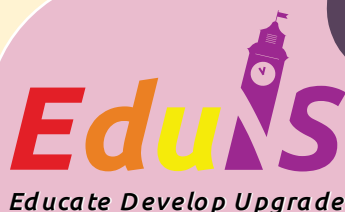


# ***Modeli finansiranja***



***“Čuvaj se malih troškova. Malo curenje će potopiti veliki brod.”***

***Bendžamin Frenklin***



# ***Uloga i modeli finansiranja preduzetničkih poduhvata***

## **»»» Ishodi učenja**

Nakon izbora poslovne ideje, izbora načina pokretanja biznisa i izbora lokacije budućeg preduzetničkog poduhvata, postavlja se ključno pitanje: kako finansirati preduzetnički poduhvat? Nakon čitanja ovoga poglavlja studenti će biti u mogućnosti da ocene prednosti i nedostatke finansiranja preduzetničkih poduhvata iz dostupnih formalnih i neformalnih izvora finansiranja.

## **»»» Procena neophodnih novčanih sredstava za pokretanje preduzetničkog poduhvata**

Procena potrebnih novčanih sredstava za biznis proizlazi u osnovi iz projekcije poslova koji se nameravaju obavljati. S obzirom na to da predračun tokova novčanih sredstava treba da je sadržan već u biznis planu, to će dobar deo ovih podataka, koji se odnose na finansiranje, biti osnov za izradu finansijskog plana. Znači, centralni deo biznis plana čini proračun novčanih sredstava potrebnih za realizaciju operativnih planova. Bez proračuna finansijskih - novčanih sredstava nijedan ulagač ili kreditor ne bi podržao zahtev za novčana sredstva potrebna za biznis. Finansijski proračun u osnovi omogućava, više nego bilo koje drugo sredstvo, da se dođe do razumne odluke o finansiranju preduzetništva. Novčani proračun pomaže ulagačima i bankama da dobiju odgovore na pitanja, kao što su:

- ***Kolika su sredstva potrebna za ulaganje u biznis?***
- ***U kojem roku će sredstva biti vraćena?***
- ***Kakvi se efekti mogu očekivati od biznisa?***

Pored procene ukupno potrebnih novčanih sredstava, potrebno je utvrditi i strukturu novčanih sredstava, to jest kolika su potrebna:

- a) stalna - osnovna sredstva i**
- b) obrtna sredstva.**

Ova podela je zasnovana sa stanovišta dužine angažovanja sredstava, to jest da li se sredstva koriste samo u jednom ciklusu - obrtna sredstva ili u više reprodukcioničkih ciklusa - stalna sredstva.

## **»»» Izvori finansijskih sredstava**

Svakako jedno od najtežih pitanja za preduzetnika je kako najlakše i najpovoljnije obezbediti potrebna novčana sredstva? Nakon što bude izvršena procena koliko novčanih sredstava je potrebno za finansiranje biznisa, preduzetnik se mora odlučiti i koji deo predviđenih sredstava

će obezbediti iz vlastitih sredstava, a koji deo od kreditora ili ulagača kao tuđi kapital. Struktura i obim uloženi sredstava u konkretan biznis zavise, pre svega, od njegovih projektovanih rezultata. Ova međuzavisnost je jače naglašena kada su u pitanju tuđi izvori, ali je prisutna i prilikom usmeravanja sopstvenih sredstava.

Kako se ulaganja u biznis najčešće finansiraju sopstvenim i tuđim izvorima, po pravilu, veću ekonomsku stabilnost daju ulaganja iz sopstvenih izvora. To je i logično, s obzirom na to da se na tuđa sredstva plaća kamata kao cena za pozajmljeni kapital. Učešće vlastitih izvora, u ukupnim izvorima ima značaja i sa gledišta upravljačkih prava u biznisu. U vezi s tim definitivno je zlatno pravilo finansiranja po kome učešće vlastitih izvora u ukupnim finansijskim izvorima treba da bude veće od 51%. Zlatno pravilo podrazumeva da se zaduživanje koristi samo za finansiranje kapitalnih projekata i nije poželjna opcija za finansiranje tekućih izdataka.

