

*Доцент др Нада Тодоровић,
Правни факултет, Универзитет у Крагујевцу*

Инвестиционе банке на тржишту капитала

Инвестиционе банке имају водећу улогу међу посредницима на примарном тржишту капитала. Овакав значај инвестиционих банака произлази из чињенице да се ради о моћним финансијским институцијама које поседују знатан сопствени капитал, као и велики број стручњака, специјалиста за трансакције на примарном тржишту капитала, тако да су у стању да пружају драгоцену помоћ компанијама, приликом процене могућности пласмана вредносних папира на примарном тржишту капитала.

Шире посматрано, инвестиционе банке на развијеним тржиштима капитала имају следеће основне функције;¹⁾ саветодавну функцију, функцију преузимања ризика и функцију продаје прве емисије хартија од вредности.

Саветодавна функција своди се на процене укупног броја вредносних папира, који могу бити емитовани на примарним тржиштима и услова под којима ова емисија може бити обављена.

Следећа функција односи се на преузимање ризика (underwriting) у вези са конкретном емисијом вредносних папира и то у оним приликама када се, инвестициона банка налази у улози гаранта.

Продајна функција инвестиционе банке, односи се на промет емитованих хартија од вредности преко развијене продајне мреже, коју организују ове банке.

Ангажовање инвестиционе банке, као посредника од стране компанија, обавља се по одређеној цени, која иначе има карактер провизије. Наплата провизије у одређеном проценту од укупне продајне цене емитованог броја вредносних папи-

1. М. Ђировић, *Примарно тржиште капитала*, „Финансијска тржишта и њихови закони“, Financing centar, Нови Сад, 1995., стр. 38.

ра на примарном тржишту, представља економски интерес, односно профит инвестиционе банке, као учесника на примарном тржишту капитала. Остварени профит, у савременој економској литератури, зове се још и добит од потписивања емисије.²⁾

Инвестиционе банке су настале, развијале се и данас имају улогу градитеља (маркет мејкера) примарног тржишта капитала у САД. Зато ће улога ових учесника на примарном тржишту капитала, у наредним излагањима бити изучавана на анализи овог модела примарног тржишта капитала. Осамостаљивање, одвајање инвестиционих банака од комерцијалних, започело је у Сједињеним Америчким Државама доношењем Глас - Стигеловог закона о банкама (Glass-Steagall Act) из 1933. године. После великог слома финансијских тржишта, откривене су велике злоупотребе у индустрији хартија од вредности. Многе банке су банкротирале, чиме су наступили велики сломови на свим тржиштима. Када председник Френклин Рузвелт преузима власт, амерички Конгрес је усвојио став да би федерална власт морала да контролише индустрију вредносних папира на тржишту. Непосредно после тога, уследило је доношење поменутог законског акта, чија се суштина може састојати у следећем: комерцијалне банке могу да узимају депозите и да дају позајмице, док инвестиционе банке треба да буду укључене у куповину и продају вредносних папира.³⁾ Линија разграничења између комерцијалног и инвестиционог банкарства била је уочљива све до осамдесетих година, када су комерцијалне банке почеле да изигравају овај Закон и да се жестоко труде да га обору. Данас, на америчком тржишту капитала, комерцијалне банке могу да буду услуге посредништва по сниженим ценама, али су на примарном тржишту капитала, инвестиционе банке остале неприкосновене посредници између инвеститора и корисника капитала.

Поставља се питање како да компаније, којима недостаје капитал за инвестирање посредством банака које постоје у финансијском систему једне земље, дођу до капитала. Да би се обавила анализа инвестиционих банака као учесника на примарном тржишту капитала, неопходно је поћи од финансијске инфраструктуре у САД-у, у чијем финансијском систему егзистирају комерцијалне и инвестиционе банке. Ако сада претпоставимо да је једној компанији, која је у развоју, неопходан свеж капитал за нова постројења и проналаске. На први поглед, постоје две могућности. Прво је да позајми од неке комерцијалне банке новац. Уколико се одлучи за ову алтернативу онда ће компанија, којој је потребан капитал, на самом почетку бити суочена са извесним проблемима.

