulativni poslovi su izloženi složenim i rizičnim uslovima poslovanja (objektivni i subjektivni rizici), a na osnovu predviđanja investicione banke ostvaruje se ili dobitak ili gubitak. Kako bi smanjili rizik, špekulanti mogu koristiti:

- Fundamentalnu analizu,
- Tehničku analizu.

Špekulativni poslovi zavise od uspješnosti predviđanja budućeg kretanja cijena. Investiciona banka zbog uspješnog poslovanja treba imati posebna odeljenja koje će se baviti posebnim HOV. Pojedine hartije od vrijednosti, koje imaju značajan uticaj na investicionu banku, ili ukoliko akcije neke kompanije čine znatan dio portfolija kompanije moraju, biti dobro analizirane fundamentalnom analizom.

Međutim, period nakon finansijske krize nije pogodan za špekulativne poslove koje mogu da donesu investicionim bankama mnogo profita, ali svakako i mnogo gubitaka, što su tokom krize u SAD morali da nadoknađuju poreski obveznici. Iako, kao rizični poslovi u kojima dolazi do izražaja talenat humanog kapitala u pogledu predviđanja kretanja HOV, te tako kreiranja konkurentnosti između banaka, ovi poslovi su pokazali da sa sobom mogu imati i velikih problema. Upravo zbog te činjenice, stavićemo akcenat na tehnike predviđanja cijena HOV, kao i upravljanja aktivom investicione banke, u cilju stvaranja što jasnije slike o budućnosti i kreiranju odgovarajućeg portfolija, kako bi rizik poslovanja bio sveden što moguće manji nivo.

Arbitražni poslovi predstavljaju simultanu kupovinu i prodaju HOV na dva ili više tržišta, kako bi se ostvario prihod na osnovnu pozitivne razlike kupovne i prodajne cijene. Najčešće se navode tri vrste arbitraže:

- Čista arbitraža,
- Perceptivna arbitraža,
- Rizik arbitraža.

Glavna razlika je u vremenu između kupovine i prodaje. Što je veće vrijeme to će i rizik biti veći, jer je veća vjerovatnoća da će u dužem vremenskom periodu doći do promjene varijabli koje su važne za, po banku, zadovoljavajući nivo cijene. Arbitražni poslovi, takođe, mogu biti veoma rizični, posebno ukoliko je vremenski interval između transakcija duži.

U funkciji uspješnih arbitražnih poslova se angažuju istraživački timovi investicione banke koje se bave različitim tipovima HOV i različitim tržištima. Njihov zadatak je da uoče šansu, koja se ogleda u razlici cijene iste HOV na dva različita tržišta, i da tu šansu iskoriste. Samim tim, arbitraže donose procentulano posmatrano male profite, ali kada to sagledamo sa aspekta vremena i količine finansijskih sredstava koja prođe kroz proces arbitraže, ovi poslovi su veoma isplativi za banke. Karakteristika arbitraže je da se

transakcije vrlo brzo zatvaraju, a pogotovo u okviru čiste arbitraže, profit se stvara gotovo automatski.

4. Fundamentalna i tehnička analiza u cilju donošenja odluka investicionih banaka

Operacije investicionih banaka na sekundarnom tržištu odvijaju se pod stalnim rizikom. Dilerski i špekulativni poslovi imaju poseban rizik, tako da su investicione banke razvile određene tehnike, kako bi se rizici smanjili. Analiziranjem hartija od vrijednosti, njihove sadržine, istorijskog kretanja cijena, traženjem veza između pojedinih hartija od vrijednosti, investiciona banka pokušava predvidjeti kretanje budućih cijena. Takođe, traženjem uzročno – posljedičnih veza između dešavanja na tržištu, političkih dešavanja, sa cijenama HOV, banka dodatno može smanjiti rizik. U ovom dijelu govorićemo o fundamentalnoj i tehničkoj analizi, kao mjerama koje investicione banke koriste za predviđanje budućnosti.

U najširem smislu zadatak **fundamentalne analize** je da indentifikuje realnu ili unutrašnju vrijednost određenog preduzeća, te da je uporedi sa tržišnom vrijednošću, tj. onom vrijednošću određenu ponudom i tražnjom. Fundamentalna analiza se bavi proučavanjem svih podataka koji mogu imati uticaj na cijenu hartija od vrijednosti[21]. Fundamentalni podaci koji se proučavaju su podaci o: ekonomskim faktorima, trendovima karakterističnim za pojedine industrijske grane, uslovima na tržištu kapitala, kao i podaci koji se odnose na kompanije ili države čijim se hartijama od vrijednosti trguje. Fundamentalna analiza uključuje i kvantitativne faktore sa konkretnim ciframa, kao i pokazatelje poslovanja kompanija i funkcionisanja tržišta.

Na osnovu pokazatelja fundamentalne analize možemo doći do zaključka da su hartije od vrijednosti (uzmimo na primjer akcije neke kompanije), potcijenjene ili precijenjene. Ukoliko je realna vrijednost akcije veće od njene tržište vrijednosti racionalni investitor će kupovati tu akciju očekujući njen rast. Suprotno, ako je realna cijena ispod tržišne, akcija je precijenjena i racionalni investitor će je prodavati, očekujući njen pad. Glavni faktori koji utiču na cijenu, a kojima se banke bave prilikom fundamentalne analize su podijeljeni u tri grupe faktora:

- Eksterni faktori – ekonomska aktivnost, GDP, inflacija, devizni kurs, platni bilans zemlje, spoljni dug, stanje u industrijskoj grani, politički faktori.
- Interni faktori – se odnose na rezultate poslovanja kompanija. Oni se dobijaju analizom bilansa stanja, bilansa uspjeha, kao i analizom ostalih informacija bitnih za poslovanje kompanije. Osnovni faktori su profitabilnost kompanije, struktura izvora finansiranja, nivo tekuće likvidnosti, vlasnička struktura, odnos prema investitorima.
- Psihološki faktori – ovi faktori uzimaju psihološke karakteristike investitora, njegovu sklonost ka panici, staloženost ili pohlepu. Upravo iz tog razloga se u

[21]Opširnije: www.stock.about.com.

investicionim bankama prave profili klijenata, kako bi se stvorila što jasnija slika o budućim investitorima.

Prilikom vršenja fundamentalne analize, mogu se koristiti dva pristupa i to: pristup *odozgo na dolje* i *odozdo prema gore* pristup. Prilikom *odozgo na dolje* pristupa, prvo se analizira, procjenjuje i predviđa kretanje cjelokupne privrede u kojoj kompanija posluje, zatim industrijske grane i na kraju same kompanije. Ovaj pristup podrazumijeva da je kompanije blisko povezan sa cjelokupnom privredom i da njene performanse zavise od performansi privrede. *Odozdo prema gore* pristup polazi od procjene poslovanja kompanije, zatim privredne grane i na kraju ukupne privrede. Ovaj pristup je karakterističan za kompanije koje imaju vodeću ulogu u pojedinim industrijskim granama, te od njihovih performansi zavise performanse ukupne privredne grane.

Tehnička analiza proučava kretanje cijena različitih finansijskih instrumenta u prošlosti, s ciljem da se predviđaju kretanja cijena u budućnosti. Utemeljivač tehničke analize je Charles Dow.

Tehnička analiza se zasniva na pretpostavci da tržište anticipira sve buduće događaje, tj. da su u sadašnjim cijenama finansijskih instrumenata uključene sve informacije o njima. Po tehničkoj analizi, smatra se da su sve one bitne informacije koje imaju uticaj na cijenu hartije od vrijednosti (makroekonomsko okruženje, politička dešavanja, promjene uslova poslovanja) već uključene u cijenu.

Još jedna pretpostavka tehničke analize je da kretanja cijena hartija od vrijednosti imaju određena pravila, odnosno slijede određene zakonitosti koje se ponavljaju u ciklusima. Na osnovu proučavanja prošlih trendova u tehničkoj analizi se mogu predvidjeti trendovi u budućnosti i na taj način se može smanjiti rizik u donošenju poslovnih odluka investicione banke.

Grafici i razni indikatori služe kao pomoć u određivanju trendova i karakteristika kretanja cijena u prošlosti, te pronalaženju sličnosti sa procesima koji se dešavaju u sadašnjosti. Takođe, postoji i pretpostavka „What is more important than Why" koja se zasniva na tome da su kretanja na tržištu bitnija od uzroka njihovog nastanka. Svakako i traženje uzročno – posledične veze između dešavanja na tržištu i kretanja HOV može pomoći u procjeni kretanja istih (primjer – indeks evropskih berzi su jako povezani sa odnosom euro/dolar. Jačanje eura vodi ka smanjivanju ideksa berzi, što se tumači kao posledica slabije izvozne snage evropskih kompanija. Jak euro čini evropske proizvode skupljim na svjetskom tržištu). Tehnička analiza polazi od nekoliko teorija:

- Teorija pojedinačnih akcija – po ovoj teoriju akcije treba prodavati kada je tražnja za pojedinačnim akcijama veća, jer slijedi pad cijena. Suprotno, akcije treba kupovati kada su na nižem nivou.
- Teorija prodaje na prazno – podrazumijeva da se analiziraju transakcije prodaje na prazno, kao i transakcije vezane za akcije. Transakcija na prazno je u stvari potencijalni ugovor, bez prodaje ili kupovine.
- Teorija rasta i pada obima trgovanja – ova teorija dovodi u vezu obim trgovanja i cijenu akcija. Svako smanjenje dnevnog obima trgovanja dovešće do sniženja cijena, te akcije treba prodavati.

5. Studija slučaja: Tehnička analiza DAX-a

U ovoj analizi želimo prikazati kako investicione banke pomoću tehničke analize vrše projektovanje kretanja cijena hartija od vrijednosti, te tako umanjuje rizik i povečavaju šanse da njihovo trgovanje na sekundarnom tržištu bude uspješnije.Upravo je ovo jedan od pokazatelja kako investicione banke sa stručnim kadrom mogu ostvarivati bolju konkurentsku poziciju na tržištu. Prilikom ove analize koristićemo podatke iz Bloomberg-a, a analiza će se odnositi na ETF koji prati DAX-a. DAX predstavlja indeks 30 odabranih njemačkih kompanija koje se kotiranju na frankfutrskoj berzi. Na osnovu kretanja vrijednosti tih kompanija, kreće se i DAX. Ovo je, za investitore, dobra mogućnost jer se sa većim brojem kompanija smanjuje rizik.

Grafik 1: Kretanje DAX-a uporedo sa kretanjem njegovog dvadesetodnevnog prosjeka

Izvor: Bloomberg.

Prije svega želimo pokazati da se na berzi postoji ciklično kretanje. Na osnovu istorijskih podataka, kojima se bavi tehnička analiza, rok od sedam godina je period rasta, nakon kojeg dolazi do pada. To možemo vidjeti na grafiku (1). Ovdje možemo vidjeti postojanje „sedmogodišnjeg ciklusa[22]. Što se DAX-a tiče, rast je u 2011. bio zaustavljen i

[22] Godine 1966. u SAD je došlo do krize oko obveznica i njihove likvidnosti. Sedam godina kasnije dolazi do krize prouzrokovane naftnim embargom i povećanjem cijene naftte. 1980. godine Wall Street izbjegava kolaps tako što je zabranio kupovanje srebra od strane Hunt Brothers. Novi „Black Mondey" je bio zakazan za 1987 godinu, kada su indeksi Dow-a izgubili 22% svoje vrijednosti. 1994 godine dolazi do sloma na tržištu obveznica, a 2001. američki FED pomaže bankama kako ne bi došlo do kolapsa. 2008. slom na hipotekarnom tržištu vodi ka finansijskoj, a kasnije ekonomskoj krizi.

došlo je do velikog pada zbog eksternalije, tj. situacije u Grčkoj, ali je sam indeks do kraja 2013. uspio da se vrati na projektovani rast. Ovo je bio i znak investicionim bankama da očekuju rast indeksa i ulože u njegov rast.

Nakon pregleda opšteg stanja, gdje smo vidjeli kretanje indeksa za jedan veći period, na grafiku (2) prikazaćemo kretanje DAX-a za period tokom 2015. Na grafiku (2) su prikazani i prosjeci od 100 i 50 dana, količina prodatih ETF, kao i RSI u donjem dijelu grafika koji nam pokazuje da li se indeks kreće u „normali", odnosno da li kreće po očekivanim prosjecima. RSI na gornjoj granici je pokazatelj da cijena indeksa na vrhuncu i da se može očekivati njen pad. Obrnuti slučaj je ukoliko je RSI na minimumu. Ovaj pokazatelj se izračunava na osnovu istorijskih podataka o kretanju cijena indeksa.

Početak godine je bio izuzetno uspješan i indeks je ostvarivao veliki rast. Sa povećanjem rasta cijene indeksa, rastao je RSI. Maksimum rasta i jednog i drugog pokazatelja je bio u apriliu 2015. Od tog perioda, imamo prikaz „kanala". Tehničkom analizom u Bloomberg-u mogu se praviti „kanali" odnosno koridori predviđanja kretanja buduće cijene indeksa, ili bilo koje druge hartije od vrijednosti. Koridor umnogome pomaže u predviđanju buduće cijene HOV, jer se njime prikazuje trend kretanja cijena. Ovaj „kanal" ili koridor se pravi tako što se povežu maksimumi i minimumi cijena hartija od vrijednosti za neki određeni period. Dakle, trend rastućeg kretanja cijene indeksa od početka godine počinje da se mijenja.