### ►►► **Interni izvori samofinansiranja**

Preduzeću koje je uspešno prebrodilo takozvane „dečje bolesti“ i koje posluje više od tri godine od osnivanja na raspolaganju su brojni interni izvori samofinansiranja. Finansiranje tekućih i razvojnih aktivnosti iz ostvarene i akumulirane dobiti je prvenstveni način finansiranja svakodnevnih i razvojnih potreba preduzeća. Interni izvori finansiranja su oni koje preduzeće stvara u sebi, bilo mobilizacijom osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana, dugoročnim rezervisanjem na teret prihoda, akumuliranjem dela neto dobitka za sebe, ili pak pokrivanjem efekta revalorizacije ukupnim prihodom. Prema tome, interni izvori samofinansiranja:

- *Amortizacija*
- *Naplaćena glavica dugoročnih potraživanja*
- *Dugoročna rezervisanja na teret prihoda*
- *Akumulirani neto dobitak*
- *Efekti revalorizacije nadoknađeni iz ukupnog prihoda*

### ►►► **Eksterni izvori finansiranja**

Nemogućnost da se sa internim finansijskim izvorima zadovolje potrebe reprodukcije biznisa nameće potrebu angažovanja eksternih - tuđih izvora finansiranja. Njihovo angažovanje se vrši samo u slučajevima kada ta ulaganja pozitivno utiču na rezultate i razvoj samog biznisa.

U vezi s tim potrebno je definisati kriterijume za angažovanje finansijskih sredstava iz tuđih izvora. Ti kriterijumi se mogu naznačiti kao:

- *utvrđivanje optimalnog odnosa između vlastitih i tuđih izvora,*
- *dokumentaciona osnova angažovanja eksternih - tuđih izvora finansiranja,*
- *granice korišćenja kreditnih aranžmana,*

- *oblici eksternih finansijskih izvora i*
- *provera efekata korišćenja tuđih izvora finansiranja.*

Ulaganje tuđih sredstava omogućava povećanje obima poslovanja, smanjenje troškova po jedinici obima poslovanja i povećanje profita. Proširenje obima posla - biznisa po ovom osnovu može da se vrši samo do određene gornje granice, na kojoj se ostvaruje prirast dobiti - profita u odnosu na prirast troškova, uslovljenih angažovanjem tuđih finansijskih izvora. Ta granica određuje i učešće tuđih - eksternih u ukupnim finansijskim izvorima.

Pri podnošenju zahteva za angažovanje tuđih izvora zajmodavcu se podnosi određena dokumentacija. Na osnovu nje podnosilac zahteva pruža dokaz zajmodavcu da će pozajmljeni kapital biti vraćen pod određenim uslovima. Taj kreditni zahtev sadrži, po pravilu, sledeće:

- *podatke o iznosima traženog kredita i dinamici korišćenja sredstava,*
- *podatke o raspoloživim potencijalima firme,*
- *podatke iz bilansa stanja i bilansa uspeha,*
- *podatke o stepenu likvidnosti i solventnosti u proteklom periodu,*
- *podatke o nivou poslovnog uspeha,*
- *projekciju gotovinskih tokova (cash flow projection) odnosno profitabilnosti projekta.*

Kreditni aranžmani pribavljaju se potrebnim sredstvima pod uslovima koji iz tih ulaganja proizlaze. A ti rezultati zavise, pored ostalog, od: roka otplate kredita, visine kamate na kreditna sredstva, kolateralu, nivoa profitabilnosti i mogućnosti otplate.

