

ЉУПЧО ДАВЧЕВ



ИНВЕСТИЦИСКО БАНКАРСТВО

2013

УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



Д-р Љупчо Давчев

ИНВЕСТИЦИСКО БАНКАРСТВО

Штип, 2013

Автор
Д-р Љупчо Давчев

ИНВЕСТИЦИСКО БАНКАРСТВО

Рецензенти:
Проф. д-р Трајко Мицески
Доц. д-р Виолета Мацова.

Лектор:
м-р Весна Кожинкова

Техничко уредување:
Љупчо Давчев

Издавач:
Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип

CIP - Каталогизација во публикација
Национална и универзитетска библиотека “Св. Климент
Охридски”, Скопје

336.71

ДАВЧЕВ, Љупчо
Инвестициско банкарство / Љупчо Давчев. - Штип
: Универзитет “Гоце Делчев”, Економски факултет,
2013. - 107 стр. ; 23 см

Библиографија: стр. 101-107

ISBN 978-608-4708-35-3

а) Инвестиционо банкарство
COBISS.MK-ID 94363146

СОДРЖИНА:

ПОГЛАВЈЕ 1 - Вовед во инвестициско банкарство	5
1.1. Вовед.....	5
1.2. Дефинирање на основните поими.....	6
1.2.1. Комерцијално банкарство.....	6
1.2.2. Инвестициски банки.....	8
1.2.3. Конфликт на интереси.....	13
ПОГЛАВЈЕ 2 - Улогата и значењето на инвестициското банкарство во финансиската индустрија	16
2.1. Теоретски основи на инвестициското банкарство.....	16
2.1.1. Главни карактеристики и основни правци на развој на инвестициското банкарство.....	16
2.1.2. Фактори за еволуција на инвестициското банкарство.....	19
2.1.3. Инвестициското банкарство во развиените земји и неговата сегашна улога.....	21
2.1.4. Инвестициското банкарство и финансискиот систем.....	24
2.2. Структура во глобалното инвестициско банкарство.....	26
2.2.1. Категоризација на инвестициските банки и главни учесници во инвестициското банкарство.....	26
2.2.2. Концентрација и надминување на капацитетот.....	28
2.2.3. Изглед на инвестициското банкарство и стратески избори.....	30
ПОГЛАВЈЕ 3 - Рангирање на позначајните субјекти во индустријата на инвестициското банкарство	32
3.1. Рангирање во однос на иницијалните јавни понуди.....	32
3.2. Рангирање во однос на понудата на обврзници.....	33
3.3. Рангирање во однос на процесот на соединување и преземање.....	35
ПОГЛАВЈЕ 4 – Иницијални јавни понуди	36
4.1. Вовед.....	36
4.2. Зошто компаниите преминуваат на јавни понуди?.....	36
4.3. Структура на понуда.....	38
4.3.1. Кои акции?.....	38
4.3.2. На кого ?.....	38
4.3.3. Каде?.....	39
4.3.4. На кој пазар?.....	39
4.4. Механизми на одредување на цените.....	40
4.5. Главни чекори при ИПО процесот.....	42

ПОГЛАВЈЕ 5 - Понуда на обврзници - Должничка понуда	45
5.1. Вовед.....	45
5.2. Понуда на обврзници	46
5.2.1. Дефиниции	46
5.2.2. Процес при издавање на обврзници	47
5.3. Кредитен рејтинг.....	49
5.3.1. Дефиниции	49
5.3.2. Поделени рејтинзи	51
5.3.3. Поттикнати и непоттикнати рејтинзи.....	53
5.3.4. Дали рејтинзите се поважни во оценувањето на обврзниците?	54
5.4. Процес на секјуритизација	56
5.5. Хибриди	57
5.6. Здружени заеми.....	59
5.6.1. Дефиниции	59
5.6.2. Стратегии на здружување.....	61
Поглавје 6 - Соединувања и Преземања (М & А)	63
6.1. Вовед.....	63
6.2. Дефиниции	64
6.3. Сметководствени аспекти	66
6.4. Процес на соединување и преземање	68
6.4.1. Ангажирање на инвестициска банка	68
6.4.2. Барање за потенцијална договорна страна	70
6.4.3. Избор на типот на процесот на продажба.....	70
6.4.4. Договор за доверливост на понудувачот (ДДП) и доверливо информативен меморандум (ДИМ)	71
6.4.5. Прв круг на понуди.....	72
6.4.6. База на податоци.....	73
6.4.7. Конечен договор за соединување (КДС) и конечен договор за купопродажба (КДК)	73
6.5. Ефекти од соединувањето и преземањето.....	75
6.5.1. Висок поврат.....	75
6.5.2. Улогата на инвестициската банка	76
6.6. Синергија (создавање на вредност).....	78
6.7. Начин на исплата	78
6.7.1. Контрола на компанијата	79
6.7.2. Заработка по акции.....	80
6.7.3. Распределба на добивката	83
Поглавје 7 - Насоки и препораки за развој на инвестициското банкарство во Република Македонија	85
Користена литература	91