Пре свега, комерцијалне банке, без обзира на финансијски потенцијал којим располажу, често нису у стању да предузећима дају онолико новчаног капитала колико им је потребно за економску експанзију и у оним роковима које позајмљивачи желе (то су по правилу дужи рокови) и по одговарајућим, по могућности ни-

2. J.C. Van Horne, J. M. Wachowicz, „Fundamentals of financial management“, Prentice-Hall, New Jersey, 1995., стр. 526.

3. J. M. Dalton, „How the stock market works“, New York Institute of Finance, 1988., стр. 8.

жим каматним стопама. Често се догађа да банке позајмљиваче оптерећују високим каматама, које прелазе износ позајмице, због чега је овакав начин финансирања неповољан за предузећа.

Друга алтернатива која стоји на располагању компанији, којој недостаје капитал јесте његово прибављање преко инструмената и механизма тржишта капитала. Тада ступају на сцену инвестиционе банке, којима се компаније обраћају за помоћ и посредовање, јер су одлучиле да своје акције понуде тржишту. Инвестиционе банке као високо стручне и специјализоване финансијске институције су у контакту са хиљадама инвеститора и оне су у могућности да повежу ове потенцијалне инвеститоре са онима који издају вредносне папире, којима је, дакле, неопходан капитал.

Претпоставка је да у трочланој структури учесника коју чине: корисник, инвестициона банка и инвеститор, свако има реалну могућност да валоризује свој појединачни економски интерес. Потенцијални инвеститор купује акције које могу бити високог ризика, али зато могу и донети велику добит. Компанија која емитује акције долази до свежег капитала, а инвестициони банкар за своје стручно и високопрофесионално посредовање добија провизију, односно профит који произлази из разлике у цени.

Када компанија ангажује услуге инвестиционе банке приликом емисије и иницијалне јавне понуде хартија од вредности, онда она склапа уговор са инвестиционим банком. Тај потписани уговор се зове једноставно споразум.

Поред споразума у пракси се јавља “такмичарско потписивање” у коме се извештај број инвестиционих банака такмиче да оне спроводе организацију понуде. Надметање се одвија за понуде од стране СосаСол-а, ИВМ-а или Hollyday Inn-а.⁴⁾ Инвестициона банка за емитенте може обавити понуду са гаранцијом и без гаранције. Ако се од емитента откупе све хартије од вредности ради даље препродаје по вишој цени, реч је о гаранцији тј. традиционалном потписивању (*underwriting*). У овом случају инвестициона банка не узима никакву провизију за продају, већ једноставно остварује профит на разлици у цени (купује их од емитента по једној цени, а продаје их инвеститорској јавности по вишој цени). Зато се у литератури за овакву врсту продаје уз гаранцију може наћи израз потписивање с чврстом обавезом.⁵⁾

Из претходног излагања произилази закључак да инвестициона банка, која иначе гарантује продају прве емисије вредносних папира, има статус дилера јер преузима емисију за свој рачун и сноси ризик њеног пласмана.

Супротно овоме инвестициона банка може за емитенте обавити понуду без гаранције (*best efforts offering*) која је позната као понуда највећег домашаја (остварења). У овом случају ризик остаје код компаније која емитује вредносне папире, а инвестициони банкар узима провизију за све обављене продаје. Ако потенцијални инвеститори не изразе довољно интересовања за емитоване вредносне папире,

4. Исто, стр. 10.

5. J. C. Van Horne, J. M. Wachowicz, исто, стр. 527.

њихов издавалац има право да повуче целу емисију, под условом да је себи обезбеди право на “све или ништа”. Према томе, уколико инвестициона банка врши пласман емисије без гаранције, она наступа на примарном тржишту капитала у улози брокера и не сноси ризик пласмана емисије.

Но, када су у питању веће емисије хартија од вредности, онда у посредовању учествује више инвестиционих банака које формирају потписнички гаранцијски синдикат (*underwriting syndicate*). У грађењу синдиката појединачна инвестициона банка може имати три различите улоге.

Прва њена улога јесте да обједини, координира послове. У овом случају инвестициона банка има статус водећег менаџера.

