

*Зоран Ж. Сандић,
дипл. ек., ревизор, савешник министра,
Министарство финансија и економије Републике Србије, Београд*

Оцена бонитета циљне фирме за инвестирање. Интерес продавца и купца

Дефиниција бонитета

Бонитет потиче од латинске речи *bonitas*, што означава доброту, ваљаност, унутрашњу вредност, а у трговини – платну способност и сигурност неког потраживања. Ову одредницу није потребно посебно објашњавати јер је јасна и обухватна. Додатни аспект бонитета се може уочити кроз *дефиницију кредитне способности* која наглашава да су кредитно способни – кредитно поуздани – они који су финансијски довољно стабилни да оправдавају одобравање кредита, што се у пракси назива прихватљив кредитни рејтинг.¹⁾

Бонитет у суштини садржи две једнако значајне компоненте и то: *формалну и материјалну*. Обе детерминанте чине фирму, односно ентитет сигурним дужником. За фирму и њене пословне резултате су заинтересовани: инвеститори, кредитори, добављачи, купци, запослени, менаџери, акционари, држава и многи други корисници финансијских информација које су садржане у финансијским исказима. Код нас се у научној и стручној литератури до сада наглашавао аспект заштите интереса кредитора (најчешће банака) за одобрене зајмове. То је и схватљиво, с обзиром на то, да скоро није било класичних облика инвестирања у виду куповина

1. Кредитни рејтинг или кредитни ранг је приказ свих кредитних линија какав се објављује у кредитним листама или извештајима куће Dun & Bradstreet из САД или неких других кредитних кућа.

фирми као у тржишно развијеним земљама. У наредним годинама, бонитет ће бити важан фактор при сваком поступку инвестирања како купцима – инвеститорима тако и продавцима дате фирме.

Анализа домаће и иностране научне и стручне литературе из области бонитета и инвестирања је указала на присуство већег броја домаћих модела бонитета који по својим карактеристикама не заостају за иностраним. Модел бонитета Пејић, Радовановић, Станишић [1991] указује да је примарно бонитет интерес зајмодавца, кредитора, екстерног финансијера изражен кроз бонитет његовог потраживања.²⁾ Модел јасно идентификује бонитет и кредитну способност као идентичне финансијске феномене. То је конзистентно са тумачењем модерне рачуноводствене и финансијске теорије и праксе у земљама са развијеном тржишном привредом.

Модел бонитета Љутић, Милојевић [1991] одређује бонитет као процену инхерентне и унутрашње вредности и садржаја финансијских информација. То је начињено у духу савремене америчке банкарске теорије и праксе.³⁾ Наведени концепт се фокусира на микрофинансијске информације. Посматрају се две равноправне компоненте-функционални и ликвидациони приступ. Могу се користити истовремено или појединачно у зависности од тога како потенцијални инвеститор сагледава будуће финансијске резултате датог предузећа (или банке)-циља свог инвестирања. У суштини је то за нас циљна фирма у коју ће се инвестирати.

Мотиви инвестирања

Постоји неоспорна чињеница да је у основи сваке куповине фирме жеља да се постигне одређени циљ. Постоје неекономски циљеви куповине фирми, затим непрофитни - бар на први поглед, али је најчешћи циљ да се куповином фирме оствари опипљива и уз то знатна економска корист-повећавање богатства. У том смислу треба схватити тезу да је тржишна вредност фирме, уствари њена финансијска кондиција, односно способност да у наредном периоду остварује одређену добит за власника. Пројекцијом очекиване добити за одређени низ година, уз упоређивање са тржишном профитном стопом, као и узимајући у обзир бонитет који поседује дата фирма, формира се њена цена на слободном тржишту. У пракси се показало, да већина потенцијалних купаца (али и продаваца), приликом формирања цене дате фирме, првенствено има на уму скок цена хартија од вредности дате фирме а тек онда остварење високе годишње дивиденде.