Mijenjanje trenda se moglo uočiti i posmatranjem RSI. Naime, ovaj pokazatelj je tokom februara i marta bio izviše maksimuma. Takođe, od sredine maja, do tada rastući prosjek od 50 dana, počinje da opada. Kretanje „u kanalu" nastavljeno je do sredine jula, kada cijena indeksa probija „kanal". To probijanje prati i RSI, koji je na visokom nivou. Ovo je ujedno bila i nada da je negativni trend zaustavljen.

Grafik 2: Kretanje indeksa „u kanalu"

Izvor: Bloomberg.

Međutim, u pitanju je zamka. Cijena indeksa vrši ponovi pad, dodiruje kanal, zatim raste, ali ne uspijeva da dođe do nivoa nekadašnjeg maksimuma. Međutim, RSI je na maksimumu, što označava da je i vrijednost indeksa na maksimumu. Tada se, pojavljuje signal koji jasno predviđa buduće kretanje cijene indeksa. To je „glava i ramena" signal, što je prikazano tabelom (3). Ovaj signal je pokazatelj da će se trend kretanja HOV preobratiti, a mogu postajati dva signala, top i bottom. Top koji je u ovom slučaju znači da će cijena padati, a da je bottom značilo bi da cijena raste. Ukoliko se ovo primijeti na vrijeme, velika je mogućnost da banka ostvari dobre rezultate poslovanja

Ovo je jedan od najsigurnijih i najčešće korišćenih signala za trgovanje[23]. Upravo su ovi signali potvrđeni u sljedećim danima. Narednih 12 dana za redom pada indeks DAX-a. Cijena probija prosjek od 200 dana, a uskoro i prosjek od 50 dana pada ispod prosjeka od 200 dana. Kulminacija panike je bila 24. avgusta, koji je tada proglašavan kao „Black Monday". Međutim, na taj dan imamo pojavu čekića odnosno, pojavu svijeće koja podseća na čekić i koja najčešće znači preusmjerenje kratkoročnog trenda. Naime, pojava ovog čekića označava da je u toku dana cijena došla do nekog minimum, ali da je to izazvalo pozitivnu reakciju investitora, te se u toku istog dana cijena vratila na nivo blizu otvaranja. Ovi signali su dobri za kupovinu jer predstavljaju trend rasta, kao što se pokazalo na ovom primjeru. Suprotno tome, ukoliko se pokaže inverzni čekić, vjerovatno slijedi pad vrijednosti posmatrane HOV.

Dakle, tehnike predviđanja kao što je tehnička analiza, zajedno sa drugim, omogućavaju bolje i uspješnije poslovanje investicionih banaka. Banke se bave proučavanjem ovih trendova, a rezultate ovih istraživanja koriste kao pogodne informacije za donošenje odluka u banci. Ovim primjerom smo želječi pokazati da se na osnovu tehničke analize može uspješno predviđati kretanje indekasa, kao uostalom i kretanje cijena brojnih hartija od vrijednosti.

Grafik 3: Pojavljivanje „glave i ramena" i pad vrijednosti indeksa

Izvor: Bloomberg.

[23]Opširnije: www.investopedia.com

Ovakve tehničke analize se dio svakodnevnih poslovnih aktivnosti investicione banke. Na osnovu ovih analiza se donose odluke, što implicira njhovu važnost. Iako se nijedna prognoza ne može uzimati kao „konačna istina", tehnička analaiza je u najvećem broju slučajeva dobar putokaz ka projektovanju tačnih kretanja cijena hartija do vrijednosti. Takođe, tehničkom analizom se stvara velika ušteda na vremenu, iz razloga što je za fundamentalnu analizu potrebno proučiti brojne podatke koji govore o karakteristikama pojedine kompanije, industrije ili privrede. U industriji finansija, vrijeme je veoma značajan faktor i iz te činjenice je tehnička analiza dobar instrument za predviđanje cijena finansijskih instrumenata.

IV ULOGA INVESTICIONE BANKE U POSLOVIMA KONSOLIDACIJE

Merdžeri i akvizicije su procesi spajanja kompanija. Potreba za spajanjima proističe iz brojnih razloga, a svi prožimaju ono najvažnije: smanjenje troškova i povećanje prihoda od poslovnih operacija. Cilj svih merdžera i akvizicija je ostvarivanje efekta sinergije i na strani troškova i na strani prihoda, što se može ogledati kroz ostvarivanje ekonomije obima, smanjenja troškova po jedinici proizvoda, povećanju finansijske moći, tržišnog udjela, političkog uticaja, itd.

Merdžeri se mogu definisati kao kombinacija dva ili više poslovna subjekta čijim spajanjem samo jedan entitet zadržava svoj identitet, dok drugi subjekti gube svoj pravni identitet. Formula je A + B= A. Da bi merdžer bio uspješan potrebno je da ugovorne strane postignu sve dogovore oko pitanja budućeg ugovora, cijene i načina finansiranja merdžera. Bitnu ulogu u tim pregovorima ima i investiciona banka. Najpopularniji merdžeri su statutarni merdžeri i subsidijarni merdžeri. Statutarni merdžeri su transakcije gdje kompanija koja vrši preuzimanje postaje vlasnik cjelokupne imovine preuzete kompanije ali i cjelokupnih obaveza. Subsidijarni merdžeri su tipovi merdžera dvije ili više kompanija, u kome targetirane kompanije postaju filijala ili dio filijale roditeljske kompanije.

Akvizicije možemo definisati kao proces preuzimanja jedne kompanije od druge, ali svaki poslovni subjekt nastavlja da posluje sa svojim imenom, tako da je formula akvizicije: A + B = A + B[24].

Funkcije investicione banke u merdžerima i akvizicijama su višestruke. Investiciona banka učestvuje u pronalaženja potencijalnih partnera, evaluaciji vrijednosti targetiranih kompanija, u pregovaranju, u dogovaranju finansiranja. U dosadašnih pet velikih talasa merdžera i akvizicija, kreirano je veliki broj kompanija, na međunarodnom nivou, sa velikim uticajem na cjelokupnu privredu. Time možemo prikazati i uticaj investicionih banaka, ne samo na finansijske već i privredne tokove.

1. Sinergija kao ključni motiv konsolidacije

Jedan od bitnijih poslova investicione banke u procesu konsolidacije jeste da kreira sinergiju između potencijalnih partnera. Sinergija se mjeri kao razlika između vrijednosti dva kombinovana poslovna entiteta i sume njihove vrijednosti kada su bili dva potpuno nezavisna entiteta.

Sinergiju možemo posmatrati na strani prihoda i na strani rashoda. ***Sinergiju na prihodnoj strani*** možemo definisati formulom 2 + 2 = 5. Na prihodnoj strani, cilj je prodati isti proizvod većem broju klijenata nego što je to bilo prije spajanja kompanije, ili kreirati novi proizvod i njime osvojiti tržište. ***Sinergijom na rashodnoj strani*** smanjuju se troškovi

[24] Lijevi dio formule predstavlja dvije nezavisne kompanije, dok desni dio formule predstavlja jednu kompaniju vlasnika i jednu zavisnu kompaniju.

operativnog poslovanja, kako bi se povećala konkurentnost i iskoristila ekonomija obima i ekonomija veličine na što bolji način. Ova sinergija se predstavlja formulom 2 + 2 = 3.

Najpopularniji savremeni načini za evaluaciju sinergije je koncept ekonomski dodate vrijednosti. Koncept ekonomski dodate vrijednosti se može definisati kao mjerilo finansijske uspješnosti bazirano na vrijednosti.To je značajan instrument za procjenu i izbor investicione mogućnosti. Za vlasnike ovaj koncept predstavlja zaštitu od destrukcije vrijednosti, a za menadžere je dobra osnova za motivisanje. U osnovi ovog koncepta je kategorija neto preostale dobiti koja je jednaka razlici između ostvarenog neto dobitka i tržišne cijene sopstvenog kapitala. Pozitivni rezultat znači da su vlasnici ostvarili veću zaradu nego da su kapital investirali u neki drugi projekat tako da je konsolidacija uspješna.

Vrste merdžera i akvizicija po sinergetskim efektima[25]:

- Merdžeri i akvizicije koje utiču na smanjenje troškova,
- Merdžeri i akvizicije koje stvaraju nove proizvodne linije,
- Merdžeri i akvizicije gdje kompanija prodaje jedan svoj dio,
- Geografski merdžeri i akvizicije

Cilj **merdžera i akvizicije koji utiču na smanjenje troškova** je da se nađu dvije kompanije koje posluju u sličnim industrijama, kako bi se izbjegli troškovi duplih funkcija koji postoje dok su kompanije odvojene. Upravo je to pronalaženje i uklanjanje duplih troškova jedan od ciljeva investicione banke koja upravlja procesom M&A. Ovo je, dakle, tip sinergije koja utiče na troškovnu stranu. Međutim, ovo je tip spajanja koji stvara tipičnu „win-lose" situaciju. Kompanija koja vrši preuzimanje uglavnom ne smanjuje svoje proizvodne pogone, zadržava više svojih radnika, te nameće svoj način rada i vrijednosti. Uglavnom se buduće poslovanje zasniva na pravilima kompanije koja je izvršila preuzimanje. Zaposleni „gubitničke strane", odnosno strane koja je preuzeta, teško mogu očekivati benefite preuzimanja, pogotovo zaposleni na funkcijama koje se preklapaju. Zbog toga postoje i otpori ovakvim preuzimanjima, a jedan od zadataka investcione banke je da ove otpore savlada.

Merdžeri i akvizicije koji stvaraju nove proizvodne linije su najčešće preuzimanja između kompanija koje posluju u različitim zemljama, tako da bi po tome bila slična geografskim preuzimanjima. Međutim, investiciona banka proučavanjem svojih klijenata, kao i potencijalnih partnera, te proučavanjem tržišnih potreba može „upariti" kompanije. Te kompanije, spojene, mogu kreirati proizvod, koji samostalno ne bi mogle razviti. Ovdje se sinergija ogleda u razvoju novih proizvoda, razmjeni tehnologija i znanja u cilju kreiranja novih proizvoda, koje će zadovoljiti klijente banke, a samoj banci donijeti prihode na osnovu dobro odrađenog procesa konsolidacije.

Diviziona prodaja – često se dešava da investicione banke odrade merdžer ili akviziciju između neke kompanije kao akvizitora i samo dijela druge kompanije. Naime, ukoliko se ocijeni da je za stvaranje sinergije potreban samo jedan dio kompanije (division), i da bi preuzimanje cjelokupne kompanije umanjilo pozitivne efekte, investiciona banka će

[25] Detaljnije: Fleuriet, 2008; str. 244.

se potruditi da ubijedi targetiranu kompaniju da proda jedan svoj dio. To je često otežano, iz prostog razloga što su to najćešće i najprofitabilniji djelovi tih kompanija, te se targetirana kompanija pokušava cijela prodati. U ovom tipu akvizicije efekat sinergije se pokušava ostvariti na rashodnoj strani, izbjegavanjem nepotrebnih troškova preuzimanja cjelokupne kompanije.

Geografski merdžeri i akvizicije ostvaruju ulogu smanjenja troškova, te kreiraju efekate sinergije na troškovnoj strani. Po pravilu „velika riba guta malu ribu", geografski M&A su smišljeni tako da velika kompanija, u cilju prodora na nova tržišta i dobijanja novih kanala distribucija, preuzme kompaniju koja već posluje na targetiranom tržištu. Karakteristika ovakvih preuzimanja je i situacija „win – win" tako da je i posao investicione banke umnogome olakšan. Maloj kompaniji preuzimanje od većeg partnera može riješiti brojne probleme, prije svega u finansiranju, znanju i tehnologijama, tako da je ovo čest argument investicionih banaka prilikom pregovaranja o preuzimanju. Za kompaniju koja vrši preuzimanje, na ovaj način se rješava problem ulaska na lokalno tržište i pronalaska ljudskih resursa koji dobro poznaju dešavanja na lokalnom tržištu, što je argument investicione banke, ako traži od kompanije da krene u proces preuzimanja.

2. Procesi i faze merdžera i akvizicija

Merdžeri i akvizicije su složeni procesi, koje karateriše postojanje dva potpuna različita perioda. To su period prije i nakon odluke o kupovini. Odluka o kupovini je rezultat pregovaranja, tako da je dd svih faza, faza pregovaranja najvažnija. Sama odluka o kupovini ili odustajanju od kupovine je produkt uspješnih ili neuspješnih pregovora. Procesi u M&A su:

- Razvoj strateškog plana za cjelokupno poslovanje,
- Razvoj plana merdžera i akvizicija u skladu sa strateškim planom,
- Aktivna pretraga za kandidatima za merdžer i akviziciju,
- Skeniranje i selekcija potencijalnih kandidata,
- Iniciranje kontakata sa targetiranim kompanijama,
- Iskristalisanje valuacije, strukturisanje posla, izvođenje detalnje analize targetirane kompanije i razvijanje finansijskog plana,
- Razvijanje plana za integraciju pripojenih subjekata,
- Pribavljanje svih potrebnih odobrenja, riješavaje svih probleme oko zaključivanja posla i sprovođenje zaključenja posla,
- Implementacija integrisanja,
- Sprovođenje postintegracione evaluacije merdžera i akvizicija[26].