### **»»» Modeli i forme finansijske podrške preduzetničkim poduhvatima u novoformiranim preduzećima**

Postoji nekoliko načina pokretanja biznisa u formi novoformiranog preduzeća. Takozvani start-up biznisi (start up, novi biznis, novoosnovano preduzeće) ili novoformirana preduzeća koja kreću od nule, kupljena preduzeća u procesu privatizacije državnog kapitala, pri čemu je moguće spin of (spin off, izdvajanje, odvajanje) privatizacijom kupiti samo deo privrednog sistema ili celo preduzeće, akvizicije i merdžeri, franšizni poslovi gde se kupuje razrađeni biznis po principu „ključ u bravu“. Bez obzira na to o kojem načinu pokretanja poslovne aktivnosti je reč, ukoliko se radi o mikro i malim preduzećima, biće neophodno za investiciona ulaganja i početna obrtna sredstva kombinovati vlastita i pozajmljena finansijska sredstva. U tom slučaju jak bankarski sektor, ali i postojanje šema investitora rizičnog kapitala i garancija moraju da obezbede pristup početnom kapitalu za takozvano start-up preduzeće. Glavni princip za investitora koji ulaže u tuđe poslovne poduhvate je obećavajuća poslovna ideja formalno predstavljena u formi biznis plana, brz povrat uloženog

kapitala i sigurnost povrata novca, uz zaradu koja premašuje sigurne marže dobiti koje je moguće ostvariti čuvajući novac u bankama. Istim principima treba da se rukovode potencijalni preduzetnici koji žele da ulože vlastita sredstva za pokretanje biznisa. Moraju da ubede sebe, ali i investitore da će njihove poslovne aktivnosti ostvarivati profit koji će u budućnosti obezbediti opstanak i napredak biznisa.

Za preduzeća koja tek treba da budu formirana, potencijalni izvori finansiranja su:

- *porodica i prijatelji,*
- *mikrokreditne organizacije,*
- *javni fondovi ili državne razvojne banke uz garanciju kreditno-garantnih fondova,*
- *velika preduzeća na bazi javno-privatnog ili privatno-privatnog partnerstva i kooperacije,*
- *fondovi rizičnog kapitala,*
- *„anđeli“ investitori i*
- *crowdfunding.*

Start-up kapital za početak poslovanja od nule može se nabaviti i od javnih fondova ili državne razvojne banke uz garanciju kreditno-garantnih fondova. Takvih primera ima veliki broj u razvijenim zemljama sveta. Poslovna ideja se evaluira od strane evaluacionih komiteta koji prema unapred definisanim prioritetnim kriterijumima nude mogućnost finansiranja početnog kapitala za formalno otpočinjanje biznisa. Istovremeno, kreditno-garantni fondovi obezbeđuju kolateral kod komercijalnih banaka ili mikrokreditnih institucija kod kojih potencijalni preduzetnik aplicira za početni kapital. Kada preduzeće počne sa poslovanjem prolazi nekoliko faza u svom životnom ciklusu i stiče mogućnost da dođe do dodatnog kapitala generalno sa dve strane:

- *sa strane akcijskog kapitala i*
- *sa dugovne strane.*

Modele i forme finansijske podrške mikro i malih preduzeća koja su prebrodila „dečje bolesti“ poslovanja i počela da se razvijaju predstavimo i klasifikovaćemo u narednim redovima.

Kako mikro i malo preduzeće raste, dobija pristup posrednicima, to jest organizacijama i institucijama koje se bave finansiranjem, pozajmljivanjem novca i investiranjem kapitala. Otvaraju se mogućnosti pristupu takozvanim fondovima rizičnog kapitala sa aspekta ulaska tuđeg kapitala u biznis kroz menjanje vlasničke strukture, kao i sa dugovne strane, otvaraju se mogućnosti zaduživanja kod komercijalnih ili specijalizovanih banaka. Rizični kapital, kao i trgovački kredit (business to business) kao način

finansiranja mikro i malih preduzeća u ranoj fazi postojanja, tipično se javljaju nakon što su proizvod ili usluga uspešno testirani na tržištu i ako imaju potencijal za dalju proizvodnu i marketinšku eksploataciju. Tek nakon te faze, ako prežive, preduzeća dalje dobijaju lakši pristup tržištu kapitala i kredita. Ako žele dalje da pomeraju granice rasta i razvoja, mogućnost dokapitalizacije se javlja ulaskom na berze preko kojih se emisijom akcija, obveznica i drugih hartija od vrednosti, uz ili bez gubitka dela vlasničkog udela stiže do neophodnih novčanih sredstava za dalji rast i razvoj.