Друго, инвестициона банка нема функцију обједињавања послова, али може откупити део акција намењених продаји и тиме придружити свој капитал. Онда се она зове једноставно, јемац.

На крају, ако не придружи капитал, већ се само ангажује у продаји, дистрибуцији вредносних папира, инвестициона банка је само члан продајне групе.⁶⁾

Анализа улоге инвестиционих банака показује колико је развијена и разграната мрежа финансијских посредника на примарном тржишту капитала у САД. Чланови синдиката инвестиционих банака по различитом основу деле добит, у зависности од ризика улагања капитала и уложене одговорности. Кључни учесник је инвестициона банка, која у оквиру своје опште функције посредовања обједињује неколико појединачних функција. У улози водећег менаџера, она је покретач емисије и руководи целом операцијом издавања хартија од вредности. При томе он формира две привремене групе: једну која представља синдикат потписника емисије (*underwriting syndicate*) и продајну групу (*selling group*).

Да би смо показали како и колико остварује зараду инвестициона банка као посредник што опредељује њен економски статус на тржишту капитала, послужићемо се једним примером:

Инвестициона банка А преузима понуду од милион акција и преузимајући одговорност као главни менаџер гради мали синдикат и продајну групу.

Она ће као посредник платити компанији акције по 9,50\$. При томе инвестициона банка рачуна да ће продати акције инвеститорима 10\$ по акцији. Значи разлика од 50 центи представља 5% зараде у овом послу. Инвестициона банка није сама у овом послу, јер поред ње постоје други чланови синдиката (друге инвестиционе банке и чланови продајне групе).

Зарада од 5% расподељује се између главног менаџера, чланова синдиката и продајне групе на следећи начин:

Главни менаџер добија 0,05\$ по акцији због уједињења посла.

Члан продајне групе добија надокнаду за ангажовање око продаје, односно дистрибуције акција у износу од 0,25\$ по акцији.

6. J. M. Dalton, исто, стр. 15.

Сваки члан синдиката (јемац), као компензацију за ризик због улагања капитала добија 0,20\$ по акцији.

Овде је интересантно запазити да имамо једног учесника инвестициону банку, која зависно од улоге коју има у конкретном послу пласмана емисије хартија од вредности, може имати различит економски статус.

Тако, ако главни менаџер инвестициона банка А у нашем примеру продаје акције и има улогу јемца, добија по акцији 50 центи. Ако је само члан продајне групе зарада јој је 25 центи. Инвестициона банка као јемац, без учешћа у продаји акција добија 20 центи по акцији. Члан синдиката (инвестициона банка), може бити јемац и продавати акције. У том случају остварује зараду од 45 центи.

Пођимо од претпоставке да продаја иде као у табели 2.3.⁷⁾

Табела 2.3. Продаја акција преко синдиката инвестиционих банака

| Инвестиционе банке | Број понуђених акција | Број акција за које се јемчи | Број продатих акција |
|---------------------------------|-----------------------|------------------------------|----------------------|
| Посредник А (главни менаџер) | 1.000,000 | 250,000 | 200,000 |
| Јемац Б | | 250,000 | 200,000 |
| Јемац Ц | | 250,000 | 200,000 |
| Јемац Д | | 250,000 | 200,000 |
| Продајна група А | | | 100,000 |
| Продајна група Б | | | 100,000 |
| | | 1.000,000 | 1.000,000 |

Из табеле се види да главни менаџер инвестициона банка А јемчи за 250,000 акција и продаје 200,000. У овом случају она зарађује: $250,000 \times (0,05 + 0,20)$ за јемство и $200,000 \times 0,25$, што износи 112,500 долара. Члан продајне групе Б продаје 100,000 акција и остварује зараду од 25,000 долара ($100,000\$ \times 0,25$).

На економски положај инвестиционих банкара као учесника на примарном тржишту капитала битно је утицала појава одложене регистрације као начина понуде хартија од вредности од стране компанија.

Наиме, према Правилу 415 Комисије (SEC-а), дозвољена је одложена регистрација која омогућава компанији да региструје извесну количину хартија од вредности, да их “одложи на полицу” а потом да их продаје у сукцесивним емисијама до две године.⁸⁾ Када се хартије продају са полице потребно је мало додатних папира. Где се у свему овоме налази инвестициона банка?