Te procese možemo podijeliti u tri faze i to[27]:

- Faza strategijske pripreme,

[26] Vidjeti: DePamphilis, 2005; str. 136.
[27] Vidjeti: Vunjak, 2013; str. 87.

- Faza pregovaranja,
- Faza finalizacije i integracije.

Faza strategijske pripreme počinje ***razvojem strateškoga plana*** u kojem treba dati odgovor na to gdje kompanija sebe vidi u nekom narednom periodu. Taj strateški plan treba da bude osnova za merdžere i akvizicije, ukoliko klijent sam pristupa procesu pripajanja, dok svi predlozi koje investicione banke čine za merdžere i akvizicije trebaju da budu u što većoj korelaciji sa ovim planom. Konsolidacija treba da budu instrumenti za postizanje strateškog plana.

Plan merdžera i akvizicija rade najbolji menadžeri i zaposleni u banci, zajedno sa menadžmentom svojih klijenata. Investiciona banka mora da uskladi brojna pitanja dok obavlja posao kreiranja plana M&A, i to: ciljeve menadžmenta, tržišnu analiza, raspoloživost resursa, operativni i finansijski rizik.

Ciljevi menadžmenta za pokretanje procesa merdžera i akvizicija mogu biti finansijski i nefinansijski. I dok finansijski mogu biti određivanje neke minimalne stope prinosa, ili kreiranje novčanih tokova u nekom budućem periodu, nefinansijski mogu biti dobijanje prava na neki patent ili licencu (danas je to najčešći slučaj u preuzimanju uspješnih start-up kompanija), obezvređivanje šansi za razvoj na novim tržištima ili razvoj novih proizvoda, ostvarivanje dodatnih kapaciteta.

Tržišna analiza od strane banke, je potrebnija ukoliko ona vrši konsolidaciju za kompanije koje nijesu u istoj grani djelatnosti, najviše zbog činjenice da su analize već odrađene ukoliko su učesnici u M&A iz iste privredne djelatnosti.

Raspoloživost resursa koje je klijent spreman da uloži za preuzimanje je za investicionu banku bitno zbog ispravnog targetiranja kompanija koje bi mogle ući u proces preuzimanja. Klijent koji vrši preuzimanje bi, po finansijskoj praksi, mogao da pribavi potrebna novčana sredstva ukoliko bi imao prinos veći od cijene pribavljenog kapitala. Međutim, u praksi je pitanje koliko su menadžeri raspoloženi snositi rizik.

Rizike, investiciona banka treba da odmjeri i predoči klijentu. To su uglavnom ***operativni rizici*** – koji se odnose na sposobnost klijenta da rukovodi pripojenom kompanijom, a taj je rizik veći ukoliko su kompanije iz različitih privrednih grana ili iz dijametralno suprotnih poslovih kultura), ***finansijski rizici*** – spremnost akvizitora da izvrši leveridž transakcije i spremnost akcionara da prihvati razvodnjavanje prinosa po akciji.

Pretraga kandidata i njihova selekcija se vrše na osnovu posebno definisanih kriterijuma. Kriterijume investicionoj banci može da postavi klijent, a i investiciona banka može predložiti određene kriterijume. ukoliko smatra da karateristike neke kompanije bolje odgovaraju klijentu za preuzimanje. Kriterijumi su različiti i zavise od privrednih djelatnosti kojima se bave klijenti. Oni mogu biti veličina, tržište na kojem targetirana kompanija djeluje, tehnologija i znanje koje posjeduje, proizvodni miks, ljudski potencijal, nivo kapitalne adekvatnosti i kreditni portfolio (za banke).

Nakon što se izvrši pretraga na osnovu tih kriterija vrši se njihova selekcija, odnosno dublja analiza. Analizira se finansijsko stanje targetiranih kompanija, identifikuju se snage i slabosti, konkurentno okruženje, tržište na kojem plasiraju svoje proizvode. Važno je da investiciona banka utvrdi i raspoloživost osnovnih faktora za poslovni uspjeh i utvrdi povezanost područja poslovanja. Ukoliko postoji povezanost poslovnih područja i ako

postoje faktori za uspjeh, te targetirane kompanije ulaze u selekciju. Ukoliko nema jednog od ovih fakotra, buduće pripajanje zavisi od sposobnosti da se izvrši transfer ključnih faktora u pripojenom preduzeću. Nakon svih ovih selekcija pristupa se pregovaranju.

Investiciona banka kao posrednik u pregovaranju ili kao direktni pregovarač mora da odredi pristup, kao i lica sa kojima će se početi pregovaranje. Najčešće je pitanje sa kim početi pregovaranje, da li sa menadžmentom, akcionarima ili odeljenjima zaduženim za razvoj kompanije. Pregovaranje je proces u kojem dvije ili više zainteresovanih strana žele postići dogovor. Korisno za pregovaranje je da se što prije nađu tačke neslaganja, kako bi se što prije otklonili svi mogući nesporazami, ili ukoliko su razlike nepomirljive, izašlo iz pregovaranja sa što je manje utrošenog vremena i resursa. U početnoj fazi pregovaranja važno je sagledati želje obije strane u procesu M&A, kako bi se pregovori što bolje postavili i kako bi vodili ka zaključenju posla. Faza pregovaranja se sastoji od četiri aktivnosti koje se sprovode istovremeno:

- Korekcija vrijednosti ciljne kompanije – najčešće se mora izvršiti korekcija preliminarnog vrednovanja koje je bilo polazna osnova prilikom početka pregovaranja. Tokom pregovaranja se dobijaju nove informacije, tako da se mijenjaju i percepcije o ciljnoj kompaniji.
- Strukturisanje posla – određuje se pravna pozicija ciljanje kompanije posle M&A, vrsta konsolidacije u odnosu na to šta se kupuje (akcionarski kapital ili aktiva) kao i način finansiranja merdžera i akvizicije (gotovinom, akcijama ili kombinacijom gotovine i akcija).
- Sprovođenje monitoring nad targetiranom kompanijom. Monitoringom se trebaju dobiti sve relevantne informacije o targetiranoj kompaniji.
- Izrada finansijskog plana – finalna aktivnost pregovaranja je pravljenje bilansa stanja, bilansa uspjeha i novčanih tokova kombinovane kompanije. Projektovani plan je u stvari i glavni input za određivanje konačne kupovne cijene. Investiciona banka može da predloži cijenu kompanije kao samostalnog entiteta uvećanu za efekat sinergije koji se očekuje povezivanjem akvizitora i targeta[28].

Faza finalizacije integracije počinje ***finalnim dogovorom*** koji je detaljan dokument kojim se preciziraju svi uslovi transakcije. U finalnom dokumentu se podudaraju interesi preuzimača i targetirane kompanije. Ugovor je plod smišljenog rada investicione banke na uspješnom M&A. Ovaj pravni akt sadrži sve potrebne podatke u vezi sa uslovima, obavezama i odgovornostima ugovorenih strana. Da bi konsolidacija mogli da se finalizuju potrebna je i ***saglasnost regulatornih tijela i akcionara***.

Regulatorna tijela vode računa da li se M&A stvara monopolska organizacija. Kriterijumi za klasifikaciju merdžera i akvizicije kao monopolske organizacije se razlikuju od zemlje do zemlje. Takođe, regulatorska tijela mogu da vode računa o tome kakav će društveni uticaj imati M&A (da ne dođe do smanjenja kvaliteta usluga i proizvoda) i uticaj na sigurnost i stabilnost privredne grane (ovo je posebno karakteristično u bankarskom

[28] Vidjeti: DePamphilis, 2005; str. 141.

sektoru). Nakon dobijanja svih potrebnih saglasnosti prelazi se na finansiranje transakcije i promjenu vlasništa.

Integracija je proces koji je i od ključnog značaja za realizaciju i ostvarivanje sinergije u M&A. Od akvizitora zavisi u kolikoj mjeri će doći do spajanja sa targetiranom kompanijom. Postoje četiri tipa integracije i to su:

- Odvojenost – targetirana kompanija zadržava funkcionisanje i organizaciju kao i prije transakcije, uz integraciju finansijskih izvještaja sa akvizitorom,
- Koordinacija – glavne aktivnosti i organizacioni sistemi kompanija ostaju odvojeni, a kombinuju se određeni elementi (revizija, benefiti za zaposlene),
- Integracija postojećih aktivnosti – veća integrisanost poslova, ali pojedini poslovi, kao što su odnosi sa kupcima ostaju odvojeni,
- Apsorpcija – potpuna integracija[29].

3. Načini finansiranja konsolidacije

Finansiranje transakcija je zaključni process, koju investiciona banka mora da utvrdi i predloži akvizitoru i targetiranoj kompaniji. Najčešći oblici finansiranja su finansiranje gotovinom, akcijama ili kombinacija ova dva načina. Kod gotovinskog plaćanja uloge su jasne, novac se razmjenjuje za akcije i tako se vrši jednosmjeran transfer vlasništva. Međutim, proces finansiranja transakcije akcijama je složeniji. Naime, teško je utvrditi ko je u stvari kupac, a ko prodavac. Kompanija koja je akvizitor plaća transakciju akcijama svoje kompanije, što znači da dio vlasništva kompanije preuzimača prelazu kod vlasnika targetirane kompanije. Ovaj sistem ostvaruje veću zavisnost vlasnika obije kompanije i može uticati na bolje odnosu unutar nove organizacije koja nastaje spajanjem, jer zarada vlasnika nekad dva poslovna entiteta zavisi od cijene akcija, odnosno od uspješnosti poslovanja novonastale kompanije.

Osnovne razlike između ova dva načina finansiranja su te, što prilikom finansiranja gotovinom akvizitor preuzima cjelokupni rizik, dok je prilikom finansiranja akcijama ovaj rizik raspoređen sa vlasnicima targetirane kompanije. Kod transakcija finansiranih akcijama rizik ostvarenja uspješnosti M&A se dijeli proporcionalno udjelima kompanija u novonastalom poslovnom entitetu. Akvizitor do akcija može doći na sljedeće načine:

- Direktnom kupovinom na berzi,
- Pregovaranjem sa vlasnicima akcija o preuzimanju u cjelosti ili djelimičnom preuzimanju, ali i zastupanju njihovih interesa,
- Kupovanjem odobrenih, ali još neizdatih akcija,
- Javnom ponudom, kada kupac direktno ponudi veću cijenu za akcije vlasnicima targeta, kao i bolje uslove.

[29] Vidjeti: Zabihollah, 2011; str. 313.

Direktnom kupovinom na berzi akvizitor dolazi do akcija na brži način, ali rizikuje i skok cijena akcija što može dovesti i to većih troškova prilikom preuzimanja. Pregovaranje nosi sa sobom i odugovlačenje samog procesa preuzimanja, ali ono nema rizike od iznenadnog povećanja troškova preuzimanja. Investiciona banka vodi računa da ovaj proces finansiranja prođe na najbolji i najjeftiniji način ili najskuplji ako banka radi za targetiranju kompaniju.

4. Matrica merdžera i akvizicija

Prilikom M&A za svoje klijetne banka se mora koncentrisati na sljedećih šest pitanja:

- Koja je klijentova strategija za merdžer i akviziciju,
- Kako svaki potencijalni partner odgovara ciljevima klijenta banke,
- Šta je to što klijent želi od svog potencijalnog partnera,
- Sta je to što partner može dobiti od klijenta,
- Gdje u svemu tome postoji sinergija,
- Koji su rizici[30].

M&A možemo posmatrati i kroz matricu na osnovu toga da li kompanija ili banka predlažu proces konsolidacije, i da li se radi o kupovnoj strani ili prodajnoj strani merdžera i akvizcije. Prilikom poslovanja za klijente investiciona banka se može naći na kupovnoj ili prodajnoj strani M&A. Ovaj proces na kupovnoj strani počinje identifikovanjem kompanije za preuzimanje, a banka mora da vodi računa o potrebama i željama svog klijenta. Na osnovu njih, banka će tražiti adekvatnu kompaniju za preuzimanje. Pomoću tih informacija, banka može da analizira određene kompanije, odmjeri interese i benefite preuzimanje i na kraju pokrene proces pregovaranja o potencijalnom preuzimanju.

Posao procjene i identifikacije kompanje mora da bude izuzetno povjerljiv iz razloga što bi informacije u javnosti, ili samo glasine o mogućem preuzimanju, učinile da trgovci na berzama kupuju akcije tih kompanije i utiču na porast cijene akcija i troškova preuzimanja.

Monitoring ciljanih kompanija označava dublju analizu potencijalnih kompanija, kako bi se dobila što bolja slika o poslu. Ovaj proces obuhvata prikupljanje što većeg broja informacija, analize i obrade tih informacije u cilju sagledavanja, da li proces preuzimanja ima dovoljno prednosti za kupca, tj. klijenta banke i da li je cijena posla odgovarajuća.

Najveći dio ovog procesa je usmjeren ka finansijama i predviđanju vrijednosti koja bi se stvorila ukoliko se pripajanje sprovede. Najvažniji dio monitoringa jeste da investiciona banka utvrdi potencijalnu sinergiju preuzimanja. Takođe, gleda se i na konkurentnu poziciju ciljane kompanije u njenoj industriji, kao i na stratešku prilagodljivost ciljne kompanije i klijenta banke.