Цена је битна како за продавца тако и за купца. Дубља анализа указује да је главна компонента која утиче на формирање цене управо бонитет циљне фирме. Пођимо од претпоставке да дата фирма (која је свесна, али не мора бити, да ће би-

2. Пејић Л., Радовановић Р., Станишић М. (1991) *Оцена бонитета предузећа*. Београд: "Привредни преглед", 15, 20.

3. Љутић Ж.Б., Милојевић С.Д. (1991) "Финансијски коефицијенти са методологијом за оцену бонитета". Београд: Имаг.

ти циљ куповине) сада има високе профите, а очекује се да ће тако бити и у наредном периоду. Намеће се само по себи питање и делимичан одговор, шта ова чињеница представља за потенцијалног купца ако та фирма истовремено има и лош бонитет. Бонитет не представља само финансијску кондицију, већ свеукупну унутрашњу вредност-сигурност фирме, што су веома битни елементи минимизирања *инвестиционог ризика*. Значи да ће под нормалним условима фирма са већим бонитетом имати и већу цену. И обрнуто. Фирма са лошијим бонитетом постићи ће мању цену на тржишту.

Однос финансијских резултата и бонитета

Финансијски извештаји у виду биланса стања и биланса успеха садрже велики број корисних информација, које стучњацима из ове области омогућавају да сагледају финансијску кондицију фирме. Из биланса стања могу се добити подаци о имовини са којом располаже дата фирма (веома битна за правнике и судове), а која може послужити за наплату потраживања ако дође до крајње ситуације да фирма после куповине доживи пословни неуспех, односно после узимања кредита западне у тешкоће због којих не може да га врати. Из биланса успеха се, поред осталог, може закључити колико је дата фирма способна да сервисира своје садашње и будуће обавезе односно колики су јој профити. Комбинујући информације које долазе из ова два финансијска извештаја, инвеститор добија слику о финансијском стању дате фирме. Сигурно је да ће ова слика бити допуњена и неким другим елементима пре коначне одлуке (кеш флоу, и сл.), али је већ сама по себи јасна за доношење одлуке.

Посматрајући однос финансијских позиција и информација које чине бонитет фирме са једне стране, и профита са којим рачунају потенцијални инвеститори са друге, уочава се постојање три зоне и то:

Прва зона је она где финансијске позиције дате фирме (односно бонитет), показују да новчана средства која буду пласирана-инвестирана у ту фирму, као и очекивани принос, имају малу вероватноћу да ће се наплати. Нормално је очекивати да већина инвеститора неће хтети да уђе у овај посао, јер неће моћи лако да изађе из тог посла без сопствене штете. Изузетак су хазардери и неки криминалне радње у чему се рачуна на нелегалне начине наплате, тако да то није битно за ову анализу. Значи, без обзира на могући велики профит, неће доћи до куповине фирме.

Друга зона је она у којој информације појединих финансијских позиција и бонитет фирме, указују на висок степен ризика улагања у ту фирму. По принципу висок ризик – висок профит (али и обрнуто), поједини инвеститори ће пристати на улагање али под условом да остваре и велику зараду. Други инвеститори неће ни разматрати овакве информације, јер једноставно не улазе у ризичне финансијске аранжмане.

Трећа зона је она у којој се из финансијских позиција и бонитета директно одсликава сигурност инвеститору, да ће његов капитал бити добро уложен. Сигурно

је да је то ситуација коју већина инвеститора жели, али и тешко остварује јер је то елемент успеха и сигурности. Такође је јасно да ће због доброг бонитета (односно малог ризика) и цена таквог предузећа - посматрано кроз аспект заштите интереса продавца (циљне фирме) - бити најповољнија. Тако се, посматрајући ову зависност, може уочити да финансијске позиције односно бонитет, директно утичу на висину укалкулисаног профита инвеститора, односно цену дате фирме.