Кад су у питању одложене регистрације, данас само велике корпорације прибегавају њима и доводе инвестиционе банкаре у ситуацију да се међусобно надмећу, а резултат је конкуренција која води смањењу бруто добити од потписивања.

7. J. M. Dalton, исто, стр. 16.

8. J. C. Van Home, J. M. Wachowicz, исто, стр. 529.

Трендови који су присутни на савремено организованим примарним тржиштима капитала (примарно тржиште капитала у САД), указују на то да инвестициони банкарски остварују нижу профитабилност везану за одложено регистрацију у смањеној укупној профитабилности потписивања. Када је добит од потписивања емисије била велика, инвестиционе банке су се надметале у свим врстама бесплатних саветодавних услуга везаних за финансијску стратегију. Како је добит од потписивања емисија постојала мања, инвестиционе банкарске фирме су ускраћивале бесплатне услуге, што је тенденција и данас.

Поред положаја градитеља примарног тржишта капитала на појединим националним тржиштима капитала, инвестиционе банке постају и креатори међународног тржишта капитала. Деведесетих година у трговини хартијама од вредности доминирају велике инвестиционе банке, чија делатност је глобална, јер имају развијене мреже пословница широм света. Данас су распрострањени разни облици повезивања инвестиционих банака из различитих земаља, било међусобно било са банкама универзалног типа. Таква једна глобална инвестициона банка је CSFB (Credit Suisse First Boston) са мрежом од 35 пословница организованих географски по следећим подручјима (САД, Канада, Средња и Латинска Америка, Европа и Азија са Пацифичким регионом).⁹⁾ Поред глобалне инвестиционе банке CSFB, познате финансијске институције ове врсте на развијеним светским тржиштима капитала су: Morgan Stanley & Company, Merrill Lynch, Salomon Brothers Holding Company, Dean Witter Reynolds и sl.

Осим активности у којима је глобална инвестициона банка (CSFB) била саветодавац владама и привредним корпорацијама у поступцима приватизације, најзначајнија активност ове банке је на подручју трговине хартијама од вредности. Трговина вредносним папирима који доносе фиксни доходак премашује 100 милијарди долара дневно, што је сврстава у ред водећих финансијских институција ове врсте. По свом учешћу у емисијама евро-обвезница од преко 20 милијарди долара у својству водећег менаџера, CSFB је у 1994. години заузела друго место.¹⁰⁾ Значајна је активност ове банке на једном посебном сегменту тржишта капитала, а то је хипотекарно тржиште. Овде је реч о одобравању хипотекарних зајмова за финансирање непокретности и рефинансирању тих зајмова посредством тржишта капитала.

Општа тенденција данас у свету на плану развоја инвестиционог банкарства и учешћа овог сектора на тржишту капитала, иде у правцу тежње за остваривањем високих профита уз излагања већем ризику. Зато се инвестиционе банке данас више оријентишу на купопродајне операције са хартијама од вредности, које су далеко ризичније од класичног посредовања у својству агента (заступника). Ови учесници на тржишту капитала данас све више преферирају тржишта капитала која

9. Љ. Теслић-Надлачки, *Пословање глобалне инвестиционе банке Credit Suisse First Boston, Креатор међународног тржишта*, „Весник Инвестбанке“, септембар-октобар, 1996, стр. 48.

10. Исто, стр. 49-50.

тек настају (Латинска Америка, Азија, Русија, Средња и Источна Европа), јер она постају извор великих профита.

У почетној фази развоја ових тржишта капитала као посредници у примарној емисији дугорочних хартија од вредности могу се јавити комерцијалне банке, односно њихове посебне филијале, огранци. Даљим развојем примарног тржишта капитала (повећањем броја емитената и обима емисија, већим учешћем сектора привреде у примарној емисији у односу на државу), стварају се услови и неопходна потреба за постајањем специфичне, посредничке финансијске институције примарног тржишта капитала, инвестиционе банке.