### »» **Anđeosko finansiranje**

Za već formirano mikro ili malo preduzeće, na početku ciklusa rasta, finansiranje zavisi prvenstveno od inicijalne imovine preduzeća (equity) i spoljnih investitora kroz, na primer takozvano anđeosko finansiranje. Unutrašnje finansiranje ili imovina se definiše kao fondovi koje obezbedi osnivač ili osnivači biznisa (partneri, ortaci, prijatelji, rođaci) isključivo za pokretanje biznisa, dok je anđeosko finansiranje neformalno, bez posrednika direktno finansiranje gde „anđeli“, koji su po pravilu bogati pojedinci, direktno investiraju u mala preduzeća kroz ugovor o osnivanju i uzimanje dela vlasništva preduzeća, ali bez upravljačke uloge. Generalnogovoreći, ovi investitori su strpljiviji od 'venture' kapitalista, koji često žele deset puta veći povrat investicije u manje od pet godina. Vrlo često „anđeli“ rade kao male investicione grupe unutar kojih ukрупnjavaju svoj kapital i koordinišu investicione odluke, te uz pomoć advokata i računovođa sklapaju ugovore i investiraju u mala preduzeća.

## **Fondovi rizičnog kapitala**

Poslovni poduhvati mogu proizaći iz brilijantnih ideja ili mukotrpnog istraživačkog rada u improvizovanim uslovima, od strane pojedinaca koji imaju znanje, viziju i spremnost za rizik. Mnoge multinacionalne korporacije su započele na takav način, i to uglavnom iz oblasti informaciono-komunikacionih tehnologija. Za takve ili slične poslovne ideje iz oblasti naprednih i obećavajućih i neistraženih tehnologija, koje mogu da ostvare potencijalno brzi rast, mogući izvor početnog kapitala su fondovi rizičnog kapitala.

Rizični kapital (venture capital) se odnosi na fondove investirane u nova ili visokorizična preduzeća, obično u zamenu za vlasnički udio.

Formalni rizični kapital predstavlja kapital mobilisan od penzionih fondova, osiguravajućih društava, korporacija, finansijskih institucija, akademskih institucija, pojedinaca i drugih firmi rizičnog kapitala, koji upravlja tim kapitalom i investiraju preduzeća koja ne kotiraju na berzi u ograničenom periodu, kako bi ostvarili profit za sebe, investitore i preduzetnike.

# ***Pristup rizičnom kapitalu na zapadnom Balkanu***

Mnoge zemlje u tranziciji su bile socijalističke zemlje s centralnoplanskom privredom. Novo preduzetničko društvo koje tek treba da se izgradi u tim zemljama trebalo bi da bude asocijacija ljudi sa izraženom individualnošću i različitim potrebama, s različitim pravima i obavezama. Da bi se stvorili uslovi za poslovanje fondova rizičnog kapitala, potrebno je proći višeslojne promjene, od restrukturiranja proizvodnih i političkih odnosa do promena u dominantnom sistemu vrednosti .

Tržišta kapitala na području jugoistočne Evrope, u poslednje vreme, postaju sve značajnija. Međutim, potrebno je još mnogo toga da se uradi kako bi bili obezbeđeni povoljniji uslovi za normalno funkcionisanje tržišta kapitala. Ovo se posebno odnosi na zemlje zapadnog Balkana.

## **»»» *Kredit***

Istraživanja su pokazala da su banke glavni izvor eksternih finansija u velikom broju zemalja. Kao alternativa finansiranju iz vlasničkog kapitala je finansiranje iz bankarskih pozajmica i lizinga. Banke će interesovati sigurnost povrata novca, vreme za koje će preduzeće vratiti pozajmicu i kamatna stopa, to jest zarada koju će banka ostvariti. Zbog toga preduzetnici moraju da ubede bankare dobrim biznis planom i finansijskom projekcijom da će ulaganje u njihov biznis biti sigurno i profitabilno, što nije nimalo jednostavno. Iako se tvrdi u većini radova da banke uglavnom ne podržavaju start-up preduzeća kreditima ili to rade vrlo oprezno, banke su ipak spremne da pozajmljuju i start-up biznisima sa obećavajućim izgledima za rast iako takva preduzeća imaju ukupni ratio dugovanja.

