Snežana Krstić¹
Milan Mihajlović²
Irena Milojević³

UDC 336.761/.763
Stručni rad
Primljen: 06. 04. 2020.
Prihvaćen: 10. 06. 2020.

INVESTICIONO BANKARSTVO I TRŽIŠTE HARTIJA OD VREDNOSTI

REZIME: Sve veći broj analiza pruža dokaze kojima se potvrđuje da efikasni finansijski sistemi pospešuju dugoročan ekonomski rast tako što, za razliku od neefikasnih sistema, obezbeđuju alokaciju finansijskih sredstava u produktivnije investicije. Zahvaljujući tome, intenziviraju se zahtevi za reformama finansijskog sektora kako bi se povećala njegova efikasnost i na taj način promovisao ekonomski napredak. Stabilni i efikasni bankarski sistemi predstavljaju važnu komponentu jednog finansijskog sistema. Sa smanjenjem efikasnosti bankarskog ili čitavog finansijskog sistema jedne zemlje, smanjuje se mogućnost raspodele sredstava za produktivne investicije. Cilj rada je da ukaže na značaj i mogućnosti investicionog bankarstva u savremenim uslovima funkcionisanja tržišta kapitala.

KLJUČNE REČI: bankarstvo, bankarski sistem, tržište kapitala, hartije od vrednosti, investicije

¹ Vanredni profesor, Vojna akademija, Univerzitet odbrane, Pavla Jurišića Šturma 33, Beograd, e-mail: snezana.krstic17@gmail.com.

² Naučni saradnik, Vojna akademija, Univerzitet odbrane, Pavla Jurišića Šturma 33, Beograd, e-mail: milan.mih83@gmail.com..

³ Univerzitet za poslovne studije, Jovana Dučića 23a, Banja Luka, BiH.

1. Uvod

U savremenoj teoriji pravi se standardna podela bankarskih sistema prema načinu organizovanja, odnosno mogućnosti istovremenog obavljanja klasičnih bankarskih poslova i poslova sa hartijama od vrednosti na univerzalno i specijalizovano bankarstvo. U okviru specijalizovanog bankarstva pravi se podela na komercijalno i investiciono bankarstvo. Specijalizovano bankarstvo označava sistem u kome se poslovi komercijalizovanih i investicionih banaka ne mogu vršiti bilo u okviru istog entiteta ili međusobno povezanih entiteta, odnosno mogu se vršiti u okviru povezanih lica. U zemljama koje su u potpunosti prihvatile ovaj sistem podele, pojmovi komercijalnog i investicionog bankarstva su ostali u upotrebi i služe sve više da označe vrstu poslova za koju se određena banka specijalizovala (Marjanović i dr., 2017).

Pod investicionom bankom se najčešće podrazumeva finansijski posrednik na tržištima kapitala, koji obavlja funkcije marketinga i prometa državnim i korporativnim hartijama od vrednosti.

Robert Kun poznaje čak četiri definicije investicionog bankarstva (Kuhn, 1990). Najšira definicija uključuje sve aktivnosti koje pružaju firme sa Volstrita – od preuzimanja i plasiranja hartija od vrednosti kompanija na domaćem i međunarodnom tržištu hartija od vrednosti do pružanja svih finansijskih usluga, kao što su osiguranje i usluge posredovanja kod prodaje nekretnina. Druga definicija obuhvata sve aktivnosti na tržištu hartija od vrednosti do spajanja i preuzimanja kompanija, upravljanja fondovima i sl. Naredna definicija pod investicionim bankarstvom podrazumeva poslove preuzimanja i plasiranja hartija od vrednosti, merđžere i akvizije, a ne podrazumeva venture kapital, upravljanje fondovima, upravljanje rizikom. U najširem kontekstu, investiciono bankarstvo obuhvata tradicionalne funkcije, kao što su: preuzimanje i plasiranje hartija od vrednosti i pružanje brokerskih i dilerskih usluga na sekundarnom tržištu.

Očigledno, investicione banke pružaju mnogobrojne posredničke usluge svojim klijentima tako da od obuhvata zavisi i širina definicije. Širini definicije doprineo je zapravo, pored velikog broja poslova, i niz faktora, kao što su (Jolović, 2019): dalji razvoj finansijske teorije, brzi

razvoj tehnologija (telekomunikacije, informatička tehnologija), zaoštavanje konkurencije, velika osetljivost na promene cena i sl. Ipak, najčešći i klasični poslovi koje obavljaju investicione banke su (Akiyoshi, 2019):

- organizovanje emisija hartija od vrednosti;
- otkup i distribucija hartija od vrednosti;
- trgovina hartijama od vrednosti;
- restrukturiranje preduzeća;
- promena vlasničke strukture preduzeća;
- konsultantske usluge i sl.

Investicione banke se, kao posrednici, najčešće angažuju u vezi sa primarnom emisijom akcija i obveznica preduzeća. Njihovo angažovanje podrazumeva savetodavno, konsalting delovanje, registraciju emisije, njenu garanciju i potom animiranje tržišta (market marketing). Na osnovu kretanja na primarnom i sekundarnom tržištu kapitala, investicione banke upućuju preduzeća i zainteresovane potencijalne emitente koje hartije od vrednosti i u kom trenutku da emituju. One zatim mogu i da organizuju i realizuju samu emisiju.