ГЛАВА 1 - ВОВЕД ВО ИНВЕСТИЦИСКО БАНКАРСТВО

1.1 Вовед

Уште на почетокот мора да се разјасни дека инвестициското банкарство е банкарска активност која не се класифицира како комерцијално банкарство. Комерцијалното банкарство може кратко, но ефикасно, да се дефинира како „земање на депозити и кредитирање“. Со други зборови, комерцијалните банки, едноставно, позајмуваат пари во форма на депозити и ги даваат на фамилии/физички лица (автомобилен, станбен кредит и сл.) и правни лица (за потребите на финансирање на нови погони, машини, плата на вработените и сл) во форма на кредити. Бидејќи комерцијалните банки најмногу се финансирани преку депозити, понекогаш се нарекуваат и депозитарни институции. Но, се разбира дека комерцијалните банки функционираат покомплексно од ова: банките собираат пари на многу начини (освен депозити), а и типовите на кредити кои ги даваат се многубројни. Сепак, суштината на комерцијалното банкарство е токму во „земање на депозити и кредитирањето“.

Во рамките на банкарството секој дел кој не е опфатен во комерцијалното банкарство, спаѓа во делот на инвестициското банкарство. За разлика од комерцијалното банкарство, инвестициското банкарство опфаќа хетерогена група на активности, кои може да бидат класифицирани во три главни области:

- 1. Основно или традиционално инвестициско банкарство**, кое може да биде разложено на: а) преземени услуги со ризик, односно услуги со загарантиран пласман, кои се состојат од асистирање на компании во добивање на капитал на финансиските пазари; б) советодавни услуги, кои се состојат во помагање на компании во извршување на трансакции како што се: соединувања, преземања, реструктуирање на долгот и сл.
- 2. Тргување и брокерство**, кое се состои во купување и продавање на хартии од вредност со користење на парите од банката (сопствена трговија) или во име на клиентите (брокерска).

3. Управување со средства, која сама по себе е многу хетерогена област. Едноставно кажано, се состои од управување на парите од инвеститорите. Тоа може да се разложи на две главни категории: а) традиционално управување на средствата (како на пример флексибелен заеднички фонд) и б) алтернативно управување на средства, што вклучува фондови со недвижности, хеџ фондови, приватни инвестициски фондови и сите други можни начини за инвестирање во алтернативни класи на средствата.

За сите овие три области значајна е истражувачката дејност која ги поткрепува инвестициските одлуки (тргување и брокерство, и управување со средства), како и основната функција на инвестициското банкарство. Меѓутоа, поради можните конфликти од интереси (на пример, препорачување на емитентот, едноставно, поради тоа што е клиент), истражувачката дејност, обично, е организирана како одвоена од основното инвестициско банкарство.

1.2. Дефинирање на основните поими

1.2.1. Комерцијално банкарство

Комерцијалните банки може да бидат дефинирани како финансиски посредници со многу мал дел на капитал и релативно голем дел на краткорочни долгови во форма на депозити. Многу често, овие депозити се исплатливи во момент на побарување и се издаваат на голем број различни поединци и фирми. Фондовите на комерцијалните банки, примарно се користат за кредитирање на физички и правни лица. Многу од овие физички и правни лица, кои позајмуваат од банките, немаат пристап до други извори на средства, како јавно тргувани обврзници и акции. Освен тоа, способноста за отплаќање на кредити може да не е јавно достапна информација. Во таа смисла, ако се обезбеди кредит на овие должници, тогаш ќе биде тешко да се вреднуваат, односно тие ќе бидат нетранспарентни. Многу е голема веројатноста нетранспарентните должници да бидат мали бизниси и поединци, отколку големи фирми. Во отсуство на комерцијалното банкарство, потенцијалните пазари за обезбедување на кредит на овие нетранспарентни правни и физички лица, би биле предмет на несакана селекција и разни типови на проблеми гледано од морална страна. Поточно, ако давателот треба да даде кредит со одредена каматна стапка на заемот, тогаш повисоките

ризични должници би имале поголем поттик да аплицираат за заем, отколку оние пониско ризични должници. Ако кредиторот (заемодавачот) не може да прави разлика на ризиците, тогаш резултатот ќе биде дека заеми се дадени на должници кои имаат повисок кредитен ризик од просечниот.