U najrazvijenijoj ekonomiji na svetu Sjedinjenim Američkim Državama, gde se preduzetništvu poklanja izuzetna pažnja, kreditno tržište je postalo još konkurentnije tokom poslednje decenije, što se ogleda nastankom velikog nacionalnog tržišta kreditnih linija i kreditnih kartica i ulaskom velikih regionalnih banaka na lokalna tržišta. Generalno posmatrajući, komercijalne banke uglavnom mogu da ponude kratkoročne pozajmice malim biznisima radije nego dugoročne kredite.

## **»»» *Lizing***

Za razliku od bankarskih kredita, lizing (leasing) je jednostavan način dolaska do imovine bez gotovinskih uplata, podizanja kredita ili drugih formi finansiranja. Lizing uključuje takozvani lease ugovor, na primer ugovor između vlasnika nekretnine, the „lessora - davaoca lizinga“ i korisnika nekretnine, the „lesseeja - zakupca“, koji od vlasnika nekretnine prenosi pravo da koristi nekretninu ugovoreni period za ugovoreni iznos.

Postoje dva osnovna oblika lizinga, a to su:

- *finansijski lizing i*
- *poslovni (operativni) lizing.*

Lizing kao način finansiranja nabavke opreme je veoma koristan ne samo finansijski instrument, već i sveobuhvatni poslovno-savetodavni instrument, jer cena zakupa, odnosno naknada za zakup obuhvata: amortizaciju opreme, kamatu na sredstva data u zakup, troškove servisiranja, održavanja i zamene dotrajalih delova opreme, troškove osiguranja opreme kod korisnika lizinga ako korisnik opreme ne vrši sam osiguranje i time plaća troškove osiguranja, troškove prouzrokovane pripremanjem i zaključivanjem ugovora o lizingu, troškove obuke kadrova korisnika lizinga za rukovanje opremom, a ako se korisniku lizinga prenose znanja i iskustva (know how) iz oblasti tehnike i tehnologije, uz prenos tehničke dokumentacije, naknada za te usluge se ugovora posebno, takođe ugovorom o lizingu, ali ta naknada nije sastavni deo cene zakupa, već je odvojena od te cene i plaća se, po pravilu, odjednom.

### ►► **Factoring**

U velikom broju razvijenih zemalja sveta i zemalja u razvoju factoring postaje rastući izvor finansiranja velikih korporacija i malih i srednjih preduzeća. Factoring, takođe poznat kao finansiranje potraživanja, je popularna forma dolaska do kapitala.

Faktorisanje je prodaja (cesija) kratkoročnih potraživanja od kupaca faktoru ili factoring firmi. U najelementarnijem smislu suština factoringa svodi se na to da preduzeće proda svoja kratkoročna potraživanja odmah nakon fakturisanja u celosti ili delimično factoring firmi i nakon toga može odmah ili naknadno dobiti potrebnu gotovinu.

Ova vrsta finansiranja nije podesna za sva preduzeća, već za ona koja imaju veliki obim potraživanja. Factoring je tip finansiranja u kojem preduzeća prodaju svoja visokovredna potraživanja sa popustom pre isteka roka naplate potraživanja i za to dobijaju automatski gotovinu. Factoring nije kredit i ne zahteva dodatna zaduženja na strani bilansa stanja preduzeća, mada obezbeđuje radni kapital finansiranjem. Factoring posebno može da bude koristan izvor finansiranja u zemljama sa slabim sudskim izvršenjima i nesavršenom evidencijom potraživanja.

Velika prednost factoringa je što se proizvodi prodaju direktno kupcu, gde preduzeće prodavac daje trgovački kredit, a istovremeno se naplaćuje takvo potraživanje od factoring firme i stiže do neophodne gotovine koja je bila vezana u potraživanjima.



Ugovorom o faktoringu, faktoring firma se može obavezati da prihvata:

- *cesiju potraživanja svoga komitenta na faktoring firmu, pri čemu faktoring firma isplaćuje cedirana potraživanja komitentu uz diskont;*
- *naplatu potraživanja komitenta u svoje ime i za njegov račun uz odobrenja kredita komitent;*
- *ispitivanje kreditnog boniteta kupaca komitenta;*
- *marketing istraživanja za račun komitenta;*
- *vođenje knjigovodstva komitenta.*

Faktoring se često koristi u srednje razvijenim zemljama, ali manje nego u razvijenim zemljama. Generalno posmatrajući, krediti i lizing se najviše koriste kao izvori eksternog finansiranja, dok faktoring još traži svoje mesto kao alternativni izvor finansiranja.