Banka može da preuzme i otkupi celokupnu emisiju u cilju dalje prodaje po višoj ceni i tada ona pruža garanciju tj. vrši potpisivanje (*underwriting*). U tom slučaju, banka ima ulogu dilera, jer preuzima emisiju i za svoj račun vrši dalju prodaju, čime preuzima celokupan rizik prodaje emisije. Kada je reč o većim emisijama, za te svrhe se formira sindikat potpisnika koji može da čini više investicionih banaka (*underwriting syndicate*), a koji garantuje prodaju određene emisije i organizuje prodajnu mrežu.

Investiciona banka može pak da se javi samo u ulozi brokera kada kao posrednik nudi i obavlja plasman emisije za račun emitenta, bez preuzimanja rizika prodaje. Zbog prirode delatnosti, pasiva investicionih banaka je oformljena od sopstvenog kapitala, a aktivu čine plasmani na tržištu kapitala. Zato ove banke imaju vodeću ulogu na tržištu kapitala, čiji su najmoćniji učesnici.

2. Istorijski i institucionalni aspekt investicionog bankarstva

Istorijski posmatrano, ubrzana industrijalizacija i rast trgovine na nacionalnom i međunarodnom planu doveli su do pojave investicionog bankarstva. Tražnja za dugoročnim kapitalom dovela je do formiranja investicionih banaka. Veliki, kapitalno intenzivni projekti, kao što su izgradnja železnice, podizanje brana, čeličana i slično, stimulisali su krajem prošlog veka tražnju za dugoročnim kapitalom. Korporacije su u to vreme vršile direktnu emisiju hartija od vrednosti, vez posredovanja finansijskih institucija. Međutim, vremenom se formiraju mnoge firme koje deluju kao berzanski posrednici između investitora, koji su bili imaooci kapitala, i kompanija, kojima je on bio potreban. Smatra se da je prva investiciona banka bila firma iz Čikaga osnovana 1880. godine, vlasništvo Harisa i Forbsa. Već 1901. godine „J. P. Morgan and Co“ organizovala je udruženje koje je prikupilo 1,5 milijardi dolara radi integrisanja velikog broja individualnih proizvođača čelika u korporaciju „United Steel Corporation“.

Investiciono bankarstvo se intenzivno razvija, naročito na području SAD, sve do velikog sloma i kraha berze 1929. godine. Poslovi investicionog bankarstva obavljali su se u okviru i uporedo sa komercijalnim bankarskim poslovima. Osnovna karakteristika tog perioda bila je neregularnost. Posle velikog sloma berze doneti su zakoni koji su regulisali oblast finansijskih tržišta. Tako su 1933. u SAD doneti Zakon o hartijama od vrednosti i Zakon o bankama (*Glass-Steagall Act*). Ovim zakonima je razdvojeno investiciono od komercijalnog bankarstva. Godinu dana kasnije, 1934. godine, zakonska regulativa je dopunjena donošenjem Zakona o berzama.

Period od 1933. do 1970. godine omogućio je brz i stabilan razvoj investicionih banaka. Precizna zakonska regulativa, razgraničenje poslova komercijalnog i investicionog bankarstva uz stabilan razvoj svetske privrede, koji karakterišu jak dolar, niska inflacija i kamate, omogućili su razmah i širenje poslova u ovoj oblasti bankarske industrije. Međutim, sedamdesetih godina, naročito posle velike naftne krize, svetska privreda poprima recesivne tokove što dovodi do nestabilnosti kamatnih stopa i rasta inflacije (Ilić, 2019). Zaoštravanje konkurencije se osetilo i u ovoj oblasti kroz prodor institucionalnih investitora i ko-

mercijalnih banaka. Naime, donošenjem nekih novih zakonskih akata omogućeno je i drugim učesnicima na finansijskom tržištu da se bave poslovima sa hartijama od vrednosti. Pomenuti liberalizam, deregulacija i despecijalizacija učinili su svetska finansijska tržišta veoma osetljivim. U borbi za nove klijente, i komercijalne i investicione banke su pored klasičnih poslova počele da se bave i pružanjem usluga kao što su upravljanje aktivom i pasivom (*asset liability management*), upravljanje rizikom hedžing (*risk management*) i upravljanje likvidnošću (*liquidity management*).

Finansijske institucije, pa i investicione banke, pored borbe da povećaju broj klijenata, danas moraju da usavršavaju i finansijski proizvod koji nude. Zato su inovacije na području finansijskog inženjeringa ključni činilac njihovog razvoja i opstanka (Vives, 2019).

3. Funkcionalna i organizaciona struktura investicionih banaka

Investicione banke, kao specijalizovane banke za plasman hartija od vrednosti, mogu se sistematizovati u dvanaest kategorija (Kuhn, 1990: 43–44):

- 1) javna ponuda obveznica i vlasničkih hartija od vrednosti;
- 2) javni promet obveznica i vlasničkih hartija od vrednosti;
- 3) privatni plasman obveznica i vlasničkih hartija od vrednosti;
- 4) integracija i sticanje kontrolnog paketa akcija i slične operacije;
- 5) trgovačko bankarstvo (ulaže i rizikuje sopstveni kapital);
- 6) finansijski konsalting i mišljenja o realnosti operacija;
- 7) naplata i obezbeđenje potraživanja;
- 8) upravljanje rizikom;
- 9) istraživanje mogućnosti plasmana i analiza njihove sigurnosti;
- 10) međunarodni poslovi investicionih banaka;
- 11) upravljanje novčanim sredstvima (za potrebe penzionih fondova) i
- 12) plasman kapitala sa rizikom (ventura kapital).