Monitoringom se trebaju utvrditi i ključne slabosti i snage moguće transakcije i ključni rizici za kupca, tj. klijenta, kako bi sagledavanjem svih bitnih elemanata bila donešena ispravna odluka o preuzimanju ili odustajanju.

[30] Vidjeti: Fleuriet, 2008; str. 228.

Investiciona banka može pregovarati o dodatnim uslovima. To uključuje pregovaranje o bordu direktora, menadžmentu kompanije. Često se dešava da postoji nekoliko rundi pregovaranja o dodatnim uslovima, posebno ako je vrijednost preuzimanja veća. Kvalitetna investiciona banka će takođe, savjetovati klijenta kada da zaustavi kupovanje akcija, iz razloga što brojne kompanije izgube pozitivni račun zbog želje da dovrše preuzimanje. Nekad je, za process preuzimanja, bolje sačekati, ukoliko se očekuje pad cijene akcija. Zatvaranje procesa M&A je završni dio procesa, kada obije strane potvrde proces preuzimanja.

Prodajna strana ima pojedine elemente slične kupovnoj strani merdžera i akvizicije, ali postoje i neke fundamentalne razlike. Investiciona banka tako radi na:

- Pripremi kompanije za prodaju,
- Promociji kompanije za prodaju.

Mnoge kompanije koje se preuzimaju u stvari i žele da budu preuzete. Želje pojedinih preduzetnika su da osnuju kompaniju, posluju uspješno i porastu kako bi na kraju tu kompaniju prodali vodećoj kompaniji u privrednoj grani za zadovoljavajući profit. U ovom slučaju investiciona banka priprema klijenta na sličan način kao što ga priprema na kupovnoj strani. Banka radi na analizi klijenta i preporučuje korake kojim on treba da krene kako bi na najbolji način prodao svoju kompaniju. Kompanija treba da djeluje što bolje za potencijalne preuzimače. Banka može predložiti i prodaju dijela ili cijele kompanije s ciljem da izuvče što veću cijenu za klijenta.

Investiciona banka se može skoncentrisati i na **promociju klijenta**, radi što boljeg položaja prilikom preuzimanja. Banka savjetuje klijenta o biznis planovima koji će ga učiniti što više atraktivnom za druge kompanije. Ova saradnje može trajati i po nekoliko godina, ukoliko je krajnji cilj klijena da proda svoju kompaniju. Investiciona banka osim toga priprema i marketing materijal koji zatim prosleđuje potencijalnim kupcima. S druge strane, ukoliko kompanija ne želi da bude preuzeta, banka predlaže najbolje defanzivne strategije, kako bi klijent izbjegao prodaju. U tabeli (6) je prikazan izgleda M&A matrice

Tabela 6: M&A matrica

	Kupovna strana	**Prodajna strana**
Guranje	„Banka kao andjeo”	„Banka kao savjetodavac”
Privlaćenje	„Potreba za širenjem”	„Banka kao spas”

Izvor: Fleuriet, 2008; str. 232.

Guranje na kupovnoj strani je proces, gdje banka na osnovu tržišnih pokazatelja, informacija o kompanija, predlaže svom klijentu M&A sa nekom kompanijom. Banka smatra da posao može biti uspješan i da spajanje klijentu donosi benefite. U ovom slučaju inicijativa za preuzimanje kreće od banke. Vrlo je bitan odnos i pređašnja saradnja između banke i kljenta. Ukoliko klijent ima veliko povjerenje u banku, pokretanje i realizacija spajanja će ići lakše. Ovo je posao gdje je potrebna dvosmjerna saradnja, zbog činjenice da klijent ima bolje znanje o grani industrije u kojoj posluje. Zato investicioni bankari moraju

da znaju nešto što klijenti ne znaju, ili da prepoznaju pojave koje klijenti ne prepoznaju. Takođe, banka mora imati informacije o potencijalnim target kompanijama.

Privlačenje na kupovnoj strani je pogodan proces za banku. Klijent je sam uočio kompaniju za preuzimanje i kod banke dolazi po savjete na koji način da izvrši preuzimanje, merdžerom ili akvizicijom. Takođe, postoji i mogućnosti da klijent prepoznaje potrebu i želi na pronađe partnera za akviziciju ali nije sposoban da to sam odradi. Investiciona banka tako traži odgovarajuću kompaniju na osnovu profila kompanija, ideja za rast, sinergije, zajedničkih ciljeva. Investicione banka, prilikom M&A, takođe sagledavaju i prisustvo kompanija na određenim tržištima (da li će konsolidacija, uticati na penetracija na određenom geografskom tržištu, što je čest slučaj prilikom međunarodnih M&A).

Guranje na prodanoj strani se javlja kada banka predlaže svom klijentu prodaju kompanije ili dijela kompanije. Naravno teško da banka može ići i predlagati menadžmentu da pokrene prodaju kompanije i rizikuju gubitak posla, tako da u ovom slučaju najćešće pregovara sa vlasnicima.

Privlačenje na prodajnom strani je slučaj kada klijent traži pomoć od investicione banke, jer želi da proda kompaniju ili dio kompanije. Razlozi mogu biti različiti, od toga da vlasnici žele da pribave kapital za novi biznis, za ulaz u novu granu privrede ili jednostavno da nađu finansijski jakog partnera koji će svojom fininasijskom snagom podržati interesantne i perspektivne projekte. Fokus investicione banke je da pronađe kompaniju koja će na najbolji način odgovarati klijentu banke i dati najbolju ponudu za preuzimanje.

5. Obračun prihoda na osnovu usluga iz konsolidacije

U praksi, transakcioni troškovi M&A, odnosno za investicionu banku prihodi, se određuju dogovorom između banke i klijenta, tako da nema puno pravila u utvrđivanju cijena, koja bi bili vodič za sve transakcije. Neke od smjerica u određivanju provizije za banku su:

- Provizija treba da motiviše investicionu banku, kako bi na što bolji način obavila transakciju za svog klijenta. Banka treba da pomogne da se ostvari što manja cijena prilikom kupovine i što veća cijena prilikom prodaje akcija.
- Provizija ne bi trebalo da se bazira na ukupnu vrijednost transakcije, već na dodatnu vrijednost koju je banka stvorila M&A. Ovo se odnosi na efekte sinergije, odnosno na povećanu vrijednost akcija kompanija poslije merdžera i akvizicje.
- Naknada je obavezna čak i ako se pokaže da je u najboljem interesu klijenta da ne vrši M&A. Razlog je što su veliki podsticaji za banku da odradi process do krajazbog svoje reputacije, bonusa… Međutim, nekad je za klijenta najbolje da ne ulazi u preuzimanje. Da bi investiciona banka bila zaštićena od neuspjeha za koji i nije odgovorna, obaveznim naknadama se treba zaštititi za poslove koje obavlja u procesu M&A.

Jedan od korišćenih forumala za obračun troškova M&A ***je 5-4-3-2-1 Lehman formula***. Po ovoj formuli provizija se izračunava tako što je provizija za prvi milion 5%, za drugi milion 4%, treći 3%, četvrti 2%, peti milion 1%, a za dalje se izračunavaju po 1%[31]. Ova formula je bila popularna za jedan period, da bi danas inflacija tradicionalne brojke učinila malo drugačijim.

Double Lehman podrazumijeva da se na prvi milion naplaćuje 10%, drugi milion 8%, treći 6%, četvrti 4%, te 2% na sve dalje od petog miliona. Karakteristike za Lehman formule (upotrebljavane se od strane Lehman Brothers) je da se provizija smanjuje za veće transakcije.

Nasuprot tome, neke investicione banke upotrebljavaju drugačiji sistem, tako da, što su veće transakcije, provizije su veće. Veća provizija bi bila i motiv investicionim bankama da što bolje odrade M&A, stvore što veću vrijednost, a tako stvore i veći profit. Tako bi, na za transakcije do 100 miliona provizija bila 1.25%, na transakcije od 101 milion do 150 miliona provizija bi iznosila 1.5% a na sve veće transakcije bi banka naplaćivala po 1.75%.

Ukoliko posmatramo M&A kroz širu sliku odnosno kroz kreiranje većeg društvenog blagostanja, te kroz to reflektujemo i humanu funkciju investicionih banaka, pravedniji način obračuna prihoda je svakako na osnovu kreirane sinergije. Kreirana sinergija povećava ukupnu vrijednost klijenata investicione banke, a samim tim i vrijednost ukupne privrede, tako da iz tog razloga banka može biti nagrađena kroz proporcionalno veću proviziju. Upravo investicione banke, koje u svom humanom kapitalu posjeduju specifična znanja za pronalaženje i povezivanje privrednih subjekata, treba da podstiču razvoj ukupne privrede kroz proces M&A, jer je upravo u tome i najveća povezanost investicione banke i privrede.

6. Primjer konsolidacije: Amazon i Zapos

U ovom primjeru, govorićemo o jednom od najvećih merdžera u industriji informacionih usluga. Posao je zaključen u novembru 2009. a finansiran je kombinovano sa 10 miliona akcija Amazona (vrijednost je iznosila 807 miliona dolara) i sa 40 miliona dolara u gotovini. U primjeru ćemo pomenuti neke od tehnika koje su investicione banke koristile kako bi procijenile vrijednost kompanija kao i mogućnost da se ostvari pozitivan efekat sinergije za obije kompanij (win–win situacija).

Strane u ovom poslu su bile Amazon i Zapos. Amazon je svjetski poznata kompanija u pružanju usluga putem Interneta. Svoje klijente oni dijele u tri grupe: potrošače, prodavce i preduzetnike. Kompanije je okrenuta ka pružanju usluga trgovine svim svojim klijentima u pogledu odabira proizvoda po određenim cijenama, kvalitetu i ostalim pogodnostima. Takođe, žele da svojim klijentima omoguće što jednostavniji i lakši servis za trgovinu. Prihodi Amazona su godišnje iznosili oko 38 milijadi dolara[32].

S druge strane Zapos je bio vodeća kompanija za on–line prodaju obuće. Kompanija je bila specijalizovana za ponudu preko 1000 brendova koje je teško naći u veleprodaji.

[31] Opširnije: www.financial.dictionary.com.
[32] Pogledati: www.marketwatch.com.

Preko svog veb sajta Zapos je vršio distribuciju proizvoda po nižim cijenama od veleprodaje što je dodatno povećavalo zainteresovanost potrošača. Godinu dana prije pripajanja, prihod Zaposa su iznosili oko 630 miliona dolara.

U ovom poslu su učestvovale dvije investicione banke. Zapos je angažovao Morgan Stanley kako bi ga vodio kroz proces prodaje ili strategijske alijanse. Morgan Stanley je angažovan zbog svoje reputacije, kvalifikacija ali i zbog ranijih poslova sa Zaposom, preko kojih se upoznao sa poslovanjem kompanije. Morgan Stanley je u ovom poslu bila banka na prodajnoj strani M&A, angažovana da na što bolji način proda kompaniju. Od strane Amazona angažovan je Lazard i time je postao finansijski savjetnik na kupovnoj strani za M&A. Razlozi za M&A koje su kompanije navele su vjerovanje Amazona u ogroman rast Zaposovog brenda. Zapos je želio da zadrži kontrolu svoga brenda, kao i izgrađenu poslovnu organizaciju i kulturu, sa čime se Amazon složio. Zapos je takođe, smatrao da je u najboljem interesu za akcionare da se transakcija izvrši na osnovu vrijednosti akcija procijenjinih u trenutku prodaje.

Kako bi procjenili vrijednosti kompanije Zapos, Morgan Stanley je koristio poređenje Zaposa sa sličnim kompanijama iz iste industrije. Analiza vrijednosti zasnovana na poređenju polazi od činjenice da kompanije iz iste industrije, sa sličnim karatkeristikama imaju otprilike slično procjenjivanje vrijednosti. Morgan Stanley je tako finansijske podatke Zaposa poredio sa Amazonovim, kao i podacima kompanija Netflix, Digital River, Open Table, Vista Print i ostalih vodećih kompanija iz ove industrije. Ključni paramtetri koje je Morgan Stanley posmatrao su odnos vrijednosti preduzeća sa prihodom prije oporezivanja, depresijacije i amortizacije i odnos vrijednosti kapitala sa neto prinosom.

Kao dio procesa monitoringa Morgan Stanley je takođe, koristio podatke o skorašnjim merdžerima i akvizicijama sličnih kompanija. Analiza ovih podataka se zaniva na ideji da su komapanije koje su skoro preuzete dobra smjernica za utrđivanje realne otkupne cijene za targetiranu kompaniju. Morgan Stanley je tako,kao smjernicu, tražio podatke o M&A koji su iznosili preko 250 miliona dolara vezanih za industriju Interneta.

U pogledu donošenja odluke Morgan Stanley je takođe, pregledao finansijske projekcije koje je pripremao Zapos menadžment, pregledao javno dostupne finansijske izvještaje i druge finansijske podatke o kompaniji Amazon, informisao se o prošlim i tekućem poslovanju i finansijskom stanju Zaposa, kao i o perspektivama i informacijama o strateškim, finansijskim i operativnim pogodnostima očekivanog spajanja, o prošlom i tekućem poslovanju Amazona. Banka je aktivno učestvovaal i u pregovorima.