Фирма приликом прибављања екстерних извора финансирања одлучује да ли ће користити механизме класичног задуживања или ће прикупљати капитал емисијом акција на берзи или на ванберзанском тржишту. Том приликом, рачуна се са стопом приноса, која, по правилу, мора бити већа од цене позајмљених извора финансирања (позитиван ефекат финансијске полуге). Уколико фирма или банка не може да оствари већи принос од цене позајмљених средстава, она их једноставно неће ни прибављати још мање инвестирати.

Одређивање бонитета у нашем законодавству

У нашем законодавству, бонитет се одређује у Закону о платном промету.⁴⁾ У члану 37. овог закона, прописано је да Народна банка Југославије – Завод за обрачун и плаћање, даје податке о бонитету носилаца платног промета и учесника у платном промету. Такође је прописано да Народна банка Југославије – ЗОП прописују ближе услове и начин давања података о бонитету носилаца платног промета и учесника у њему. На основу ове одредбе Закона, донета је Одлука о ближим условима и начину давања података о бонитету носилаца платног промета и учесника у платном промету правних лица.⁵⁾

Такође треба навести и Одлуку о начину спровођења чл. 8., 9., 10а, 12., 15., 19е, 28., 29. и 59. Закона о банкама и другим финансијским организацијама.⁶⁾ У наведеној одлуци су, поред осталог, прописани:

I. Услови и критеријуми за оцену поднетих захтева за издавање дозвола за рад банака, других финансијских организација и афилијација. У том смислу траже се подаци неопходни за утврђивање бонитета оснивача. Прописано је да Народна банка Југославије утврђује бонитет домаћих оснивача чији је улог већи од 15% оснивачког капитала банке и свих страних оснивача, с тим што се утврђује бонитет оснивача који заједно улажу 50% оснивачког капитала банке. Ако улог ниједног домаћег оснивача не прелази 15% оснивачког капитала, утврђује се бонитет оснивача који заједно улажу преко 50% оснивачког капитала. При утврђивању бонитета, оснивачи се одређују према висини оснивачког улога. Под подацима неопходним за утврђивање бонитета домаћег правног лица подразумева се последњи годишњи обрачун, односно последњи периодични обрачун правног лица који садржи образац биланса стања и биланса успеха и који је оверила надлежна органи-

4. “Службени лист СРЈ”, бр. 24/98, 74/99 и 28/00.

5. “Службени лист СРЈ”, бр. 40/00 и 73/00.

6. “Службени лист СРЈ”, број 70/99.

зациона јединица Народне банке Југославије- Завода за обрачун и плаћања, као и други подаци из којих се може сагледати:

1) да ли је то правно лице већ оснивач неке друге банке или другог правног лица;

2) величина и структура трајног капитала правног лица и висина добити, утврђени на основу периодичног или годишњег обрачуна;

3) износ планираног оснивачког улога у банку у односу на разлику између трајних извора средстава и сталних средстава;

4) бонитет утврђен на основу категорије у коју је банка са којом правно лице послује класификовала своја потраживања према правном лицу са становишта наплативости;

5) друге околности значајне за оцену бонитета.

Под подацима неопходним за утврђивање бонитета домаћег физичког лица подразумевају се подаци из којих се може сагледати:

1) биографија физичког лица, која треба да садржи податке о досадашњем радном ангажовању тог лица, о томе да ли је осуђивано за кривична дела и привредне преступе и да ли је под истрагом;

2) имовинско стање физичког лица (непокретности, оснивачки улози у друге субјекте, ликвидна новчана средства и др.);

3) последње решење надлежног органа о утврђивању пореског задужења по свим основима;

4) друге околности значајне за оцену бонитета.

Под подацима неопходним за утврђивање бонитета страног лица подразумева се последњи извештај о ревизији пословања тог лица који је израдио овлашћени ревизор, кратак приказ његових пословних активности, назив и седиште банке са којом то лице послује и број његовог рачуна код те банке, односно биографија и подаци о имовинском стању физичког лица (штедни улози, непокретности, оснивачки улози или власништво над привредним субјектима, назив и седиште банке код које држи средства и број рачуна).