Investicione banke (ili berzanske firme) obavljaju sledeće tri funkcije: emisiju, brokersko-dilersku i finansijsko prestrukturiranje većih kompanija.

Investicione banke pružaju podršku kompanijama da realizuju emisiju akcija i obveznica na primarnom tržištu kapitala, pri čemu im pružaju ne samo konsultantske usluge, već daju i garancije da će određeni obim emisije biti plasiran po unapred utvrđenim uslovima. Investicione banke obavljaju brokerske i dilerske transakcije na sekundarnom tržištu kapitala. U svojstvu brokera, investicione banke vrše posredničke funkcije, dok kao dileri obavljaju transakcije u svoje ime i za svoj račun uz preuzimanje odgovarajućeg finansijskog rizika. Prema tome, investicione banke obavljaju dilersko-brokerske transakcije na sekundarnom tržištu kapitala na kojem dolazi do kupoprodaje ranije emitovanih hartija od vrednosti. Merčent banke (investivne banke) bave se finansijskim prestrukturiranjem većih firmi, što uključuje obezbeđenje sredstava za privremeno finansiranje i ekspertska znanja u vezi sa procenjivanjem kompanija koje treba da budu prestrukturirane (Ćirović, 1995).

U literaturi se može naći podela funkcionalnih područja investicionog bankarstva na aktivnosti koje stvaraju prihod i aktivnosti podrške.

Aktivnosti koje stvaraju prihod obuhvataju: primarno tržište (akcije kompanije i javnopravne hartije od vrednosti); sekundarno tržište (dilerske i brokerske aktivnosti); trgovanje (špekulacija i arbitraž); restrukturiranje kompanija (ekspanzija, kontrakcija i vlasništvo); finansijski inženjering i druge aktivnosti (investicione, menadžment, savetodavne usluge, merčent bankarstvo, konsalting i ventura kapital). Aktivnosti područja uključuju: kliring usluge, istraživanje, interno finansiranje i informacione usluge (Perović, 1997).

Za klasifikaciju investicionih banaka koriste se dva osnovna kriterijuma:

- relativni rang (veličina, reputacija, stručnost menadžmenta, tržišna eksponiranost i klijenti) i
- funkcije koje banka pruža ili su dominantne.

Investicione bankarske firme u SAD se grupišu u sledeće skupove:

- najveće (*bulge bracket*) koje čine: *Golden Sachs and Co*; *Merril Lunch*, *Saloman Brothers Inc.* i dr.,
- glavne (*major bracket*) koje su, takođe, velike investicione banke koje nemaju isti status kao gore navedene, ali nude sve finansijske usluge. U ovu kategoriju spadaju: *Bear Starns and Co*; *Smith Barney*; *Kiddeer Peobody*; *Paine Welber* i dr.,
- sporedne (*submajor*) uglavnom čine kompanije iz Njujorka koje su usmerene određenom segmentu investitora i manjim kompanijama;
- regionalne (*regionals*) su slične prethodnim, ali se nalaze van Njujorka i pružaju usluge lokalnim kompanijama i
- butici (*boutiques*) tj. firme koje se specijalizuju za jednu glavnu aktivnost i nekoliko sporednih, zbog čega ih nazivaju specijalizovanim prodavnicama (Perović, 1997: 23).

Ne postoji tipična organizaciona struktura investicione banke, već se ona može oformiti na tri načina:

1. ortakluk (*Goldman Sachs*)
2. konglomeratska jedinica (*Solomon Brothers*)
3. akcionarsko društvo (*Merril Lynch*).

U Japanu su glavne investicione kuće popularno nazvane „Velika četvorka“ – *Nomura*, *Daiwa*, *Yamaishi* i *Nikko*.

4. Aktivnost investicionih banaka na tržištu kapitala

Investicione banke vrše veliki broj različitih funkcija u vezi sa prometom hartija od vrednosti. Aktivnosti savremenih investicionih banaka neposredno se izvode iz mesta i uloge koje imaju na tržištu kapitala, odnosno hartija od vrednosti. Osnovne aktivnosti koje se obavljaju na tržištima hartija od vrednosti mogu se klasifikovati u pet kategorija (Filipović, 1992: 40–41):

- poslovi upisa i distribucije;
- poslovi market makersa;
- poslovi brokersko-dilerski;
- poravnanje;
- poslovi upravljanja investicijama i
- saveti.

Najvažniji finansijski posrednici na tržištima hartija od vrednosti su investicione banke, brokersko-dilerske kuće, komercijalne i „merc-hant“ (trgovinske) banke i „trust“ kompanije. Od svih učesnika, jedino investicione banke obavljaju finansijske aktivnosti iz svih pet kategorija.