Rezultati ovog posla bili su vidjlivi odmah nakon šest mjeseci. Najveća akvizicija u istoriji Amazona je već tada počela da mijenja stvari u samom Amazonu. Polugodišnji poslovni izvještaji su pokazali da je prihod od prodaje ostalih (other) proizvoda bio veći od prihodi od izvornih (core) proizvoda. Postankom dijela Amazona, Zapos je sačuvao svoj identitet i prepoznatiljivost, ali je i unaprijedio Amazon, koji je počeo da se prepoznaje kao trgovac ne samo knjiga već i ostale robe. Investicione banke su na ovome primjeru odradile jako dobar posao, jer su omogućile sinergiju kompanije koja se odgleda i u tome što su obije kompanije zadržale svoj identitet, organizacionu strukturu i zaposlene[33], ali i unaprijedile poslovne rezultate.

[33] www.mashable.com.

V OSTALI POSLOVI INVESTICIONIH BANAKA

1. Upravljanje aktivom i načini privlačenja finansijskih sredstava

Andrew Carnegie je smatrao da je problem našeg vremena (tada se to odnosilo na kraj XIX vijeka), taj da ne postoji kvalitetan način upravljanja bogatstvom zarad cjelokupnog blagostanja, te da bi akumulacija i bogatstvo trebalo biti korišćeno za opšte dobro i u cilju ukupnog prosperiteta. Na bazi ovih filozofskih stavova, on je osnovao jednu vrstu preteče penzionih fondova koja je doživjela veliki uspjeh. To je ujedno i jedan od najvećih uspjeha kada su u pitanju poslovi upravljanja aktivom.

Danas svaka investiciona banka ima u svom poslovnom portfoliju i upravljanje aktivom. Banka može upravljati i aktivom svojih klijenata, odnosno ljudi od biznisa koji banci ustupaju sredstva na upravljanje i uvećanje. Jedan od primjera je i banka Merrill Lynch, koja ima izraz „klijent sa velikom neto vrijednošću", koji definiše svakog investitora sa preko milion dolara aktive. Banka, takođe u ovim poslovima vrši i savjetodavne usluge ali i usluge spajanja kapitala manje bogatijih klijenata u zajedničke investicione fondova. U ovakvim fondovima se prikupljaju sredstva individualnih i institucionalnih investitora i ulažu se u razne tipove hartija od vrijednosti.

Za investicione banke, upravljanje aktivom obezbeđuje relativno stabilne prihode na osnovu naplate provizije. Provizije se obezbeđuju na osnovu upravljanja aktivom i uspješnosti tog upravljanja. Naknada od provizije zavisi od ukupne vrijednosti aktive kojom se upravlja. Zato su investicione banke, u cilju što stabilnijih prinosa, napravile nekoliko strategija, kako bi povećale aktivu kojom upravljaju. Najčešći primjeri su interni rast aktive i spajanje sa firmama specijalizovanim za upravljanje aktivom.

Goldman Sachs definiše da je ključ uspjeha u upravljanju aktivom performansa banke, odnos sa klijentima kao i ponuda finansijskih proizvoda. To su ključni elementi za privlačenje novca klijenata. Goldman Sachs je najveći rast aktive za upravljanje stekao kroz interni rast. Posebno su razvijali servis za upravljanje aktivom bogatih klijenata. Tako su počeli sa ovim poslom 1995. sa 50 miljardi vrijednosti pod upravljanjem, da bi do 2005. imali 10 puta više. Tada su sustigli i Merrill Lynch i Morgan Stanley banke čije su aktive pod upravljanjem bile duplo i troduplo veće 1995.

Odnos sa klijentima je danas posebno teško izgraditi. U svijetu gdje dominira internet, investiorima je omogućeno da sami vrše trgovanja širom svijeta. Takođe, tu su i velike skupine nezavisnih savjetnika ili finansijskih konsultanata, kao i velikih brokerskih kuća koje nude iste usluge kao i investicione banka. Danas su dostupni i brojni forumi, on–line predavanja o trgovini, koja bitno utiču na to da klijenti samostalno upravljaju svojim sredstvima. Bankama tako ostaju dva načina da privuku aktivu za upravljanje i to da koriste svoju reputaciju i da iskoriste mogućnost cross–sellinga. Svojom reputacijom banke najčešće privlače velike institucionalne investitore. Cross–selling je proces prodaje komplementarnih proizvoda klijentima.

Količina različitih proizvoda koje se nude klijentima je takođe bitan uslov za privlačenje sredstava. Širokim spektrom proizvoda koje nude klijentima, banke pokušavaju naći instrument za svakog klijenta, te tako privući njegova sredstva.

Performanse, tj. rezultati koje banka ostvaruje u svom poslovanju, takođe utiču na veličinu aktive kojom će upravljati ali su i dobar pokazatelj uspješnosti, te tako mogu doprinijeti uspješnijem odnosu sa klijentima. Pojedine banke umjesto privlačenja novih klijenata i time povećavanjem aktive kojom bi upravljale imaju strategiju akvizicija. Pionir u ovim poslovima je Merrill Lynch, koja je 1996. preuzela Mercury Asset Managament, kompaniju specijalizovanu za upravljanje aktivom. Na ovaj način banke žele povećati svoju zaradu od naplate provizije za upravljanje aktivom, kao i smanjiti oscilacije u zaradi od ovog bankarskog posla. Glavni razlozi ovih akvizicija su, kao i u svim konsolidacijama, efekti sinergije.

Upravljanje aktivom, posmatrano sa makroekonomskog gledišta ima za cilj poboljšanje cjelokupne ekonomije, iz prostog razloga što potencijalna štednja, prelaskom u fondove upravljanja kapitalom postaje investicioni potencijal. Koliko je investiciona aktivnost važna za svaku ekonomiju, utoliko je i ova poslovna funkcija investicione banke bitna. Banke koristeći informacije i znanja koja posjeduju, što zbog humanog kapitala, što zbog prirode posla (istraživanje tržišta, hartija od vrijednosti, posebnih industrija) mogu na pravi način uložiti sredstva te tako ostvariti već prinose, od recimo, najsigurnijeg oportunitetnog troška pasivne kamate kod komercijalnih banaka.

Upravljanju aktivom možemo dati i socijalni aspekt. Naime, veliki broj fizičkih lica ulaže svoju štednju zbog očekivanog prinosa, kako bi ta sredstva mogli da troše u određenom vremenskom period (primjer penizioni fondova, investicioni fondovi). Veliki broj prikupljenih sredstava investicione banke je upravo iz štednje ovog karatkera. Iz toga razloga, upravljanje aktivom od strane investicione banke, ali i upravljanje aktivom kao posao investicionog bankarstva dobijaju još više na značaju. Rad sa tuđim sredstvima jednostavno kreira i veću odgovornost.

2. Finansijski inžinjering – kreiranje konkurentske prednosti kroz kreaciju

Finansijski inžinjering najlakše možemo definisati kao sposobnost investicione banke da svoju kreativnost uspješno primijeni na tržištu. Karakteristika finansijskog inžinjeringa je korišćenje cjelokupnog znanja o finansijama koje postoji do momenta inžinjeringa. To znanje se kombinuje sa znanjima ostalim naukama. Tako je, na primjer razvoj, italijanskih banaka bio omogućen prelaskom sa rimskih na arapske cifre, što je omogućilo lakše računanje i vođenje knjiga. Rani italijanski bankarski sistem je poslužio kao osnovica razvoju ostalih[34]. Ovi primjeri su potvrda da investiciono bankarstvo, kao i

[34] Amsterdamska menjačka banka je riješila probleme trgovaca koji su imali veliki broj valuta tako što je uvela sistem čekova i direktnog zaduživanja. Tako se plaćanje moglo vršiti u bilo kojoj valuti dogovorom da se u banci trgovac zaduži na svoj račun u ime drugoga. Depoziti su bili pokriveti 100% metalom. To pravilo se ukida u u stokholmskoj banci Stocholms Banko, koja prva počela depozite pozajmljivati sa kamatom.

samo bankarstvo evoluira, prilagođava se i napreduje prema okruženju, novinama koje dolaze kao i željama svojih klijenata.

Konkurentnost između banaka i njihovih želja da na što bolji način zadovolje potrebe svojih klijenata dovela je do velikog rasta na tržištima finansijskih instrumenata i derivata. Finansijski inžinjering možemo posmatrati i kao odgovor na promjene u zakonskim propisima, promjene poreskih pravila, kao i traženje novih izvora finansiranja, arbitraže, itd. Finansijski inžinjering se može posmatrati i kao[35]:

- Razdvajanja i alokacije novčanog toka jedne hartije od vrijednosti, kako bi se kreiralo nekoliko novih hartija od vrijednost,
- Kombinacija nekoliko postojećih hartija od vrijednosti zbog kreiranja neke nove hartije od vrijednosti

Razlozi zbog kojih je je finansijski inžinjering sve važniji dio poslovanja investicione banke su[36]:

- Upravljanje rizicima – finansijski derivati, kao što su fjučersi, opcije, svopovi, kreditni derivati, hartije od vrijedosti pokrivene hipotekom imaju neki oblik relokacije rizika. Ove hartije od vrijednosti transformišu rizik od izdavaoca ili investitora ka drugim subjektima koji su spremni da taj rizik preuzmu. Tako, na primjer, kompanije koje obavljaju poslove u stranim valutama često koriste valutne svopove kako bi se zaštitili od, po njih, negativnih promjena valute.
- Finansiranje dugovnim hartijama od vrijednosti je svakako popularno i za male, finansijski manje jake kompanije. Tako su nastale špekulativne „junk" obveznice koje i ovakvim kompanijama omogućavaju da dođu do finansijskih sredstava.
- Niži troškovi finansiranja – rezultat su mogućnosti da hartije od vrijednosti koje se zasnivaju na hipotekama ili aktivi, transformišu individualne zajmove u utržive hartije od vrijednosti. Ovako se ostvaruje veća likvidnosti i pribavljaju se potrebna novčana sredstva. Ovakve hartije od vrijednosti se mogu prodavati na sekundarnom tržištu, što znači da od lokalnog tržišta prelaze na nacionalno ili globalno, što implicira veću tražnju, a tim i manji prinos i manji troškovi finansiranja.
- Pravna regulative i porezi – investicione banke svakako žele da kreiraju instrumente sa kojima bi „zaobišli" poreze. Investiciona banka kreira instrument na koji se ne plaća porez a nakon njegovog prvobitnog izdavanja regulatorno tijelo promijeni zakon koji taj instrument oporezuje. Tako imamo primjer u SAD gdje se obveznice bez kupona nijesu oporezovale da bi se to promijenilo 1982.
- Primjena kompjuterske tehnologije i kvantitativnih finansija – sinergija komjuterskih tehnologija i kvantitativnih finansija bitno je poboljšala poslove finansijskog inžinjeringa. Brzi i sotisficirani procesori su omogućili obavljanje kompleksnih matematičkih operacija vezanih za nove derivate.

[35] Vidjeti opširnije: Subić, 2015.
[36] Vidijeti: Liaw, 2006; str. 223.

Do danas najvažniji proizvod finansijskog inžinjeringa su špekulativne „junk obeveznice, repo aranžmani, sekjuritizacija aktive, obveznice bez kupona, finansijski derivati. Finansijski inžinjering je omogućio investicionim bankama proširivanje obima svog poslovanja, bolju pokrivenost potreba klijenata, te napredak samog investicionog bankarstva.

Za kvalitetan finansijski inžinjering investicionoj banci je potreban stručni kadar sa specifičnim znanjem. Osim toga potrebna je i ideja kako napraviti instrument koji će se uspješno plasirati na tržištu. Često te ideje dolaze od samih klijenata, a na banci ostaje da tu ideju sprovede kroz prihvatljiv okvir finansijskih instrumenata. Finansijski inžinjering tako možemo i posmatrati kao odgovor na potrebe klijenata. Takođe, to je način za privlačenje finansijskih sredstava u banku kroz razne vrste prihoda koje mogu nastati kroz poslovanje sa novonastalim instrumentima ali i naknada za samo stvaranje istog. Zato finansijski inžinjering i jeste poslovna funkcija na kojoj investicione banke i u budućnosti mogu graditi svoju konkrentsku prednost i bolju poziciju na tržištu.

3. Sekjuritizacija aktive

U ovom radu ćemo opisati sekjuritizaciju aktive kao jedan od ostalih poslova banke, prije svega zbog uticaja na finansijsku krizu koji je imala sekjuritizacija hipotekarnih kredita ali zbog samog značaja sekjuritizacije za poslovanje finansijskih institucija.

Sekjuritizacija aktive je proces u kojem se pakuju nelikvidni zajmovi i drugi dugovni instumenata u likvidne hartije od vrijednosti. Dobijanjem ocjene, od strane kreditnih rejting agencija, sekjuritizovane HOV se mogu lakše prodavati na tržištu. Logika ovakvih hartija o vrijednosti je stvaranje veće likvidnost, jer bi banke umjesto da čekaju određeni vremenski period na isplatu sredstava iz kredita ta sredstva dobijala od investitora, spremnih da kupe hartije od vrijednosti, a koje direktno zavise od dužničkih instrumenata. Na ovaj način se smanjio „period obrta” finansijskih sredstava i dobili su se novi finansijski instrumenti za poslovanje investicionih banaka. Takođe, izvršeno je i prikupljanje novih finansijskih sredstava od investitora. Sistem sekjuritizacije je imao brojne implikacije na cjelokupni finansijski sistem, emitente, zajmotražioce, investitore i finansijska tržišta.