Покрај тоа, ако кредиторите ја имаат можноста да го одберат ризикот на нивните инвестиции, кои се финансирани со нивните кредити, тогаш, поради ограничената одговорност, тие би имале поттик да ги одберат екстремно ризичните инвестиции. Ако кредиторот не може да прави разлика на ризикот од инвестициите на должниците, тогаш овие заеми би имале прекумерни стандардни стапки. Доколку неповолната селекција, и/или моралниот поттик за екстремно ризичните инвестиции не би наидувале на сериозни мерки, тогаш пазарите за кредитирање би се срушиле (Akerlof 1970). Во помалку ригорозните случаи, кредитниот пазар може да постои, но кредитирањето на должниците може да се рационализира (Stiglitz and Weiss 1981). Вакви дисфункции може да се корегираат доколку кредиторот има подобри информации во однос на потенцијалните должници, односно кредитокорисници и нивните инвестициски активности. Овие информации може да се добијат со мониторинг на потенцијалните кредитокорисници и нивните инвестиции. Но, кредитниот скрининг и мониторингот се скапи. Diamond (1984) и Ramakrishnan and Thakor (1984), покажуваат дека кога скринингот на кредитот е скап, тогаш најефикасен начин за да се постигне тоа е преку анализа на финансиската структура, која наоѓа стандардна примена кај комерцијалните банки. Менаџерот на банката може да ги повлече депозитите од многу различни и мали инвеститори и да ги искористи за давање на заем на должниците, чиј кредитен ризик е проверен од страна на банкарскиот менаџер. Овој процес е ефикасен, поради тоа што наместо секој од помалите инвеститори да ја врши проверката за кредитирање на секој апликант за заем, кредитната проверка за заем се изведува само еднаш од страна на банкарските менаџери. Делегирањето на оваа проверка на менаџерите ја намалува непотребната проверка на заеми, ако тие се изведени од страна на повеќе мали инвеститори. Малите инвеститори (вложувачи) може да потврдат дека банкарските менаџери проверуваат ефикасно, поради тоа што со давање на заеми на голем и разновиден сет на позајмувачи, стандардизираните заеми треба да бидат посигурни, поради тоа што карактеристичните стандардни ризици се контролирани. Исто така, скапите следења на должничките

инвестиции може ефикасно да бидат извршени преку анализата на финансиската структура која ја врши банката. Благодарение на многу мали инвеститори (вложувачи, депозитори) банкарскиот менаџмент може постојано да ги следи перформансите на инвестициите од должниците. Rajan (1992) покажува дека ефикасен мониторинг може да биде постигнат со тоа што банката ќе прави релативно краткорочен заем, со проверка на должничкиот перформанс пред обновување на заемот. Слично на тоа, тврдењето на Berlin and Mester (1992) дека банкарските кредити ќе имаат тенденција да вклучат договори кои му овозможуваат на банкарскиот менаџмент дискреција околу тоа дали заемите треба да бидат продолжени или не. Во многу случаи банкарскиот менаџмент ќе се откаже од договорот доколку се утврди привремен прекршок од страна на должникот. Оваа флексибилност во договорот за заем, посебно овозможува бенефиции за релативно ризичните должници. Повторените интеракции помеѓу банкарскиот менаџмент и должникот, а и кредитната информација, која раководството ја стекнува во текот на овој процес, овозможува долгорочна врска меѓу банката и должникот. Еден потенцијален недостаток на оваа врска е тоа што банките може да стекнат претерана моќ над каматните стапки, што може да ја наплатат повеќекратно во иднина. Како и да е, Von Thadden (1995) покажува дека заложувањето на идните заеми се прават по претходно договорена каматна стапка со што се минимизира овој проблем. Поради оваа причина, многу банкарски заеми имаат тенденција да се прават по договорени обврски.