Народна банка Југославије оцењује бонитет страног лица на основу података из ове тачке, као и на основу података о бонитету које добије од својих страних кореспондената.

II. Такође, у овој одлуци су прописани и услови и критеријуми за оцену бонитета купаца који куповином акција стиче више од 15% оснивачког капитала банке, односно друге финансијске организације. Захтев из ове тачке мора да садржи проценат оснивачког капитала који купац стиче и по основу којег има право управљања.

Интересантно је навести да се у нашем законодавству придаје значај бонитету и у актима који регулишу класичне привредне теме, као што је случај са Правилником о садржају елабората о економској оправданости успостављања линије, бонитету домаћег превозника и о начину одређивања домаћег превозника за успостављање линије у међународном јавном превозу путника.⁷⁾ У њему се у члану 9.

прописује да део елабората који се односи на резултате пословања домаћег превозника садржи и податке о билансу стања и билансу успеха за претходну годину. Чланом 11. остављено је да Савезно министарство за саобраћај одређује бонитет домаћег превозника зависно од:

- уредности у извршењу законских обавеза;
- уредности и сталности одржавања већ успостављене линије у погледу поштовања реда вожње, ценовника и итинерера;
- квалитета и капацитета аутобуса;
- организације и квалитета пружања услуге у току превоза;
- кажњаваности од стране надлежних органа у СР Југославији и иностранству за повреду одредаба Закона о међународном превозу у друмском саобраћају, односно за повреду одредаба међународних уговора у области међународног превоза путника у друмском саобраћају;
- резултата пословања;
- дужине обављања међународног превоза; и
- међународног угледа и чланства у међународним организацијама.

Кад Савезно министарство за саобраћај утврди потребу за успостављање линија на основу бонитета, одредиће домаће превознике који ће те линије одржавати. Чланом 13. овог правилника прописано је, поред осталог, да при одређивању домаћег превозника који ће одржавати линију предност има онај домаћи превозник који има већи бонитет.

На основу претходне анализе, може се закључити да се у актима нашег законодавства појму бонитета прилазило са дужном пажњом. Овом приликом, истраживање је било ограничено само на оне акте где се дословце користио овај термин. Има и других аката у којима се користе неки други термини, али је очигледно да они садрже елементе који сачињавају појам класичног бонитета.

Инвестициони ризици и наше законодавство

Процес инвестирања је веома сложен са собом носи велику групу различитих ризика. За потребе ове анализе, најприменија је класификација ризика која је наведена у Уредби о начину утврђивања вредности капитала.⁸⁾ Наведена уредба донета је на основу члана 3. став 4. Закона о својинској трансформацији.⁹⁾ У тој уредби се оперише са појмом *дисконџине стипије* која одговара изабраном новчаном току. У примени новчаног тока пре сервисирања дугова, дисконтна стопа се израчунава као пондерисани просек цене сопственог капитала и цене позајмљених извора.

У примени новчаног тока после сервисирања дугова, дисконтна стопа репрезентује цену сопственог капитала.

7. "Службени лист СРЈ", број 19/00.

8. "Службени гласник РС", број 43/97.

9. "Службени гласник РС", број 32/97.

Дисконтна стопа као цена сопственог капитала обухвата:

- 1) стопе без ризика;
- 2) стопе ризика улагања у предузеће чији се капитал процењује;
- 3) стопе ризика улагања у Савезну Републику Југославију.

1) Стопа без ризика репрезентује неризично, сигурно улагање и не може бити мања од 3,5 одсто, нити већа од шест одсто.