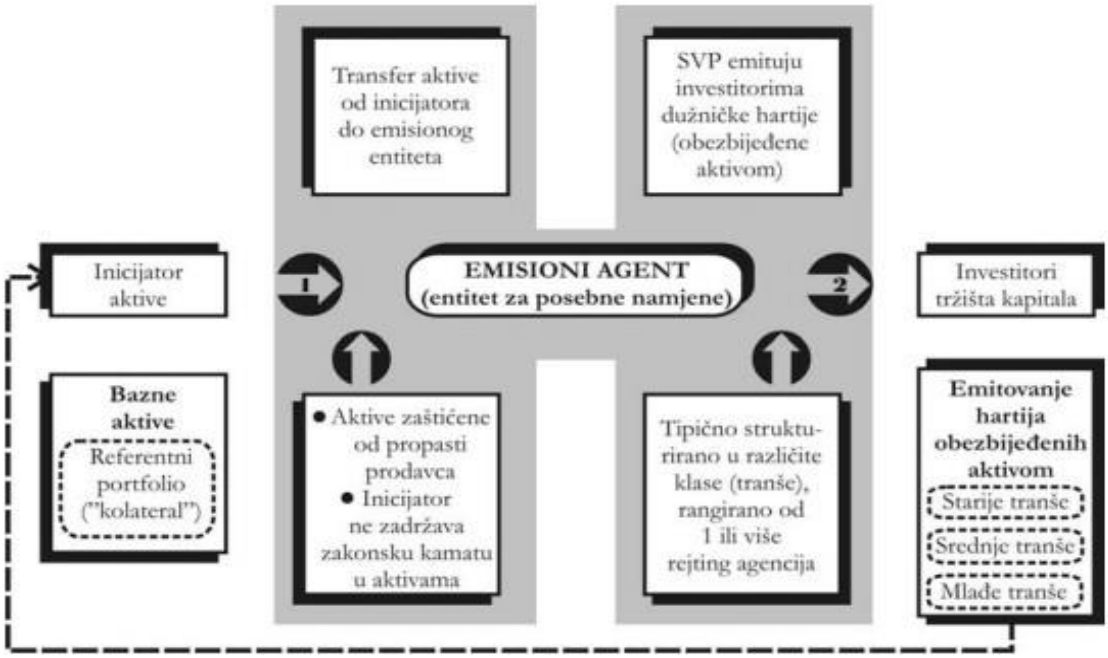
Bank of America izdala je prvu sekjuritizovanu hartiju od vrijednosti na osnovi od hipotekarnih kredita sa najvećim kreditnim rejtingom od AAA 1977. Sam proces sekjuritizacija javio se kao odgovor na tržišna dešavanja. Naime, sve veća polularnost investiranja u depozite zbog većih kamata (usled promjena u Regulaciji Q[37]) nije odgovarala stanju na slobodnom tržištu, tako da su investicione banke morale naći alternativne izvore finansiranja. Investicione banke su tako zatražile sekjuritizaciju a Freddie Mac, federealna agencije, je zatražila da se prevaziđu prepreke za sekjuritizaciju hipotekarnih kredita.

[37] Regulacija Q je zakon po kojem je došlo do zabrane plaćanja kamate na depozite po viđenju. Međutim, sredinom XX vijeka, zbog porasta tražnje sa novcem, počinje postepena deregulacija ovog zakona, kroz odobravanje raznih vrsta štednih računa, što je dalje implicilo rast kamata, kako bi se štediše privukle.

Učesnike u procesu sekjuritizacije možemo podijeliti na *inicijatore* koji dio svoje aktive stavljaju kao kolateral za sekjuritizaciju. To mogu biti razne komercijalne banke, finansijske kompanije, izdavači kreditnih kartica. *Serviseri* se bave prikupljanjem uplata kako bi se obezbijedila prava investitora i kako bi oni bili obezbijeđeni, a i da bi dužnici ispunjavali svoje obaveze. *Izdavač* ima posebnu obavezu da kreira hartije od vrijednosti na osnovu aktiva i da te hartije od vrijednosti plasira na tržište investitorima. *Povjerilac* je najčešće investiciona banka koja i vrši potpisivanje tih hartija od vrijednosti. Može se i desiti da investiciona banka prikupi aktive nekoliko inicijatora ukoliko pojedinačno oni nemaju dovoljno efikasnu aktivu za kreiranje baze za hartije od vrijednosti.

Agencije za kreditni rejting ocjenjivanjem sekjutarizovanih hartja od vrijednosti daju jednu vrstu garancije investitorima da je njihova investicija sigurna. Međutim, svojom ulogom u finansijskoj krizi, gdje su pogrešno ocijenile pojedine vrijednosne papire povjerenje u njih je urušeno. Agencije su u privatnom vlasništvu, tako da danas postoji veliki broj zagovornika reforme agencija i kreiranje međunarodnog tijela, koje bi određivalo kreditne rizike zemalja. Inicijativao o kreiranju međunarodnog tijela je data iz razloga što smanjenje kreditnog rejtinga pojedine zemlje dovodi do toga da skuplje pozajmljuju finansijska sredstva i tako ih stavlja u još komplikovaniju finansijsku situaciju.[38]

Šema 2: Mehanizam sekjuritizacije



Izvor: Lakić, 2009; str. 36.

Prvi korak u sekjuritizaciji, (šema 2) počinje tako što inicijator odabira aktivu koju želi da izmjesti iz svog bilansa stanja i da pomoću toga stvori bazu za referentni portfolio. Ta se baza prodaje izdavaču. U drugoj fazi emitent prodaje investitorima sekjuritizovane hartije od vrijednosti, a investitori dobijaju pravo na određenu kamatu. Investicione banke

[38] Opširnije vidjeti: Braum, Karpava, Schäfer, Stephan. 2014.

ne zadržavaju u svojim bilansima ove vrijednosne papire već ih samo iniciraju i distribuiraju. Serviseri vode računa o prikupljanju plaćanja od zajmotražioca koji su se prethodno zaduži kod inicijatora, i ta plaćanja uz određenu proviziju prosleđuju investitoru. Kroz proces sekjuritizacije, kreiraju su se legalni entiteti za posebne namjene (SPV/SPE), kako bi se izmiještanjem određenih aktiva i pasiva odvojila kompanija od mogućih kreditnih rizika.Glavni zadatak je voditi računa da su odabrani kolaterali kvalitetno sastavljeni, kako bi investitori imali siguran povraćaj sredstava. Investiciona banka ima zadatak to da obezbijedi kvalitetnim kombinovanjem baza za sekjuritizaciju HOV.

4. Perspektiva investicionog bankarsta

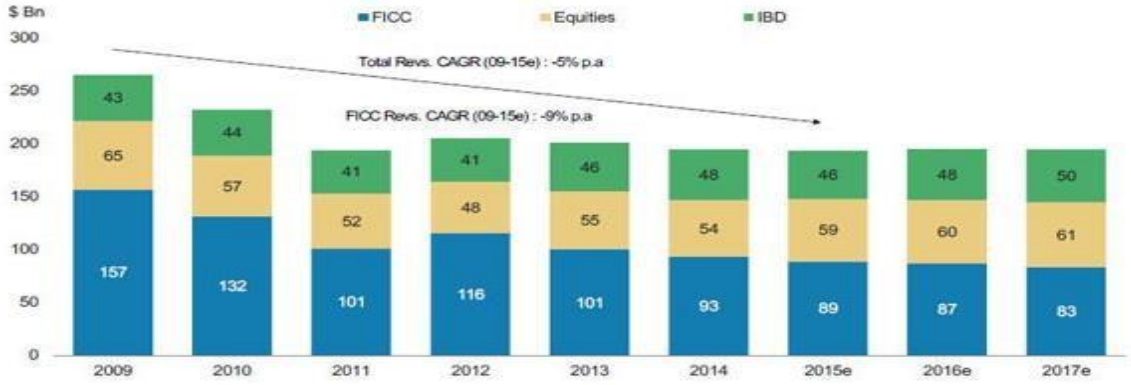
Finansijska kriza iz 2008. je jako pogodila finansijski sektor i uzdrmala temelje dotadašnjeg investicionog bankarstva. Iz tog razloga pojedine stavke u regulaciji investicionog bankarstva su morale da se redefinišu. Jedan dio dogovora za novu regulaciju u bankarskom sektoru je definisan i u bazelskom sporazumu o kapitalu, Bazel III. Ovim sporazumom se želi povećati adekvatnost kapitala banaka, čime bi se povećala likvidnost i smanjio bankarski leveridž. Ranije smo naveli koje posledice po obavljanje poslovanja investicione banke ima Dodd–Frank zakon u SAD. Kao rezultat promjena tog regulatorog okvira, ali i promjena brojnih ekonomskih i finansijskih varijabli u svijetu, buduće poslovanje investicionih banaka karakterisaće:

- **Kombinovanje savremene tehnologije i stručnog znanja** – sa razvojem tehnologije investicionim bankama se otvaraju velike mogućnosti, posebno u oblastima finansijskog inžinjeringa, dilerskih poslova ali i drugih sfera poslovanja investicionog bankarstva. Tehnološki razvoj, a pogotovo razvoj internet bankarstva omogućio je znatno smanjenje troškova u poslovanju investicionih banaka. Vođenje hartija od vrijednosti u dematerijalizovanom obilku evolutivno je izbrisalo pojedine poslove investicionih banaka (čuvanje u sefu hartija od vrijednost). Tehnologijom se danas brzo dolazi do informacija, te je i posao predviđanja kretanja cijena vrijednosnih papira olakšan. Sinergijom tehnologije i stručnog, ekspertskog znanja, investicione banke, u budućnosti, mogu računati na veći udio u prihodima na osnovu uspješnijih dilerskih poslova, kao i u kreirenju novih finansijskih instrumenata. Investicione banke, u budućnosti, trebamo posmatrati kao finansijske i naučne centre. Finansijske, u odnosu na finansijsku moć i ogromne finansijske bilanse koje posjeduju, a naučne s obzirom na kapacitet i inovativnost u kreiranju finansijskih instrumenata, te sposobnost istih da pozitivno ili negativno djeluju na cjelokupnu svjetsku privredu.
- **Stavljane akcenta na tržita u razvoju** – zbog svoje velike finansijske i naučne moći investicione banke u budućnosti trebamo posmatrati i kao „lokomotivu" privrednog razvoja čitavog svijeta. U zdravoj makroekonomskoj okolini veća je mogućnost za zdravo poslovanje investicione banke. U današnjoj makroekonomskoj situaciji kada ekonomski rast Kine usporava, potrebno je naći nova, visokorastuća

tržišta. Upravo se to pruža u Africi, gdje se nalaze sedam od deset najbrže rastućih ekonomija[39] u svijetu, gdje postoje najbolji demografski pokazatelji koji dodatno mogu pogurati ekonomiju. Investicionim bankama se nude brojne poslovne mogućnosti od poslova merdžera i akvizicija između kompanije razvijenog zapada i kompanija u brzorastućim afričkim zemljama, poslove prikupljanja kapitala preko javnih emisija i obveznica i transfera tog kapitala iz bogatih zemalja u privlačne brzorastuće ekonomije. Takođe, investicionim bankama bi se otvorili poslovi većeg trgovanja na afričkim berzama, te svakako i skupljanje profita od brokerskih i dilerskih poslova na sekundarnom tržištu. Savjetodavne usluge investicionih banaka zemljama u razvoju mogu biti od velikog značaja za zemlje, (transfer znanja) ali i investicione banke, kroz zaradu od provizija ili ekskluzivno pravo emisije državnih HOV.

- **Borba za povećanje tržišnog udjela** – u bliskoj budućnosti, investicione banke će čekati borba za povećanje tržišnog udjela iz razloga što će prihodi slabo rasti, ako će uopšte rasti. Morgan Stanley banka je pravila prognoze rasta prihoda (grafik 4), koji je, za periodu do kraja decenije, konstantan. U takvoj situaciji u prednosti su banke koje imaju veći tržišni udio, te se zbog toga najveći rast kod investicionih banka očekuje kod Goldman Sachs, te uglavnom američkih investicionih banaka. Ovakvo stanje sa prihodima je između ostalog i rezultat procesa regulacije. Finansijska kriza iz 2008. je uticala na donošenje novih zakonskih okvira iz kojih slijedi da će se rizični poslovi trgovanja morati bolje kontrolisati a neki od njih i zabraniti. Kako se kreativnost investicionih banaka ogledala upravo u poslovima takozvanog kockarskog bankarsta[40], tako je bankama ostalo da, govoreći makroekonomskim rječnikom, povećavanjem svog tržišnog udjela omoguće što profitabilnije poslovanje, koristeći svoje kapacitete, slično ekonomiji obima.