Да резимираме, постоењето на комерцијалните банки произлегува од проблемот на информациската асиметрија. Доколку правните и физичките лица би имале пристап до финансиските пазари со издавање на обврзници и акции, тогаш улогата на комерцијалните банки би била бесполезна. Овде мора да се спомене дека судирот поради информациските асиметрии е причина на постоењето и на инвестициските банки.

1.2.2. Инвестициски банки

Погоре споменавме дека инвестициското банкарство е сè она што не е комерцијалното банкарство. Но, инвестициското банкарство се состои од збир на хетерогени активности од кои повеќето може да бидат класифицирани како: а) услуги на загарантиран пласман и советодавни

услуги; б) тргување и брокерство и в) управување со средства (традиционални и алтернативни). Суштината на нивната работа се услугите каде се презема ризик и советодавните услуги.

Со услугите на преземениот ризик, односно услугите со кои се дава гаранција, инвестициските банки им помагаат на правните лица, фирмите, да соберат средства преку издавање на хартии од вредност на финансиските пазари. Овие хартии од вредност вклучуваат капитал, долг, како и хибридни хартии од вредност, како што се конвертибилен долг или долг со определена гаранција. Инвестициските банки ги структурираат трансакциите со проверка на финансиските податоци, бизнис побарувањата со тоа што вршат длабинска анализа и таргетирање на цените на хартиите од вредност. Овие услуги се дефинираат како услуги со преземен ризик, т.е. услуги со дадена гаранција бидејќи инвестициските банки, всушност, купуваат хартии од вредност од издавачот вложувајќи средства на банката и потоа ги препродаваат на пазарот.

Кога станува збор за капиталот, ова е направено преку иницијална јавна понуда (Initial Public offerings, IPO). Јавната понуда е општ термин, но постојат неколку алтернативни структури на понуди во зависност од: типот на акции кои се продаваат, каде е пододредена компанијата, на кого се однесува понудата итн. Исто така, инвестициските банки структурираат сезонски понуди на капиталот, (Seasoned equity offerings SEO) и понуди на правата кои, пак, се трансакции преку кои пододредените фирми можат да го зголемат акционерскиот капитал.

Осврнувајќи се на должничките понуди, мора да се напомене дека понудата на обврзницата не е многу различна со понудата на капиталот. Исто така, исти се и вклучените страни, а и процесот е сличен. Меѓутоа, релевантна задача во услугите со преземање на ризик е начинот на кој се поставуваат цените на хартиите од вредност. Навистина, начинот на кој е поставена цената е од круцијално значење, поради фактот што разликата во цените е клучна варијабла во која било понуда. Сама по себе, улогата на инвестициската банка е стриктно поврзана со механизмот на поставување на цени. Како што беше наведено погоре, процесот на издавање на обврзница не е многу различен со тој на понуда на капитал. Меѓутоа, прашањето е колку е тешко вреднувањето при издавање на обврзница во споредба со капиталот и дали во рамките на вреднување на капиталот е толку тешко да се даде цена преку сезонска понуда на капиталот, за кого веќе постои јавно одредена пазарна цена?

Поради ова, земените проценти од страна на инвестициските банки во јавна понуда се повисоки од кои било други давачки во однос на понуда на хартии од вредност. Поради ова, вистинската разлика меѓу обврзници и акции станува јасна. Во просек, обврзниците се многу полесни да се вреднуваат во однос на капиталот. Една од причините која објаснува зошто е ова така, поврзана е со кредитниот рејтинг кои, пак, од друга страна се мислења за кредитоспособноста на правното лице, фирмата (или нивните должнички обврзници) изразени преку независни агенции. Кога се вреднуваат обврзниците, присуството на рејтинг многу ја олеснува работата на инвестициските банки. И покрај тоа што има сличност во процесот, разликата меѓу обврзници и акции, исто така, се рефлектира и во организациската структура на инвестициските банки: понудата на капитал, обично, се менаџира преку делот на пазарот на капитал, (Equity Capital Market ECM), додека делот на долг се менаџира преку делот на должничкиот пазар (Debt Capital Market, DCM).