### »» **Mezanin finansiranje**

Mezanin (Mezzanine) finansiranje je u osnovi dužnički kapital koji daje pozajmljivaču pravo da konvertuje dug u vlasništvo ili udeo u vlasničkom kapitalu ukoliko kredit nije vraćen na vreme i u punom iznosu. Kao hibridna forma kapitala, mezanin dug je smešten između glavnog duga i vlasničkog kapitala u strukturi i koristi se uvek kada postoji finansijski gap između duga i imovine. Ovaj izvor finansiranja je značajan komplementarni izvor finansiranja za preduzeća. Iako je upotreba mezanin finansijskih instrumenata odskora u ekspanziji, još je njihova upotreba skromna u odnosu na normalno finansiranje kreditima.

Kompanije zrele za ovaj tip finansiranja su preduzeća sa konzistentnim prilivom i odlivom gotovine, sa diverzifikovanom bazom kupaca, sa portfoliom proizvoda diverzifikovanih prema prioritetnoj strukturi, na tržišnoj i/ili tehnološkoj ivici, iskusnim menadžment timom i dobro kapitalizovanim bilansom stanja.

### »» **Uloga berze u finansiranju**

Preduzeća u tržišnoj ekonomiji prodajom proizvoda i usluga i naplatom potraživanja, ukoliko ti iznosi pokriju ukupne troškove, ostvaruju dobit, iz koje je moguće finansirati dalji rast i razvoj preduzeća. Ali, nisu sva preduzeća u jednakoj mogućnosti da pristupaju različitim izvorima kapitala iz raspoloživih finansijskih sredstava.

Faktori koji utiču na mogućnost zaduživanja preduzeća su veličina preduzeća, kreditna istorija, odnos između kapitala i duga, atraktivnost proizvodno-uslužnog asortimana, organizaciono-pravna forma preduzeća. Najčešći način registrovanja novonastalih mikro i malih preduzeća je u formi društava sa ograničenom odgovornošću. Ovaj način registracije je pogodan iz razloga što je brži, jednostavniji i jeftiniji od registrovanja

akcionarskog društva. Članovi društva ograničene odgovornosti odgovaraju ograničeno, do iznosa uloga, za obaveze društva. Međutim, kao takvo, preduzeće nema pristup svežem novčanom kapitalu, koji bi mogao u određenim vremenskim razmacima sticati preko berze hartija od vrednosti, i to sa aspekta dužničkog zaduživanja i promene vlasničkog udela, to jest zaduživanjem preko vlastitog kapitala.

Prvi preduslov da se do kapitala dođe preko berze je promena pravnog statusa preduzeća, iz društva ograničene odgovornosti (d.o.o.) u akcionarsko društvo (a.d.). Drugi preduslov je da preduzeće zadovolji precizne i zahtevne kriterijume za kotizaciju na berzi hartija od vrednosti, to jest da bude član berze, što povlači za sobom prava i obaveze.

Kao član berze hartija od vrednosti preduzeće generalno može doći do sredstava pozajmicom od banke (bez obzira na formu preduzeća, sva preduzeća mogu aplicirati za bankarske kredite, s tim da a.d. koja kotiraju na berzi imaju mnogo veće šanse za dobijanje povoljnijih kredita), emitovanjem akcija i obveznica.

Kada se govori o dugoročnim izvorima finansiranja preduzeća, u obzir se uzimaju dva izvora, akcijski kapital, koji odražava sopstvena sredstva i dug, koji odražava pozajmljena sredstva. Takođe, preduzećima su na raspolaganju i kratkoročni izvori finansiranja u formi hartija od vrednosti, koje ćemo ukratko predstaviti, s ciljem elaboriranja različitih mogućnosti finansijskih tržišta i berze u prikupljanju novčanih sredstava za preduzeća uopšte.