Grafik 4: Kretanje prihoda investicionih banaka i njihova prognoza za budući period



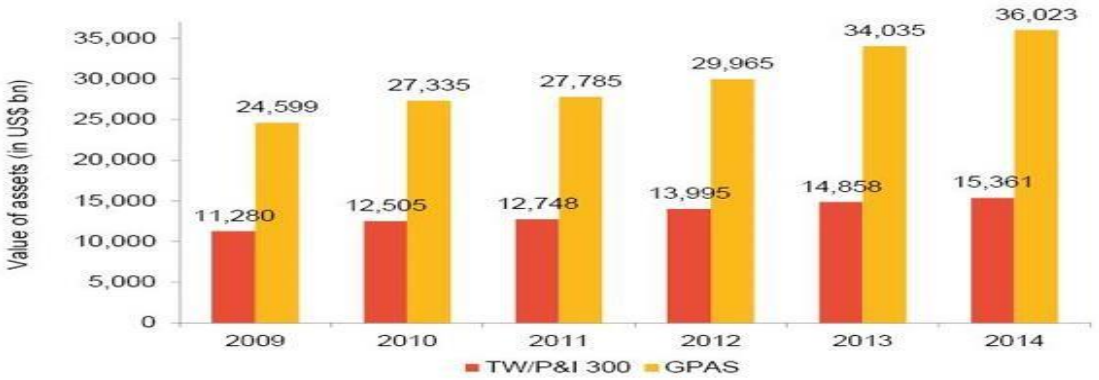
Izvor: www.morganstanley.com.

[39] Vidjeti: www.forbes.com.

[40] Termin u investicionom bankarstvu koji opisuje izuzetno rizične transakcije, slične kockanju.

- **Promjene u strukturi zaposlenih** – grafik (4), kao i novi zakoni kao što su Bazel III i Dodd – Frank, govore o jednoj bitnoj promjeni kod investicionih banaka nakon finansijski krize, a to je profil zaposlenih koji je potreban investicionim bankama. Na grafiku (4) možemo da vidimo da su prihodi od FICC (poslova sa HOV sa fiksnim prinosom) i equity trading (prihodi na osnovu trgovanja) u konstantnom procentualnom padu, najviše zbog razloga što se u finansijskoj krizi na ove načine zarade gledalo kao na kockarsko bankarstvo, te su zbog toga i najviše obuhvaćeni regulacijom. Tako je na primjer, prihod Goldman Sachs, od FICC, pao sa 22.89 milijardi iz 2007. na 15.72 milijarde 2014. Morgan Stanley danas 70% svojih prihoda ostvaruje na osnovu FICC, ali je taj procenat 2003. iznosio 83%[41]. Novi zakoni su ograničili mogućnost banaka da drže, trguju i špekulišu sa finansijskim derivatima. S druge strane, čitav proces investicionog bankarstva se sve više automatizije, internet postaje i sredstvo za rad ali i sredstvo za kontrolu, zaštitu podataka tako da san o straight – trought processing, tj. da se što više automatizuje proces pružanja usluga i izbjegne potreba za ljudima[42], postaje sve bliži. Zbog toga u budućnosti treba pretpostaviti veću tražnju za informatičkim stručnjacima, te većoj tehnološkoj edukaciji trgovaca u bankama.
- **Penzioni fondovi** – penzioni fondovi će imati zapaženu ulogu u budućnosti investicionih banaka iz nekoliko razloga. Prije svega penzioni fondovi će biti među najznačajnijim institucionalnim klijentima. Sve veća vrijednost penzionih fondova i njihova tražnja za hartijama od vrijednosti sa većim prinosom može omogućiti investicionim bankama kreiranje novih poslova. S druge strane penzioni fondovi polako ulaze u bankarstvo iz sjenke[43] i ukoliko nastave u ovom trendu mogu postati konkurencija investicionim bankama.

Grafik 5: Ukupna vrijednost penzionih fondova i vrijednost 300 najvećih penzionih fondova



Izvor: www.towerswatson.com.

[41] Opširnije: www.thefinanser.co.uk.
[42] Vidjeti: www.investopedia.com.
[43] Finansijski posrednici koje obavljaju poslove finansijskih institucija, ali nisu obuhvaćene zakonskom regulativom koja važi za njih.

Penzione fondove, zbog demografskih prilika u najrazvijenijim ekonomijama,u bliskoj budućnosti čeka rastući trend. Kvalitet investicionih usluga, u vidu upravljanja aktivom, dobija tako i socijalni značaj, jer obezbeđuje socijalnu sigurnost „malih" investitora, koji su novac uložili, ne zbog „spektakularnih" prihoda, već stabilnog prinosa i korišćenja tih sredstava nakon okončanja radnog vijeka.

5. Primjer finansijskog inžinjeringa: slučaj Abacus 2007

Abacus 2007 je produkt finansijskog inžinjeringa Goldman Sachs za čiju su podlogu poslužili RMBS. Ovaj finansijski instrument je kreiran 2007. Glavni učesnici u kreiranju su bili:

- Goldman Sachs – jedna od najvećih investicionih banaka, osnovana 1869. Slogan banke je da povezuje ljude, kapital i ideje radi pronalaženja najboljih rešenja i stvaranja profitabilnih rezultata za svoje klijente kroz pružanje usluga: finansijskog savjetovanja, pozajmljivanja, investiranja, upravljanja aktivom[44].
- Paulson & CO – hedž fond iz Njujorka, osnovan 1994. Zahvaljujuči svom pesimističnom stavu, zbog hipotekarnog tržišta i klađenju protiv finansijskog instrumenta Abacus uspjeli su da zarade milijardu dolara.
- ACA Management – kompanija za menadžment CDOs-a. U ovom poslu je bila angažovana od strana Godlmans Sachs, kao agent za odabir portfolija kako bi Abacus dobio finansijski kredibilitet i u marketinške svrhe. Procijenjeno je da je ACA izgubio oko 900 miliona dolara u ovom poslu, jer je kao procenitelj držao poziciju u Abacus poslu.
- IKB Deutsche Industriel Bank AG – banka iz Diseldorfa, specijalizovana za pozajmljivanje novca malim i kompanijama srednje veličine.

U samom procesu kreiraranja Abacusa kao instrument važno je napomenuti tri poznata finansijska instrumenta, koja su takođe nastala finansijskim inžinjeringom:

- RMBS – stambene hipotekarne hartije od vrijednosti obično izdavane kao obveznice koje se zasnivaju na bazi hipoteka na nekretninama.
- Sintetičke CDOs – Collateralized debt obligation, tj. kolateralizovane obaveze iz duga, su hartije od vrijednosti koje svoju vrijednost i plaćanja izvode iz aktive za koju su vezane. CDO čine djelovi koji sa sobom nose različite rizike i tranše, tako da „senior" tranša ima najmanji rizik. Sintetički kolateralizovane obaveze iz duga se od tradicionalnog razlikuje u činjenici da sintetičke nemaju aktivu za koju su vezane. Kao alternative sintetički CDO dobija kreditnu izloženost određenog portfolija imovine kroz kreditne default svopove.

[44] Pogledati: www.goldmansachs.com.

- Svop kredita neizvršenja (CDS) – je finansijski instrument čija je isplata povezana sa nastupanjem kreditog događaja. To je vanberzanski ugovor, između prodavca i kupca zaštite od rizika neizvršenja obaveza, u setu dužničkih obaveza koje emituje specifirani referentni subjekt[45]. Ovo je i najjednostavniji vid transfera kreditnog rizika među svim kreditnim derivatima i pruža velike mogućnosti u hedžing poslovanju, te je stoga i popularnost CDS velika.

Menadžeri hedž fonda Paulson su krajem 2006. izrazili želju kod Goldman Sachs da se klade protiv rizičnih hipotekarnih kredita. Rizične hipotekarne obveznice, koje je Pauslon imao namjeru da krati odnosno da zaradi na očekivanom padu cijenu, bile su na osnovi od hipotekarnih kredita, iz raznih država SAD. Obveznice su imale rang BBB, što znači da su bile izuzetno rizične, te da bi prilikom poteškoća u naplati kredita, vlasnici tih obveznica imali velikih gubitaka.

IKB je pokazao spremnost da kupi obveznice koje je Paulson želio da krati. Međutim, IKB je postavio uslov da hipotekarne krediti od kojih će biti napravljene ove obveznice budu birane od strane autsajdera, odnosno strane koja je u potpunosti nezavisna od bilo koje strane u poslu. U januaru 2007. Goldman Sachs je predložio da ACA Managament bude menadžer u odabiru hipotekarnih kredita za obveznice. ACA je odabrala portfolio do kraja februara, ali nije bila upućena u bitnu činjenicu, a to je da Paulson želi da krati. Na kraju je Goldman Sachs zaključio posao stvaranjem sintetičkog CDO omogućivši i Paulsonu i ACA da uđu u izlošenost koju su željeli. Provizija koju je dobio Goldman od ovog posla iznosila je 15 miliona dolara[46].

Kompanija Fabrice Tourre je kreirala Abacus za potrebe Goldman Sachs-a, koji je ujedno izvršio i potpisivanje ovih hartija od vrijednosti. Ključna stavka Abacusa, a to su hipotekarni krediti koji su im bili baza, imala je nedostatak, a to je da su kredite birali i ACA i Paulson. Bazu su tako činile hartije od vrijednosti iz SAD država sa najvećim rizikom hipotekarnih kredita. Paulson je predložio 123 RMBS, a ACA je odbabrala 55. Kasnje su se složili da broj RBMS bude 90, uz obostrane korekcije. Na taj način Paulson je imao uticaj na kvalitet kreiranog instrumenta. ACA je smatrala da će Pauslon uzeti dugu poziciju, to je bio jedan od glavnih razloga zbog čega je SEC, ovu transakciju za nezakonitu.

Paulson i Goldman Sachs su željeli da iskoriste situaciju dobrog tržišnog predviđanja. Međutim prekršajem bankarske etike, morali su snositi posledice. Međutim, njihove transakcije pokazuju sve mogućnosti finanijskog inžinjeringa, te i veliku šansu za zaradu ako se predviđanja pokažu kao ispravna. CDS su, kao tranferi rizika, poslužili da se rizik „pokrije" i investitor zaštiti. Pomoću njih i Pauslon i Goldman Sachs su mogli da zaštite i podnesu minimalne gubitke kroz nepovoljni ishod za njih ali to bude zanemareno zbog ogromnih profita koje su uzeli na osnovu zaštite od rizika.

[45] Vidjeti opširnije: Spasojević, 2013.
[46] Detaljnije:www.sevenpillarsinstitute.com.

DODATAK: Investiciono bankarstvo i benefiti za Crnu Goru

U ovom radu želimo napraviti i osvrt na investiciono bankarstvo u Crnoj Gori, kao i benefite koje ekonomija Crne Gore može imati od, u radu navedenih, funkcija i poslova investicione banke. U osvrtu želimo da se koncentrišemo na razvojne mogućnosti i šanse koje ekonomija Crne Gore može imati od investicionog bankarstva, te tako želimo na neki način povezati i investiciono bankarstvo i privredni razvoj. Svakodnevno se u svijetu „okrenu" milijade raznih novčanih jedinica, a čak i promilski dio toga, investiran u crnogorsku privredu, bio bi veliki. Iz činjenice da su banke u Crnoj Gori univerzalnog karaktera, posmatraćemo investiciono bankarstvo kroz prizmu investicionih poslova koje banke obavljaju i koje bi mogle obavljati za klijente i sebe, kao i osvrt na benefite koje bi cjelokupna privreda mogla imati.

Karakteristika Crne Gore, kao zemlje sa relativno malim finansijskim tržištem je mala mogućnost razvoja klasične investicione banke. Tako, na našem tržištu, funkcionišu univerzalne banke, koje se ipak najviše bave kreditiranjem fizičkih i pravnih lica, odnosno vrše funkciju komercijalnih banaka. Što se zakonodavstva tiče, neke stakve su regulisane Zakonom o investicionim fondovima[47] gdje se definišu, prije svega, određeni poslovi iz domene investicionog bankarsva, a koje obavljaju investicioni fondovi.

Ovim se definišu prava i obaveze kako investicionih fondova, tako i depozitara. Takođe, definišu se i stavke kao što su zajednički fondovi za ulaganje. Na osnovu ovoga, možemo vidjeti da u Crnoj Gori dominiraju, prije svega, pojedini poslovi iz domena investicionog bankarstva, te možemo govoriti o fondovima kao nosiocima ovih poslova. Međutim, i uloge univerzalnih banaka u obavljanju investicionih poslova su takođe bitne. Problemi za razvoj pravog investicionog bankarstva su, prije svega, malo tržište koje kao takvo ne ispunjava zahtjeve za normalno poslovanje da bi se jedna banka mogla skoncentrisati samo na investiciono bankarstvo.

Svakako, banke se bave i investicionim poslovanjem. To investiciono poslovanje se najčešće ogleda u ulozi banaka na sekundarnom tržištu, kao dilera i brokera. Banke pružaju usluge svojim klijentima kroz brokerske i kastodi poslove: cash – managament na globalnom tržištu, izmirenje poreskih obveza investitora, prikupljanje novčanih priliva na osnovu vlasništva, čuvanje i saldiranje kupoprodajnih transakcija[48], trgovanje preko vlasničkih i zbirnih računa, obavještenja akcionara o godišnjim skupštinama, vođenje računa hartija od vrijednosti kod Centralne depozitarne agencije[49]. Iz ovih primjera možemo vidjeti da se konkurencija kod banaka stvara najviše na osnovu dodatnih usluga iz izvršavanja prava i obaveza koja proističu iz HOV za klijente banke.