4.1. Uloga investicionih banaka na primarnom tržištu hartija od vrednosti

Funkcija prema kojoj se najčešće identifikuju investicione banke jeste upis hartija od vrednosti i njihova distribucija. Investicione banke, po principu trgovine na veliko, otkupljuju emisiju a zatim je rasprodaju. Delujući kao prodavac, ona angažuje svoj kapital i svoje kratkoročne kreditne linije. Na osnovu toga se njihova kompleksna funkcija može podeliti na (Perović, 1997: 35):

- funkciju pokretanja emisije (uključuje razvoj i registraciju emisija hartija od vrednosti);
- preuzimanje emisije (uključuje otkup cele emisije hartija od vrednosti emitenta od strane konzorcijuma banaka);
- plasiranje ili distribuciju emisije, što uključuje finalnu prodaju hartija od vrednosti širokoj publici.

Otkup i potpisivanje emisije drugih emitenata podrazumeva preduzimanje emisije drugih pravnih lica od strane investicionih banaka radi dalje prodaje. Prema tome, poslovi potpisivanja se sastoje iz funkcije iniciranja emisije hartija od vrednosti i funkcije prodaje hartija od vrednosti investitorima.

Sa stanovišta pravnog kapaciteta, investiciona banka će plasman emisije hartija od vrednosti komitenta vršiti u svojstvu *principal* ili agenta, uz odgovarajuće preuzimanje odgovornosti za uspeh emisije koja proizilazi iz jednog od ova dva oblika angažovanja.

Kao *principal*, u svoje ime i za račun izdavaoca će preuzeti finansijsku odgovornost za njenu prodaju investitorima (engl. *Firm Commitment*). Drugim rečima, ona će u ovom slučaju delovati kao garant uspešnosti emisije (engl. *Underwriter*). Investicione banke su specijalizovane u preuzimanju (engl. *securities underwriting*), što podrazumeva da investiciona banka stvarno kupuje nove hartije od vrednosti ponuđene od strane emitenta i distribuiranih drugim dilerima i kupcima. Investiciona banka ostvaruje profit iz razlike između cene koju je platila emitentu i stvarne (više) cene koju je ostvarila prodajom hartija od vrednosti.

Ukoliko bude prodata cela emisija, banka će preneti njenu protivvrednost komitentu – izdavaocu. Ukoliko ne bude prodata cela emisija, banka će zadržati neprodane hartije od vrednosti radi dalje sopstvene prodaje, ali će platiti emitentu punu ugovorenu cenu.

Za preuzetu obavezu garantovanja uspešnosti emisije, banka će naplaćivati veći iznos provizije nego u slučaju da emisiju plasira kao agent. Kao agent (u ime i za račun izdavaoca), banka će preuzeti obavezu da proda samo onaj deo emisije koliko to realno može da učini (engl. *Best Efforts*). Ona ne preuzima nikakvu materijalnu (finansijsku) odgovornost za deo emitovanih hartija od vrednosti koje ne uspe da proda, ali je prilikom prodaje dužna da postupa po načelu savesnosti. Prema tome, mogući su aranžmani u kojima se investiciona banka pojavljuje u ulozi agenta za firmu emitenta. Emitent koji plaća u investicionoj banci pojavljuje se u ulozi agenta za firmu emitenta. Ovakav aranžman, koji se zove *najbolje nastojanje* (engl. *best efforts deal*), podrazumeva da investiciona banka može da kupi hartije emitenata, ali nije obavezna da to učini. Ovakvi aranžmani pokazuju tendenciju rasta kada su hartije od vrednosti emitenta sklone visokom riziku.

U uslovnom aranžmanu (engl. *standby – Commitment underwriting*), investiciona banka ostvaruje proviziju za pomoć emitentu da proda hartije od vrednosti i saglasnost da kupi hartije od vrednosti koje preostanu posle inicijalne prodaje. U tom slučaju, investiciona banka traži kupce za neprodane hartije od vrednosti (Miler & Van Hoose, 1997).

Pri emisiji vrednosnih papira, kompanija učestvuje sa četiri vrste transaktora:

- kompanija – emitent;
- investiciona banka;
- investitori i
- državna komisija za vrednosne papire.

Neposredni učesnici pri emisiji su kompanije – emitenti i investitori (individualni i institucionalni). Posrednička uloga pripada investicionim bankama, pri čemu u američkom sistemu postoji stroga podela između investicionih i komercijalnih banaka, i nemačkom modelu gde univerzalne banke obavljaju i poslove u vezi sa hartijama od vrednosti. Državna komisija za vrednosne papire proverava bonitet vrednostih papira i da li kompanija ispunjava uslove da njihovi papiri budu predmet transakcija na tržištu.

Izdavalac hartija od vrednosti plasiraće emisiju preko banke koju bira na osnovu prethodnog iskustva ili na bazi javnog poziva zainteresovanim bankama da ponude svoje uslove plasiranja. Ukoliko se koristi ovom drugom metodom, prilikom izbora banke investitor polazi od konkurentnosti ponude, odnosno izabraće banku (sindikata banaka) koja pruža najniži neto kamatni trošak, ako je reč o emisiji dužničkih hartija od vrednosti. Investiciona banka je efikasna samo ukoliko je poslednje dve ili tri emisije hartija od vrednosti koje je organizovala uspešno i realizovala.