### »» **Finansiranje emisijom akcija**

Prodajom akcija, preduzeće (akcionarsko društvo - a.d.) stiče sopstveni kapital kao trajni izvor finansiranja inicijalnom javnom ponudom (IPO - Initial Public Offer).

Primarna emisija akcija (IPO), u pravnom smislu, predstavlja pretvaranje određene kompanije u otvoreno (javno) akcionarsko društvo. Vlasnici putem mehanizma finansijskog tržišta pribavljaju neophodna finansijska sredstva, a između emitenta i investitora dolazi do razmene vlasništva kompanije za određeni novac koji se pretvara u njen kapital.

Akcionarski kapital predstavlja sastavni deo akcionarskog društva i on se uplaćuje od strane vlasnika kapitala (akcionara). Suštinu akcionarstva treba da posmatramo sa dva stanovišta: sa jednog aspekta akcije odražavaju vlasničke odnose, a sa drugog predstavljaju finansijski instrument kojim se prikuplja kapital za finansiranje poslovnih aktivnosti emitenta.

Akcionarski kapital je podeljen na određeni broj akcija (sa nominalnim iznosom) koje su uplatili akcionari kapitala, s tim da je karakteristično za emitente akcija da samo u svom početnom razvoju prodaju akcije po nominalnoj vrednosti. Najpoznatiji tip akcija su svakako obične akcije, čijim izdavanjem emitent dolazi do sredstava za finansiranje poslovanja, dok kupci postaju novi suvlasnici firme. Pošto investitori prihvataju rizik poslovanja emitenta, dobijaju pravo da učestvuju u deobi dobiti, što se isplaćuje u obliku dividende, s tim da isplata dividende ne predstavlja prioritetnu obavezu za preduzeće kao isplata kamate na emitovane instrumente duga.

Tržište hartija od vrednosti kojima kompanije i države prikupljaju kapital naziva se primarno ili emisiono tržište (PrimaryCapitalMarket) i ono se značajno razlikuje od sekundarnog tržišta iako su oba međusobno čvrsto integrisana. Putem primarnog tržišta plasiraju se dugoročne hartije do vrednosti subjekata sa velikim vrednostima transakcija i značajnim rizikom, dok se na sekundarnom tržištu tim emitovanim hartijama od vrednosti stalno trguje.

Nakon prve emisije akcija, akcije će imati svoju tržišnu vrednost koja po pravilu, u slučaju privrednog prosperiteta i dobrog poslovanja emitenta, akcionarima garantuje rast cena akcije i njihove vrednosti iznad nominalne vrednosti. Stoga, već etablirana preduzeća na berzi daljim emisijama akcija mogu pribaviti dodatni kapital namenjen ekspanziji preduzeća, u zamenu za smanjenje vlasničkog udela za procenat emitovanih akcija.

Preko berze emisijom preferencijalnih (prioritetnih) akcija može se doći do dodatnih izvora kapitala. Radi se o hibridnim hartijama od vrednosti jer imaju karakteristike poverilačkih i vlasničkih hartija. Sam naziv upućuje na to da se radi o prioritetnim akcionarima, a koji imaju preče pravo na dividendu i učešće u likvidacionoj masi ukoliko dođe do likvidacije preduzeća. Prioritetne akcije imaju određene sličnosti i sa obveznicama (instrumentom dugoročnog duga), ali obaveza isplate dividende nije zakonska, pa se iz tog razloga preduzeće ne može odvesti u stečaj kao u slučaju neplaćanja kamate na obveznicu. Međutim, prioritetni akcionari su ipak zaštićeni kroz emisiju kumulativnih akcija, što podrazumeva da se zaostale dividende moraju isplatiti pre bilo koje isplate dividendi običnim akcionarima. S obzirom na to da su sličnog rizika kao i obveznice, većina preduzeća radije izdaje obveznice nego preferencijalne akcije.

Za mala i srednja preduzeća treba da budu ključne te naredne emisije hartija od vrednosti kojima treba da budu obezbeđena jeftina finansijska sredstva za finansiranje budućih projekata. Samoinicijalna ponuda

akcija (IPO) treba da im predstavlja svojevrsnu ulaznicu u sferu većih mogućnosti eksternog finansiranja kojima će smanjiti zavisnost od konzervativnog bankarstva i pojeftiniti pozajmljeni kapital, a istovremeno omogućiti i pozajmljivanje na međunarodnim finansijskim tržištima kroz emisiju hartija od vrednosti na inostranim tržištima.