Mnogo veće značaj je u pogledu aktivnosti iz investicionog bankarstva koje se pružaju crnogorskim univerzalnim bankama. To je prije svega odnosi na upravljanje aktivom. Ukupni depoziti u svim crnogorskim bankama su na nivou od preko dvije milijarde, tačnije za drugi kvartal 2015. su inosili 2.308.100.000[50] eura što su, za naše prilike, izuzetno značajna sredstva. Upravo zbog ovog razloga smo i naveli upravljanje

[47] Vidjeti: Skupština Crne Gore, 2011.
[48] Pogledati: www.hipotekarnabanka.com.
[49] Opširnije: www.prvabankacg.com.
[50]Detaljnije: Savjet Centralne banke 2015, Tabela: pregled makroekonomskih podataka.

aktivom, kao jedan od bitnijih „ostalih” poslova investicione banke. Kvalitetno upravljaje aktivom, te i prinos ostvaren na osnovu ovoga upravljanja može biti od velikog značaja za razvoj bankarstva ali i cjelokupne ekonomije. Pozitivnim upravljenjem aktivom, te shodno tome ostvarivanjem pozitivnih finansijskih rezultata, može se ostvariti veća ponuda novca i napraviti prostor i za jeftijije kamatne stope, te time pogurati i ukupna privreda. Svakako, podatak od preko dvije milijarde eura depozita možemo tumačiti i kao nedostatak isplativosti, motiva ili ideja za ulaganje u Crnoj Gori. U tom slučaju, preko upravljanja aktivom i trgovinom HOV na inostranim tržištima od strane naših univerzalnih banaka taj novac može se uložiti i uvećati.

Sekundarno tržište HOV omogućava bankama da upravljaju svojom likvidnošću. U svojim aktivama banke posjeduju HOV koje, u slučaju potrebe, mogu pretvori u novac na sekundarnom tržištu. Zato dilersku funkciju investicionog bankarstva na sekundarnom tržištu trebamo posmatrati i kao uspješnu formulu za upravljanje likvidnošću naših univerzalnih banaka. Ukoliko se nekoj od crnogorskih univerzalnih banaka javlja potreba za novcem za dva dana, a novčani prilivi su za tri dana, te se tako stvara deficit, on se može neutralisati ili prodajom HOV na sekundarnom tržištu, ili kreiranjem repo aranžmana.

Strane direktne investicije su jedan od ključnih ciljeva, ne samo za Crnu Goru, već i za većine zemalja. One kreiraju nova radna mjesta, vrše transfer kapitala, znanja, vještina. Iz tog razloga funkciju investicionog bankarstva u procesu konsolidacije možemo posmatrati kao šansu za povećanje investicija i uspon privrede. Određena strateška alijansa sa „XY” investicionom bankom, koja bi ušla kao savjetnik u privatizacione procese, mogla bi donijeti veliku pomoć privredi. Kroz rad smo objasnili da investicione banke imaju veliki uticaj na proces konsolidacije, kroz svoju savjetodavnu ulogu, procjenu vrijedosti obije ugovorne strane, kroz ostvarivanje efekta sinergije. Pojedine merdžere i akvizicije investicione banke samo iniciraju, jer u njima prepoznaju šansu za uspjeh svojih klijenata i svoj lični prosperitet. Vidjeli smo da je u prirodi posla investicionih banaka, saradnja sa velikim investitorima, te bi tako saradnja sa bankom bila jedan od „kanala” za privlačenje stranih direktnih investicija.

Raznovrsnost investicionog bankarstva daje mogućnost da se, na malom tržištu kao što je crnogorsko i bez postojanja prave investicione banke, kreiraju poslovi koji su u suštini poslovi investicionih banaka. Takođe, raznovrsnost daje mogućnost korišćenja investicionih banaka za proces privlačenja stranih investicija, što dalje predstavlja rast ukupne crnogorske ekonomije. Osim toga, investicione banke mogu biti dobar stavjetnik za proces unapređivanja ukpne ekonomske situacije, kao i dobar ocjenjivač onoga što je dobro, ispravno i onog što treba mijenjati radi budućeg prosperiteta.

ZAKLJUČAK

Investicione banke imaju značajnu ulogu u funkcionisanju svjetskih finansija i privreda. Same aktive, prihodi i profiti koje ostvaruju investicione banke dovoljno govore o njihovoj veličini, a funkcije koje obavljaju za svoje klijente (institucionalne, privatne) značaj investicionih banaka samo pojačavaju.

Investicione banke smo pokušali prikazati, ne samo kao finansijske institucije, već i kao naučne centre. Prije svega zbog poslova finansijskog inžinjeringa, i njihovih kreacije gdje upotrebom različitih naučnih disciplina stvaraju nove finansijske instrumente. Kroz proces merdžera i akvizicija smo željeli prikazati inovativnost investicionih banaka u pogledu strane guranja merdžera i akvizicija gdje banke same pronalaze i predlažu poslove konsolidacije svojim klijentima. Naravno, tu su i procesi predviđanja gdje smo, takođe vidjeli važnost različitih naučnih disciplina (matematike, statistike) za uspješno poslovanje investicione banke. Uspješnost se najviše ogleda kroz projektovanje modela kretanja cijena hartija od vrijednosti. Naravno, investicione banke kao poslovni subjekti zapošljavaju stručna lica iz različitih oblasti, kako bi na što kvalitetniji način odgovorile potrebama svojih klijenta, ali i kako bi poboljšale performasne svog poslovanja.

Kroz poslove investicione banke na primarnom tržištu prikazali smo početne aktivnosti, od kojih su počele sve investicione banke. Sam proces prikupljanja kapitala investicione banke organizuju, zajedno sa svojim klijentima. Važnost ovog posla u budućnosti želimo predstaviti kroz prikupljanje i transfer kapitala ka regijama koje imaju veći privredni rast, odnosno ka ekonomijama u razvoju, kako bi se taj rast podržao, te da bi ,shodno tome, doveo do većeg ukupnog blagostanja.

Sekundarno tržište se pokazuje kao segment poslovanja u kojem se jasnije ogleda razlika u uspješnosti između investicionih banaka. To se prije svega odnosi na dilerske i špekulativne poslove. U tim poslovnim aktivnostima, investicione banke imaju slobodu da, na osnovu cjelokupnog znanja i iskustva instaliranog u banci, budu bolje od konkurencije, zarade više, te tako ostvare i bolju tržišnu poziciju. Kroz primjer jedne analize, željeli smo prikazati kako ljudski kapital, odnosno znanja i iskustva, mogu doprijeniti da poslovanje na sekundarnom tržištu bude što uspješnije.

Poslovne aktivnosti oko merdžera i akvizicija karakteriše složenost koja se ogleda kroz zahtjev za specifično znanje banaka o pojedinostima iz industrija u kojoj njeni klijenti posluju. Bitna odlika procesa konsolidacije je i partnerski odnos između banke i klijenata, jer samo na takav način se i može ostvariti sinergija i uspjeh. Ova poslovna aktivost investicione banke, osim što je važna zbog prihodne strane bilansa uspjeha, važna je i zbog cjelokupne privrede. Na osnovu uspješnog procesa konsolidacije, radna mjesta će biti sačuvana, a privreda u usponu. Dugi procesi pregovaranja i finansijskih analiza su, takođe, poslovi koje investicione banke obavljaju u procesu merdžera i akvizicija.

Kroz cjelokupan razvoj investicionog bankarstva, regulacija je imala važnu ulogu u kreiranju zakonskog okvira u kojem funkcioniše investiciono bankarstvo. Danas je uticaj zakonskih regulative posebno naglašen, jer nakon određenog perioda postepenih deregulacija, ponovo dolazi do veće regulacije. Svakako, to ometa investicione banke, ali su one kroz dosadašnji period pokazale prilagodljivost na sve, zakonski, postavljene ,,prepreke”. Investicione banke, shodno tome da prolaze kroz zakonske regulative vlasti i

posluju u zakonodavnom okviru koji im postave izvršni organi, postaju instrumenti za upravljanje finansijskom i ekonomskom politikom.

Imajući u vidu regulaciju, kao i nadolazeće promjene u vidu sve jače konkurencije, promjene u makroekonomskom okruženju, razvoj Interneta, smatramo da se investicione banke trebaju osloniti na vršenje onoga što smo definisali kao humana funkciju banaka, a to je vođenje računa o ukupnom privrednom razvoju. Ostvarivanje tog cilja, vodiće ka boljoj situaciji u privredi i ekonomiji, a samim tim i boljim uslovima za poslovanje banaka.

Procese upravljanja kapitalom smo istakli s apekta stvaranja blagostanja, odnosno stvaranja što boljih performansi sa kapitalom koji je dat na upravljanje investicionim bankama. Istakli smo i socijalni aspekt ove vrste posla kojim se bave i druge finansijske kompanije, zbog ne samo ekonomskih pokazatelja, već i demografske budućnosti. Upravljanjem aktivom treba da se obezbijede sigurniji prinosi, kako sa aspekta promocije (kroz privlačenje klijenata zbog performansi banke) tako i zbog sigurnosti u uloženi kapital.

Može se zaključiti da su investicione banke, kao inovatori, uticale na oblikovanje bankarstva, ali i cjelokupne privrede. Banke su u nekim oblastima poslovanja bile pioniri u pogledu inovativnosti i rješenja, te da su poslovne aktivnosti invesicionih banaka preuzimale i druge finansijske organizacije, što samo potvrđuje uspješnost investicionih banaka. Osim toga, svojom finansijskom strukturom, kao i specifičnom organizacijom i znanjem investicione banke ostaju prepoznate kao centri gdje će se i u budućnosti kreirati novi instrumenti za poboljšanje performansi ukupnog bankarskog sektora, a u cilju što boljeg zadovoljenja klijenata banke i pružanju mogućnosti ukupnom usponu privre

LITERATURA

1. Baum, Cristopher, Margarita Karpava, Dorothea Schäfe, and Stephan Andreas. 2014. *Credit rating agency downgrades and the Eurozone soverign debt crises.* Warsaw: National Bank of Poland.
2. Berslay, S. Brigham. 1999. *Principles of Financial*. Philadelphia: The Dryden Press.
3. Bogaert, Reymond, Kurgan Van Hentenryk, and Herman Van der Wee. 1994. *A History of European Banking*. Antwerp: Mercatorfonds.
4. Ćirović, Milutin. 2006. *Bankarstvo*. Beograd: ECPD.
5. Dabić, Stojan. 1995. ,,Finansijski instrumenti i njihovo regulisanje na finansijskom tržištu". *Zbornik Finansijska tržišta i njihovi zakoni*. Novi Sad.
6. DePamphilis, Donald. 2005. *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities, an Integreted Aporoach to Process, Tools, Casses and Solutions*. Los Angeles: College of Business Administration Layola Marymont.
7. Fabris, Nikola, Boris Kilibarda, Zorica Kalezić, i Mira Radunović. 2008. ,,Strane direktne investicije kao pokretač privrednog razvoja Crne Gore". *Radna studija br. 16.* Podgorica: Centralna banka Crne Gore
8. Ferguson, Nil. 2010. *Uspon novca*. Beograd: Plato.
9. Fleuriet, Michel. 2008. *Investment Bank Explained*. New York: The Mc – Graw Hill.
10. Hadžić, Miroljub. 2009. *Bankarstvo*. Beograd: Fakultet za finansijki menadžment i osiguranje.
11. Kothari, Vinold. 2006. *Securatization – The Financial Instrument of New Milenuim*. Singapore: John Wiley and Sons.
12. Lakić, Slobodan. 2009. ,,Finansijska kriza – debalans rizičnih profila". *Montenegrin Journal of Economics br.9*. Podgorica: Elit.
13. Liaw, Thomas. 2012. *The Bussines of Investment Banking*. New Jersey: John Wiley and Sons.
14. Mishkin, Frederic i Stanley Eakins. 2005. *Finansijska tržišta i institucije*. Zagreb: Mate.
15. Prins, Naomi. 2015. *All the Presidents Bankers: The Hidden Alliances that Drive American Power.* New Jersey: Nations Book.
16. Savjet Centralne banke. 2015. *Makroekonomski izvještaj Centralne banke Crne Gore za II kvartal 2015.* Podgorica: Centralna banka Crne Gore.
17. Skupština Crne Gore. 2011. ,,Zakon o investicionim fondovima". *Ustav Crne Gore.* Podgorica: Skupština Crne Gore.
18. Spasojević, Jana. 2013. ,,Kreditni derivati CDS, TRS, CSO, CLN i CDO". *Bankarstvo br. 6.* Beograd: Udruženje banaka Srbije.
19. Stowell, P. David. 2010. *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*. San Diego: Elsevier Inc.
20. Subić, Vera. 2009. ,,Proizvodi finansijskog inžinjeringa". *Bankarstvo br. 7/8.* Beograd: Udruženje banaka Srbije.

21. Swiss Finance Institute. 2015. „The Future of Investment Banking". *White Paper*. Zurich: Swiss Finance Istitute.
22. Vunjak, M. Nenad. 2013. *Investiciono i hipotekarno bankarstvo*. Subotica: Ekonomski fakultet.
23. Zabihollah, Rezae. 2011. *Financial Services Firms: Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions.* Memfis: University of Memfis.

Internet izvori:
www.bloombergview.com
www.co-mn.org
www.stok.about.com
www.bankar.me
www.federalreserve.com
www.investopedia.com
www.forbes.com
www.duke.edu
www.goldmansachs.com
www.hipotekarnabanka.com
www.jpmorgan.com
www.mashable.com
www.prvabankacg.com
www.sevenpillarsinstitute.com
www.thefinanser.co.uk
www.ubs-asb.com
www.wallstreetoasis.com