Korporacije (emitenti) koje pribavljaju kapital uz pomoć investicionih banaka ostvaruju sledeće prednosti (Perović, 1997: 35):

- manji troškovi pribavljanja kapitala;
- brže dolaženje do potrebnog kapitala po emisiji hartija od vrednosti;
- šira distribucija i brža realizacija hartija od vrednosti;
- stručna pomoć i saveti u vezi sa izborom vrste hartija od vrednosti, uslovima i finansijskim tehnikama emisije i sl.;
- pružanje određene finansijske pomoći u kriznim situacijama.

Ukoliko više banaka učestvuje u plasmanu emisije, one će na poziv banke koja je sklopila ugovor sa izdavaocem ili koja ponudi plasman izdavaocu u ime sindikata banaka zaključiti ugovor na osnovu koga će preuzeti obavezu zajedničkog plasmana emisije ili zajedničkog garantovanja uspešnosti plasmana. One, dakle, dele rizik plasmana.

Ugovorom između banaka formira se sindikat (konzorcijum) za plasman emisije na čelu sa bankom gestorom (vodeći menadžer, engl. *Lead manager*) koji precizno utvrđuje odnose između članova sindikata polazeći od obima učešća svakog od njih u plasmanu emisije. Ugovorom o sindiciranju emisije predviđaju se učešće svakog člana sindikata u plasmanu, način i obim učešća u ostvarenoj razlici između cene po kojoj je hartija kupljena od emitenta i cene po kojoj se prodaje (*Sppread diskont*), međusobni odnosi u okviru konzorcijuma, prava i dužnosti banke gestora i dr.

Osnovu za ugovor o sindiciranju predstavlja ugovor o nalogu/komisionu između izdavaoca i banke gestora.

Vodeći menadžer imenuje grupu za prodaju emisije (engl. *Selling group*) koju čine banke, odnosno dileri koji će delovati kao agenti sindikata. Svakom članu grupe za prodaju alocira se deo emisije. Iako su članovi grupe za prodaju obavezni da poštuju uslove ugovora koji je vodeći menadžer zaključio sa emitentom, oni ne preuzimaju nikakvu materijalnu (finansijsku) odgovornost u odnosu na izdavaoca. Stoga oni nemaju pravo na deobu dela diskonta, već im se odobrava marža čija visina zavisi od okolnosti plasmana hartija od vrednosti. Vodeći menadžer zadržava deo emisije (u praksi razvijenih zemalja oko 25% emisije) radi neposredne prodaje komitentima od strane članova sindikata. Na taj način će, pored učešća u diskontu, učestvovati i u marži po osnovu prodatih hartija, što svakako podiže njihovu zainteresovanost za uspeh emisije.

Članovi sindikata, ali i članovi grupe za prodaju dužni su da neposredno posle efektivnog datuma plasmana (najduže do 3 nedelje) utiču na održavanje utvrđene cene hartija od vrednosti. Oni će to učiniti kupovinom, odnosno prodajom hartija po utvrđenoj ceni, kao i zahtevom da se svi kupci kojima se prodaju hartije uzdrže od prodaje hartija u periodu stabilizacije tržišta.

Na kraju stabilizacionog perioda izdavalac i vodeći menadžer će saldirati obaveze iz ugovora. Izdavalac će vodećem menadžeru predati potvrdu o vlasništvu hartija od vrednosti koju će vodeći menadžer predati drugim članovima sindikata i članovima grupe za prodaju. Vodeći menadžer će preneti na račun izdavaoca iznos utvrđen ugovorom o nalogu/komisionu (ukoliko je garantovan uspeh emisije bez obzira da li je emisija uspešla ili ne) (Vasiljević i dr., 1999).

4.2. Uloga investicionih banaka na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti

Najvažnija funkcija svake investicione banke je animiranje tržišta (engl. *Market making*). Kontinualno menjajući svoje cene ponude i tražnje, investiciona banka stimuliše potencijalne kupce i prodavce da se uključe u razmenu na finansijskom tržištu. Živost tržišta obezbeđuje održavanje poželjnog nivoa likvidnosti tržišta, što je od krucijalne važnosti za funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti. Osnovna svrha ove vrste aktivnosti investicionih banaka je povećanje efikasnosti tržišta, poboljšanje likvidnosti i snižavanje transakcionih troškova.

Prema tome, radeći kao dileri, banke mogu obavljati i usluge market-markera, u smislu održavanja stabilnosti tržišta. Obavljanje ove uloge znači da banke predstavljaju neku vrstu „kreatora tržišta“ pošto su uvek spremne da kupuju hartije od vrednosti u standardnim lotovima, po cenama koje su javno kotirale. Takođe, mogu se naći i u ulozi specijalista, odnosno biti specijalizovane za trgovanje samo određenim finansijskim instrumentima ili hartijama od vrednosti (na primer akcijama) određenih firmi. U toj ulozi mogu steći neku vrstu monopola nad trgovinama datim hartijama.

Poslovi berzanskog posredovanja čine značajnu grupu poslova koji banke mogu da obavljaju. Svakako jedna od osnovnih aktivnosti investicionih banaka je pružanje brokersko-dilerskih usluga kojima se uspostavlja veza između kupaca (investitora) i prodavaca (emitenata i holdera) hartija od vrednosti.