Улога инвестиционе банке на југословенском примарном тржишту капитала је слична улози ових банака на развијеним тржиштима капитала, што је већ било разматрано. Према томе, инвестициона банка може уговором преузети на себе улогу потписника емисије. Због специфичности услова код нас, банка ће посебну пажњу посветити анализи стања емитента као и питању сигурности и подобности потенцијалних инвеститора у хартије од вредности чију емисију намерава да преузме.

Специфична би била улога инвестиционе банке у моделу продаје акција друштвеног капитала, који је предвиђен Законом о својинској трансформацији, за први и други круг приватизације.

У процесу приватизације банка би пружала техничку помоћ учесницима. За будуће акционаре банка би могла бити сервис за утврђивање права на акције по упису (бесплатне акције), а касније и на утврђивање права на куповину акција с попустом. На основу ових података инвестициона банка би имала представу о приватизацији фирми, чији је капитал већи од утврђених бесплатних права њених радника и пензионера, а које су као такве погодне за излазак на секундарно тржиште. Постојећи Закон о својинској трансформацији предвиђа могућност конверзије дуга у акције. Инвестициона банка би се могла тада на тржишту појавити као купац преко брокера уз дисконт потраживања правних лица, која по закону могу та потраживања да конвертују у акције код правних лица за која је банка заинтересована. Оваква потраживања банка би у номиналном износу конвертовала у акције тог правног лица уз попуст од 20% на терет друштвеног капитала.¹¹⁾ На овај начин инвестициона банка стиче акције којима може даље трговати на секундарном тржишту капитала, или их задржати ради управљања.

Тенденција је на развијеним светским финансијским тржиштима, да банкарски сектор све више преузима пословање хартијама од вредности и да послови инвестиционог банкарства потискују пословање комерцијалних банака и постају престижни. Наше финансијско тржиште, а у оквиру њега и тржиште капитала мора се укључивати у те токове и стварати одговарајуће услове за учешће инвестиционих банака на њему.

11. С. Дабић и В. Дабић, *Информациони системи у служби инвестиционог банкарства*, „Берза“ бр. 11, 12/1988., стр. 54-55.

На југословенском примарном тржишту капитала, постоји извесна превласт емисија јавноправних хартија од вредности. То су хартије од вредности чији су емитенти држава, републике чланице, општина и град. Примарне емисије ових хартија од вредности (дугорочних обвезница) више се код нас углавном ради финансирања буџетског дефицита. Трезор САД је највећи емитент дужничких хартија од вредности у свету и тржиште за ове хартије је изузетно ликвидно.¹²⁾ Инвестиционе банке активно учествују на аукцијама за ове хартије од вредности у својству примарних дилера. Пошто примарно тржиште за ове хартије од вредности постоји и код нас, инвестиционе банке могле би имати сличан статус. Наиме оне би прво, куповале јавноправне хартије од вредности на примарном тржишту под повољнијим условима, а онда их касније продавале заинтересованим инвеститорима и тако остваривале добит на разлици у цени.

Друга могућност за инвестициону банку је да задржи део хартија од вредности из примарне продаје и да се појави као активни дилер на секундарном тржишту капитала. Пошто код нас скоро да нема секундарног промета хартијама од вредности, ова друга улога инвестиционе банке је доведена у питање.

Закључак

Међу финансијским посредницима на примарном тржишту капитала посебно место припада инвестиционим банкама. Инвестиционе банке на развијеним тржиштима капитала имају следеће основне функције: саветодавну функцију, функцију преузимања ризика и функцију продаје прве емисије хартија од вредности.

Ангажовање инвестиционе банке као посредника од стране компаније емитента обавља се по одређеној цени, која има карактер провизије, а у савременој економској литератури се зове добит од потписивања емисије. Инвестиционе банке су настале, развијале се и данас имају улогу градитеља (маркет мејкера) примарног тржишта капитала у САД.

Поред положаја градитеља примарног тржишта капитала на појединим националним тржиштима капитала, инвестиционе банке постају и креатори међународног тржишта капитала.

12. В. Перовић, *Улога инвестиционих банака на тржишту јавноправних хартија од вредности*, „Берза“, бр. 1-1997., стр. 101.