### »»» **Finansiranje emisijom obveznica (dugom) i kratkoročnim hartijama od vrednosti**

Obveznice kao hartije od vrednosti često se identifikuju kao instrumenti duga. Međutim, instrument duga nije samo obveznica, već su to i note, bondovi, debenture, promisorne note, zapisi, sertifikati. Obveznice su samo jedan od instrumenata duga, ali istovremeno i najznačajnija dužnička hartija od vrednosti.

Obveznica je poverilačka hartija od vrednosti kojom se potvrđuje da je poverilac (investitor) platio dužničku (emitentnu) protiv vrednost obveznice i da će emitent isplatiti poveriocu kamatu po ugovorenoj kamatnoj stopi u ugovorenim rokovima i platiti glavnice o roku dospeća.

Obveznice emituju država i preduzeća. Emisijom obveznica počela su da se bave i preduzeća, jer je ovaj oblik prikupljanja finansijskih sredstava jeftiniji od emisije akcija i radi se o dužničko-poverilačkom odnosu bez gubitka vlasničkog udela. Emitovanje dugoročnih obveznica od strane firmi, u većem obimu, povećalo je i njihov stepen rizika, dok je vlasnicima obveznica smanjio rizik, ali i niži nivo prinosa. Prema načinu isplate glavnice i kamate obveznice mogu biti jednokratno i višekratno isplative.

Jednokratno isplative obveznice su one bez kupona i u praksi se veoma retko emituju, dok su višekratne obveznice kuponske i obavezuju emitenta da u ugovorenim rokovima (najčešće polugodišnje) na dan dospeća isplate investitorima kamate u iznosima koji su jednaki rezultatu množenja kamatne stope i nominalnog iznosa obveznice (vrednost na dan dospeća). Kada obveznica dospe na plaćanje, vlasnik prima i glavnice, odnosno i nominalni iznos.

Najznačajniji finansijski instrumenti tržišta novca su upravo kratkoročne hartije od vrednosti duga. Emitenti kratkoročnih hartija od vrednosti su različiti (država, banke i druge finansijske institucije, jedinice lokalne vlasti, država, preduzeća) a motivi za emisiju su:

- *obezbeđenje sredstava za rešavanje problema likvidnosti i*
- *prikupljanje sredstava za kratkoročno finansiranje, čime se savladavaju određeni gapovi na koje emitenti nailaze u svakodnevnom poslovanju.*

Postoji veliki broj kratkoročnih hartija od vrednosti od kojih su par i na raspolaganju preduzećima. Često korišćeni instrument duga koji emituju preduzeća s ciljem prikupljanja novčanih sredstava za finansiranje svog poslovanja je komercijalni zapis. Reč je o instrumentu duga koji se prodaje uz diskont, po ceni manjoj od nominalne vrednosti. To je neosigurana sopstvena menica preduzeća sa fiksnim rokom dospeća sa kojom se imaoocu komercijalnog zapisa obećava da će biti plaćena naznačena suma plus kamata na dan dospeća. Da bi komercijalni zapisi bili privlačni za kupce, preduzeće može izdati komercijalne zapise uz garanciju poslovne banke o isplati fiksirane ukupne sume, a banka, naravno, za to od preduzeća naplaćuje proviziju.

Trasirana menica je takva menica kojom izdavalac menice (trasant) nalaže trećem licu (trasatu) da plati meničnu sumu na dan dospeća licu naznačenom u menici (remitentu). I ova menica je rezultat konkretne trgovačke transakcije. Trasirana menica se može izdati sa rokom dospeća: plativa po viđenju, plativa za određeni broj dana po viđenju, plativa za određeni broj dana od izdavanja i plativa na određeni dan. Kao takva, u novčano tržište se trasirana menica uključuje njenim eskontom kod banke. Naravno, banka može eskontovanu menicu reeskontovati kod druge banke.