Koristi od brokersko-dilerskih poslova imaju:

- investitori, zbog održavanja likvidnosti;
- emitenti, jer plaćaju niži prinos (imaju niže troškove finansiranja);
- investicione banke, jer obavljajući ove poslove ostvaruju proviziju (stiču prihod).

Razlozi zbog kojih se investicione banke javljaju na sekundarnom tržištu kao dileri su:

- dilerske operacije predstavljaju profitni centar za banku;
- razvijanje i održavanje veštine određivanja cena hartija od vrednosti i
- razvijanje sekundarnog tržišta za hartije od vrednosti.

Investicione banke kao brokeri obavljaju sledeće aktivnosti (Perović, 1997: 35):

- kupovina i prodaja za ime i račun klijenta;
- portfolio menadžment i
- posredovanje između emitenta i vlasnika.

Većina berzanskih posrednika istovremeno obavlja i brokerske i dilerske poslove za svoje klijente. Brokerski način prometa znači da banka radi u tuđe ime i za tuđ račun, odnosno samo izvršava naloge svojih komitenata i za to dobija proviziju. Radeći na dilerski način, banka kao berzanski posrednik radi u svoje ime i za svoj račun i zaradu ostvaruje na jedan od sledećih načina:

- iz kotacionih raspona, odnosno na bazi razlike između kupovne i prodajne cene ili
- iz prihoda od posedovanja hartija.

Obavljajući brokersko-dilerske poslove, banke svojim klijentima i ostalim učesnicima na finansijskim tržištima mogu da ponude čitav spektar usluga, kao što su (Vasiljević i dr., 1999: 27–28):

- nuđenje usluga kupovine i prodaje skoro svih finansijskih instrumenata. Pri tome, nude se mogućnosti investiranja na svim segmentima finansijskih tržišta – tržištu novca, tržištu kapitala, deviznom tržištu, derivatnim tržištima u širokom spektru investicionih alternativa, od niskog rizika i sigurnosti prinosa, do visokih prinosa uz visok stepen rizika,
- mogućnost kratkoročnog kreditiranja. Ne samo banke, već i mnoge brokersko-dilerske kuće imaju svoje kreditne agencije koje određenim kategorijama pre svega „poznatih i pouzdanih“ klijenata mogu ponuditi kratkoročne kredite po stopama koje su najčešće na 1% više od neke zvanično utvrđene stope (npr. *prime rate*).
- besplatne sigurnosne depozitne boksove za hartije od vrednosti. Banke mogu ponuditi svoje sefove za čuvanje kupljenih hartija kako bi se sprečila mogućnost njihovog nestajanja, krađe ili uništenja. Na taj način se klijentima nudi mogućnost po kojoj ne mora doći do fizičke transakcije finansijskog instrumenta od brokera/dilera do klijenta. Takođe, banke ne samo da čuvaju poverene im hartije od vrednosti, već mogu za svoje klijente da naplaćuju kamatne kupone i dividende i odobravaju ih na njihove račune,
- besplatno deljenje literature koju izdaju njihovi istraživački centri. To su različite edukativne brošure za početnike, tekuće informacije o poslovanju, finansijske analize i slično,
- druge moguće usluge, kao što su besplatni seminari, inovacioni kursevi i slično.

Najvažniji argumenti za angažovanje banaka na brokerskim i dilerskim poslovima su stvaranje oštrije konkurencije i naročito postizanje ekonomije obima (eng. *economcy of scale*). Takođe, brokerske i dilerske usluge banaka, a naročito investicioni planovi imaju pozitivne efekte na privlačenje „malih“ investitora na tržište kapitala. Strategije poslovanja banaka u domenu berzanskog posredovanja su vrlo različite.

te. Neke mogu biti orijentisane na poslove i saradnju samo sa velikim berzanskim igračima, prvenstveno iz reda institucionalnih investitora. Druge pak mogu biti orijentisane samo ka malim i sitnim investitorima iz reda stanovništva. Za njih se može reći da obavljaju usluge posredovanja (prodaje) na malo.

4.3. Ostale aktivnosti investicionih banaka na tržištu hartija od vrednosti

Investiciona banka će davati konsalting emitentima i investitorima. Investicioni konsalting se može razmatrati kao sastavni deo procedure emisije finansijskih instrumenata i investicionog, odnosno portfolija upravljanja klijenata. Konsalting banka, međutim, može predstavljati i samostalnu grupu poslova koje banke obavljaju za posebne usluge emitentima i pojedinim investitorima. Konsalting čine finansijski i savetodavni poslovi gde se banke mogu pojaviti u ulozi davaoca saveta kako za fizička, tako i za pravna lica, odnosno kako za investitore, tako i za emitente. Za ovu ulogu je veoma bitno posedovanje stručnog kadra koji dobro poznaje osnovne karakteristike svih finansijskih instrumenata i način funkcionisanja savremenih finansijskih tržišta.

Finansijski konsalting započinje finansijskom analizom rezultata poslovanja, analizom finansijske strukture sredstava i njihovih izvora, strukture investicije, analizom stanja u kom se tržište nalazi, poslovnih odnosa učesnika na tržištu, berzanskih oscilacija i istraživanjem tržišta, a završava se izborom optimalne strategije finansiranja za tražioca ove usluge.