2) Стопа ризика улагања у предузеће репрезентује ниво ризичности улагања конкретног предузећа чији се капитал процењује. За одређивање ове стопе ризика врши се анализа:

- 2.1) величине предузећа;
- 2.2) менаџмент потенцијала, производног портфолија и организационе и кадровске оспособљености;
- 2.3) финансијског положаја;
- 2.4) производне и географске диверсификације и потенцијала продаје;
- 2.5) диверсификације купаца;
- 2.6) могућности предвиђања.

Наведени специфични нивои ризика предузећа могу се максимално квантификовати са по три одсто. Максимални ризик улагања у конкретно предузеће чији се капитал процењује - циљна фирма - не може бити већи од 18 одсто.

Ризик улагања у Савезну Републику Југославију обухвата три нивоа ризика:

- 1) ризици у вези са средствима;
- 2) ризици пословног окружења;
- 3) финансијски ризици.

Цена позајмљених извора финансирања одређена је реалном каматном стопом за коришћење дугорочних инокредита. Дирекција за процену вредности капитала Републике Србије једном месечно објављује висину стопе без ризика као и висину стопе ризика улагања у Савезну Републику Југославију.

Модалитети заштите инвеститора у нашем законодавству

Анализа законодавних решења, подзаконских аката и пратећих прописа и уредби, бар према нашем увиду, није експлицитно указала на неки пропис који индивидуално пружа заштиту инвеститорима. То је на неки начин и разумљиво, с обзиром на то да држава великим бројем својих аката уређује облигационе и друге односе на основу којих је, у одређеној мери, и уређена област заштите инвеститора. У законодавној регулативи недостаје заштита инвеститора од неких фактора ризика, који су под контролом државе, као што је политичка или социјална стабилност. Механизми додатне економске заштите инвеститора од ризика који потичу из групе класичних пословних ризика су нешто што држава не би требала да гарантује, јер ову врсту ризика морају инвеститори сами да прихвате. То се у пракси најчешће ради путем осигурања или уласком у заједнично финансирање већег броја инвеститора (пулови, синдикати, конзорцијуми, и сл.).

Свесна значаја инвестирања, Влада Републике Србије је донела Одлуку о образовању комисије за подстицање улагања у привреду Републике Србије.¹⁰⁾ Наведеном одлуком образује се комисија са задацима: анализе стања привреде и искустава улагача у привреду Републике Србије, упоредних искустава земаља и улагача у региону и могућности за улагање у привреду Републике Србије; предлагање стратегије и мера за отклањање препрека за улагање у привреду; утврђивање компаративних предности привреде Републике Србије; предлагање стратегије и мера за подстицање улагања и предлагање приоритетних привредних грана и региона за привлачење улагача; праћење реализације предложених мера; формирање базе података о пројектима за улагање; обезбеђивање медијске подршке и унапређење сарадње државних органа и организација у области подстицања улагања у привреду Републике Србије.

Прегледом задатака ове комисије, сагледава се да је фокус њеног истраживања – макро ниво. Дакле, ни овим актом се не уређује конкретни модалитети и механизми заштите инвеститора. Међутим, предложеном анализом стања и мера јасно ће се створити услови који ће инвеститорима обезбедити одређени степен заштите, која сама по себи представља повољну инвестициону климу. Овакви услови, уређени на економским основама, омогућиће и развој концепције бонитета као и оцену бонитета циљне фирме за инвестирање.

Одабране референце

1. Intermex (1998, 2001) *Индок Вер. 3.0*. Београд: Intermex, д.о.о.
2. Љутић Б.Ж. (1999) "Инвестиције. Основе берзанског и банкарског пословања", Београд: Магистар бизнис администрације–МБА Пресс.
3. "Право и привреда", Београд: Удружење правника у привреди СР Југославије, Бр. 5-8/2001.
4. Васиљевић М. (1992) *Трговинско право*, "Привредно право", Београд: АБЦ Глас.
5. Васиљевић М. (2001) "Пословно право", Београд: Удружење правника у привреди Југославије.

10. "Службени гласник РС", број 14/2002.