Исто така, инвестициските банки им помагаат на правните лица (банките и компаниите) да ги користат нивните средства за издавање на долг и овој процес се нарекува секјуритизација, а издадените хартии од вредност се нарекуваат хартии од вредност поддржани од средства (asset backed securities). Многу комерцијални банки ги претвораат нивните заеми во хартии од вредност. Всушност, во последните години традиционалната активност на комерцијалните банки преминува од модел каде банките кои даваат заеми, ги чуваат во нивните баланси на состојба до модел во кој банките, кои даваат заеми, потоа ги продаваат на пазарот преку процесот на секјуритизација. Во тој поглед, иако комерцијалното и инвестициското банкарство се две многу различни типови на бизнис, последниот модел многу наликува на услугите на преземање на ризик од инвестициските банки. Имено, кога инвестициските банки им помагаат на правните лица да го зголемат капиталот на финансиските пазари, тие не заземаат ниту должничка ниту сопственичка позиција на тоа правно лице. Со други зборови, на крајот на самата трансакција, банката не трпи никаков ризик поврзан со издавачот на обврзниците, односно хартиите од вредност. Токму ова се случува, кога комерцијална банка одобрува заем на должник, обврзник, кој потоа поминува кон процес на секјуритизација.

Додека здружениот заем изгледа дека е многу сличен со секјуритизацијата, всушност, тоа е многу различно. Најважната разлика е во отсуството на инвеститори. Всушност, општа дефиниција за

здружениот заем е следната: тоа е заем, преголем за да биде издаден од една единствена банка и за кого е неопходно да се соберат повеќе банки, здружени и координирани од една водечка банка. Како резултат на тоа, секоја банка од здружението позајмува пари на должникот, а во делот, пак, на понуда на обврзници, тие се купуваат од инвеститори. Иако обврзниците и здружените заеми се различни, тие имаат и некои заеднички карактеристики. Како на пример, вреднувањето на обврзниците го рефлектира моделот кој се користи во бизнисите со позајмување. Ова, исто така, објаснува зошто комерцијалните банки почнаа да се префрлаат на услуги со преземање на ризик и зошто инвестициските банки се активни позајмувачи на пазарот на здружените заеми.

Инвестициските банки обезбедуваат советодавни услуги за да им помогнат на нивните клиенти, правни лица, компании, со соединување и преземања, како и во целина корпоративно реструктурирање. Инвестициските банки извршуваат различни задачи како советници. Како прво, тие се грижат за многутехнички аспекти поврзани со трансакциите. На пример: во договор за соединување и преземање, инвестициските банки ги собираат и процесираат информациите за компаниите инволвирани во самата трансакција, даваат мислење за цената која треба да се плати, укажуваат на најдобриот начин на конструирање на договорот, им помагаат на своите клиенти во преговорите и слично. Постоечките емпириски докази укажуваат на тоа дека инвестициските банки имаат битна улога во дизајнирањето, структурирањето и имплементирањето на соединувањата и преземањата, а со тоа нивното искуство, репутација и врска со клиентите значајно го зголемува богатството на акционерите вклучени во самата трансакција. Но, инвестициските банки не даваат советодавни услуги само за соединување и преземање. Всушност, фирмата може да биде разгледувана како комбинација од договори. Понекогаш овие договори имаат потреба да се реконструираат. Ова реконструирање може да биде предизвикано од финансиски проблеми. Главните типови на реконструирани трансакции грубо може да бидат класифицирани во две главни категории: а) реконструирање на средствата и б) реконструирање на долгот. Трансакциите поврзани со средствата се наоѓаат во продажба на подружница или некое одредено средство на трета партија или во креирање на нови акционерски класи. Овој тип на трансакција уште се нарекува и делба на акција, која вклучува делба на капитал, секундарен производ-акција, таргетирани акции и слично. Реконструирањето на долгот вклучува промена на карактеристиките

на незаклучните договори за долг (како на пример, продолжување на рокот на достасување, намалување на износот, претворање во капитал и слично).

Како што беше наведено во воведниот дел, приватниот капитал е дел од алтернативната активност на управување со средствата, кој, пак, не е дел од општиот инвестициски банкарски бизнис. Но, при објаснување за инвестициското банкарство мора да се вклучи и приватниот капитал. Како прво, фондот на приватниот капитал е многу значаен клиент на инвестициските банки и во услугите за преземање на ризик и во советодавните услуги. Како второ, инвестициските банки се важни играчи во индустријата на приватниот капитал. Всушност, сите поголеми инвестициски банки менаџираат некои фондови на приватен капитал. Со овие две причини е објаснето и зголемувањето на мобилноста на човечките ресурси од инвестициските банки во индустријата на фондовите на приватниот капитал.