Ovi poslovi, kao i konsalting uopšte, proizilaze iz same pozicije banke kao koncentracije ekspertskog znanja i mogućnosti pružanja logističke podrške na finansijskom tržištu.

Banke analiziraju bonitet emitenta, odnosno utvrđuju kvalitet investicionih instrumenata, izuzev u slučaju kada to rade specijalizovane rejting agencije. Banke će pri tome koristiti analitičke aparature ocene rejtinga ili procedure ocene kreditne sposobnosti preduzeća.

Kao što to pokazuje iskustvo banaka u razvijenim zemljama, one mogu analizirati investicione opcije polazeći od pojedinačne industrijske grane, ali i pojedinačnog preduzeća – emitenta. Ove analize

se najčešće objavljuju u specijalizovanim bankarskim publikacijama uz navođenje relevantnih performansi emitenta, kretanja cena instrumenata i opšte cene rizičnosti, odnosno prinosa na ulaganja u finansijske instrumente.

Kada je firma predmet akvizicije, investicioni savetnik joj pruža usluge pronalaženja odbrambene strategije bilo u okviru same firme (promena statutarних odredbi, emisija dužničkih hartija, kreiranje opcija itd.), bilo u vezi sa drugom firmom koja se može pojaviti kao partner u fuziji umesto one koja je preuzimanje predložila. Kod devolucije firme, banka savetuje potrebu, vremensku dinamiku i obim devolucije.

Najzad, banka može predlagati i razne oblike finansijskog restrukturiranja preduzeća (zamenu oblika finansiranja, rekapitalizaciju, otkup akcija, projektno finansiranje koje uključuje pribavljanje sredstava emisijom finansijskih i kreditnih instrumenata itd.).

Banka će kao investicioni savetnik permanentno pratiti kretanje cena finansijskih instrumenata emitenta na tržištu. Razlozi za to su: 1) uslovljeni uticajem cena postojećeg finansijskog instrumenta na nove emisije (princip „jednog prinosa“); 2) mogućnosti reotkupa instrumenata, ako za tim postoji potreba usled akumuliranih novčanih sredstava koje emitent ima i 3) zbog činjenice da tržišna vrednost akcija preduzeća služi kao osnova za promenu njegove vlasničke strukture. I u ovoj oblasti, banke mogu pružati investicione savete.

Postoje razne vrste saveta:

- za upravljanje aktivom i pasivom;
- za zaštitu od rizika;
- za preuzimanje drugih kompanija;
- za odbranu ciljne kompanije od neprijateljskog preuzimanja;
- strukturiranje svih vrsta finansijskih aranžmana;
- pravni, računovodstveni i poreski saveti itd.

Istraživanje (obrada) tržišta je integralni deo investicionog bankarstva čiji je prevashodni cilj podrška ostalim funkcijama, a ne samo ostvarivanje profita. Ova aktivnost pomaže: grupi za menadžere i akviziciju da identifikuje potencijalne firme; odeljenju prodaje (*diling*) da

donose odluke o prodaji, držanju ili kupovini hartija od vrednosti; rešavanju kompleksnih finansijskih problema (derivatna tržišta), u strategiji arbitraže i trgovanju i razvoju same banke i finansijskih inovacija (novi bankarski proizvodi) (Vasiljević i dr., 1999).

Pre nego što se donese odluka o načinu plasmana (prodaji) emisije, izdavalac i banka će proceniti obim tržišta i vremensku dinamiku emisije. Procena obima tržišta za emitovanje hartija od vrednosti polaziće od vrste hartije, finansijskih elemenata sadržanih u istoj, kapaciteta izdavaoca, mogućeg kompetitivnog okruženja i dr. Ocena tržišta finansijskih instrumenata pretpostavlja analizu potencijalnih investitora, ali i vremenskog perioda u kome će emisija biti plasirana. Ovo je naročito važno u periodima nestabilnog tržišta i konjunktura, odnosno ciklusa kada se za samog emitenta kao važna postavlja cena emisije, jer od nje zavisi i obim prikupljenog kapitala.

5. Zaključak

Investiciono bankarstvo za razliku od komercijalnog funkcioniše na drugačiji način. Investiciona banka ne mora da ima zalihe gotovog novca u depozitu da bi pozajmljivala ta sredstva, kao što to čini komercijalna banka. Investicione banke u osnovi vrše posredničku funkciju, spajajući prodavce i kupce hartija od vrednosti. Naravno, ovaj posao ima svoje manje ili više sofisticirane forme, od klasičnog trgovinskog zastupanja ili posredovanja preko aranžiranja i organizovanja distribucije hartija od vrednosti na primarnom ili sekundarnom tržištu bez preuzimanja rizika za uspeh prodaje (*best effort underwriting*) do organizovanja distribucije sa preuzimanjem rizika uspešnosti prodaje sa obavezom kupovine svih hartija radi njihove dalje distribucije (*firm commitment underwriting*) ili sa obavezom kupovine samo hartija koje ostanu neprodane (*stand-by underwriting*). Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih instrumenata za *best effort underwriting* upotrebljava izraz agent emisije, a za *firm commitment underwriting* i *stand-by underwriting* izraz pokrovitelj emisije.