Иако комерцијалните и инвестициските банки вршат тотално различни активности, нивната економска рационалност потекнува од иста основа. Зошто постојат комерцијалните банки? Ако правни и физички лица би имале пристап до финансиските пазари со користење на обврзници и акции, тогаш не би имало потреба од постоењето на комерцијални банки. Комерцијалните банки ги собираат и процесираат информациите за потенцијални должници и ги контролираат нивните активности. Зошто една фирма има потреба од инвестициска банка за да ги продаде нејзините хартии од вредност на пазарот? Зошто има потреба од инвестициска банка при вршење на комплексно спојување или имплементирање на план за реконструкција на фирма која има финансиски проблеми. Сето ова е предмет на информациона асиметрија. Доколку едно правно лице беше во можност кредибилно да влезе во финансискиот пазар и да ги даде своите обврзници или акции, без учество на трета партија, а при тоа да гарантира за нивниот квалитет, тогаш инвестициските банки не би постоеле. Работите се слични и со советодавните услуги. Имено, улогата на инвестициските банки е да ги собира и процесира информациите и врз основа на овие информации објективно да го сертифицира квалитетот на учесниците од договорот на пазарот. Различни улоги, ист проблем - информациска асиметрија.

1.2.3. Конфликт на интереси

Банките кои ги вршат и комерцијалните и инвестициските банкарски активности се обележани како универзални банки. Додека во минатото универзалното банкарство било забрането во некои правни системи, денес е дозволено секаде. Бидејќи и инвестициското и комерцијалното банкарство почиваат врз основа на продукцијата на информации и нивното процесирање, многу поефикасно е да се извршуваат двете активности во исто време. Како на пример, информацијата собрана за време на процесот во врска со позајмување може да биде искористена, пак, и во процесот на инвестициското банкарство. Важи и обратниот процес, каде инвестициските банкарски трансакции се дискретни и кореспондираат на релативно многу кратко време. Спротивно од ова, комерцијалното банкарско позајмување е континуиран тип на активност, кои ги опфаќа следењето на компаниите кои имаат позајмено средства. Во оваа смисла, универзалните банки треба да имаат компететивна предност во однос на инвестициските банки. Всушност, кога инвестициските банки даваат услуги, тие го гарантираат квалитетот на договорот. Во услугите со преземен ризик, банките, всушност, ги ставаат на пазарот хартиите од вредност од издавачот, за купување од инвеститорите. Како советници на двете групи, банките произведуваат информации за да определат цена за соединување, вредност за потенцијалната синергија, ризиците од оваа трансакција и друго. Бидејќи цената на собирање и процесирање на информација е поголема за инвестициските банки, тие даваат помалку информации во споредба со комерцијалните банки (Puri 1999).

Но, колку и да е јак ефектот на гаранција даден од универзалните банки, тој може да биде под влијание од ефектот на конфликт на интереси. Детална таксономија на потенцијалните конфликти од интереси во финансиската индустрија не е дел од ова објаснување. Иако обичните инвестициски банкарски активности се судираат со конфликт и во склоп на самите инвестициски банкарски активности, сепак, фокусот овде е појава на потенцијални конфликти, кога инвестициските и комерцијалните банкарски активности се вршат од една институција.

Главниот извор на конфликт во универзалното банкарство, без сомнение, е потенцијална злоупотреба на приватните информации. Како на пример, банката може да знае дека ризикот од пропаѓање на некој нивни клиент ќе се зголеми или се зголемил. Притоа, оваа банка може да има причина да ѝ асистира на компанијата со тоа што ќе учествува во

процесот на продажба на хартии од вредност на инвеститорите сè со цел да се финансира компанијата за да се исплати долгот. Дури и кога даваат советодавни услуги, универзалните банки може да ја злоупотребат приватната информација. Како на пример, инвестициската банка која е изложена (како комерцијална банка) на фирма која е во финансиски проблеми, ќе препорача (како инвестициона банка) преземање на компанијата со голем прилив на средства, со една единствена цел отплаќање на долгот. Исто така, комерцијалната банка може да ги искористи приватните информации на даден клиент, на таков начин да може да го оштети клиентот, на пример да советува друга фирма за доброволно преземање.

Универзалното банкарство може да се судри со друг тип на конфликт на интереси, кои не се поврзани со злоупотреба на приватната информација. Комерцијалната банка може да ја искористи нејзината моќ на позајмување во услугите на преземање на ризик или советодавните услуги, или може да одбие да позајми заем сè додека фирмата не ги користи нејзините инвестициски банкарски услуги.