Važno je primetiti da preduzeća koriste usluge investicionih banaka sa istim ciljem kao što koriste usluge komercijalnih banaka. Kada je preduzeću potreban novac, ono će se obratiti komercijalnoj banci radi dobijanja sredstava u obliku kredita ili će se obratiti investicionoj banci radi dobijanja sredstava prodajom hartija od vrednosti (akcija, obveznica i sl.). U zavisnosti od toga da li se vrši prodaja akcija ili obveznica, u investicionoj banci se angažuju službe u okviru specijalizovanih odeljenja tj. odeljenja za dužničke instrumente (*debt department*) ili odeljenja za vlasničke instrumente (*corporate finance department*).

Budući da investiciona banka ne poseduje zalihe gotovog novca po osnovu depozita, ona mora da uloži dosta napora da bi pronašla pogodnog investitora u cilju obezbeđenja sredstava za klijenta ili da ima značajna sopstvena sredstva spremna za kupovinu hartija od vrednosti klijenta, koja se često mere u iznosima od po nekoliko milijardi američkih dolara. Kad investiciona banka angažuje sopstvena sredstva za kupovinu hartija od vrednosti svojih klijenata, onda razlika između investicionog i komercijalnog bankarstva postaje zanemarljiva. Ipak, investiciona banka, za razliku od komercijalne banke, nikad ne ostvaruje zaradu razlikom u visini kamatnih stopa, već naplatom određenog procenta od ukupne vrednosti hartija od vrednosti koje se distribuiraju (*underwriting discount*) ili u fiksnom iznosu koji predstavlja razliku u ceni po kojoj ta banka kupuje od klijenta njegove hartije i po kojoj ih dalje distribuirati na tržištu.

Investiciona banka može da obavlja i poslove investicionog savetovanja, kao i poslove upravljanja portfeljom hartija od vrednosti svojih klijenata u okviru individualnih ili kolektivnih investicionih šema. Imajući u vidu sve veću povezanost komercijalnog i investicionog bankarstva, često se kaže da banke postaju tzv. *one-stop shops* tj. mesta gde se mogu dobiti sve vrste finansijskih usluga.

Literatura

1. Akiyoshi, F. (2019). Effects of separating commercial and investment banking: Evidence from the dissolution of a joint venture investment bank. *Journal of Financial Economics*, 134(3), 703–714.
2. Ćirović, M. (1995). *Monetarni menadžment*. Beograd: Ekonomski institut.
3. Ćirović, M. (2001). *Bankarstvo*. Beograd: Bridge company.
4. Filipović, M. (1992). Investicione banke – osnovne funkcije i karakteristike. *Jugoslovensko bankarstvo*, br.3–4, Beograd.
5. Ilić, B. (2019). Cena zemlje kao faktor održivog razvoja. *Održivi razvoj*, 1(2), 7–16.
6. Jolović, N. (2019). Menadžment ljudskih resursa u funkciji sticanja konkurentne prednosti u bankarstvu. *Oditor - časopis za Menadžment, finansije i pravo*, 5(3), 65–78.
7. Kuhn, L. R. (1990). *Investment banking: the art and science of light steak dealmaking*. New York: Harper and Row publishers.
8. Marjanović, N., Prelić, J., & Belokapić-Čavkunović, J. (2017). Uloga Narodne banke Srbije u regulisanju monetarne politike. *Oditor - časopis za Menadžment, finansije i pravo*, 3(3), 73–88.
9. Marshall, J. F., Ellis, M. E. (1984). *Investment Banking and Brokerage*. Kolb Publishing Company.
10. Miler, R. L. & Van Hoose, D. D. (1997). *Esentials of Meney, Banking and Financial Markets*. Addosan-Wesley.
11. Perović, V. (1997). *Poslovi investicionog bankarstva*. Podgorica: Ekonomski fakultet.
12. Rose, P. S., Hudgins, S. (2005). *Bankarski menadžment i finansijske usluge*. Beograd: Data status.
13. Vasiljević, B. i drugi. (1999). *Poslovne banke i razvoj tržišta hartija od vrednosti u SR Jugoslaviji*. Beograd: Savezna komisija za hartije od vrednosti i finansijska tržišta.
14. Vives, X. (2019). Competition and stability in modern banking: A post-crisis perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 64, 55–69.
15. Živković, A. & Kožetinac, G. (2004). *Bankarsko poslovanje i platni promet*. Beograd: Ekonomski fakultet.
16. Živković, A. (2012). *Monetarna ekonomija*. Beograd: Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu.

INVESTMENT BANKING AND SECURITIES MARKETS

ABSTRACT: *An increasing number of analyses have given proof that an effective financial system differs from an ineffective one in that it drives the long-term economic growth forward by allocating financial resources to more profitable investments. As a result, demands for financial sector reforms to increase its efficiency have intensified, in order to promote economic progress. Stable and efficient banking systems are an important component of every financial system. By reducing the efficiency of a country's banking or entire financial system, the ability to allocate resources for productive investment is reduced. The aim of the paper is to examine the importance and future possibilities of investment banking in the context of modern capital markets.*

KEYWORDS: *banking, banking system, capital market, securities, investments.*