Puri (1999) ги има анализирано проблемите со обврзниците и приоритетните акции за време на периодот од 1927-1929 во САД, што е период пред 1933 година, кога имаме изнудена поделба на активностите на комерцијалното и инвестициското банкарство во САД. Идејата е едноставна - бидејќи универзалните банки се судираат со потенцијалниот конфликт на интереси, инвестициските банки треба да даваат многу покредибилен ефект во гаранцијата, при асистирањето на фирмите во издавањето на хартии од вредност. Доколку рационални инвеститори предвидат кој тип на банки имаат поголем ефект на гаранција, така тие ќе ги вреднуваат соодветно хартиите од вредност. Поконкретно, доколку инвеститорите го согледуваат ризикот од гаранцијата со конфликт, тогаш хартиите од вредност дадени од универзалните банки ќе бидат вреднувани пониско во однос на хартиите од вредност дадени од инвестициските банки. Во спротивно, доколку конфликтот на интереси се смета дека е неважен, тогаш сè што е дадено од универзалните банки треба да биде вреднувано повисоко. Puri (1996) покажува дека универзалните банки даваат поголем ефект на гаранција во споредба со инвестициските банки. Со други зборови, во отсуство на која било друга регулатива, мора да има пазарна дисциплина која ја лимитира злоупотребата на приватната информација од универзалните банки. Прилично нов емпириски доказ потврдува дека позајмувањето и

преземањето на ризик од универзалните банки носат бенефит и за компаниите и за банките (Drucker и Puri 2005). Компаниите, особено оние со низок кредитен скоринг, имаат бенефит од намалените давачки. Банките имаат бенефот од јаката врска со клиентите, која, пак, ја зголемува веројатноста за добивање на постоечки и идни бизниси.

Всушност, многу од инвестициските банки, како и универзалните банки, се активни во бизнисот на позајмување. Притоа, се забележува дека проблемот со конфликтот на интереси треба да биде оставен на самиот пазар. Секако дека постојат конфликти на интереси, но позитивните ефекти од обемот на економијата ги надминува негативните.

ГЛАВА 2 - УЛОГАТА И ЗНАЧЕЊЕТО НА ИНВЕСТИЦИСКОТО БАНКАРСТВО ВО ФИНАНСИСКАТА ИНДУСТРИЈА

2.1. Теориски основи на инвестициското банкарство

Инвестициското банкарство е помеѓу важните теми во агендите на политичарите, финансиските регулатори, производителите, локалните и глобалните учесници на берзите, како и на студентите на финансиските системи. Големата и забрзана експанзија на овој сектор во однос на големината и географската покриеност, промените кои ги доживува, како и импактот врз структурата на економијата и финансискиот систем во последните неколку децении, се теми кои неисцрпно се обработуваат. За да се разбере оваа позиција на инвестициското банкарство, треба да се разработат главните карактеристики, основните функции и развојот на оваа индустрија, факторите кои се одговорни за развојот на инвестициското банкарство, како и врската помеѓу активноста на инвестициските банки и активностите на институциите кои се занимаваат со овој тип на бизнис. Голема улога во поставувањето на основите на инвестициското банкарство игра еволуцијата на инвестициското банкарство во големите индустриски земји, како и самата позиција и влијание на инвестициското банкарство во поширок контекст врз развојот на финансиската индустрија во целина.

2.1.1. Главни карактеристики и основни правци на развој на инвестициското банкарство

Инвестициското банкарство е високо специјализиран сегмент на финансиската индустрија. Неговата главна функција е да ги постави заедно, директно преку механизмот на финансискиот пазар, институциите и поединците кои ги апсорбираат и акумулираат финансиските средства со субјектите коишто сакаат да се стекнат со дополнителни средства за инвестиции или различни други типови на потреби. Инвестициското банкарство игра голема улога и во помошта на сопствениците на акумулирано богатство, што го поседуваат во каква било форма на финансиски инструменти, во смисла да ги пренаменат овие средства употребувајќи финансиски инструменти и пазари, кои

ќе бидат во согласност со нивните различни погледи и проценки во однос на атрактивноста, која претставува комбинација од ризикот, добивката и ликвидноста - трите најважни атрибути при инвестирањето во еден финансиски инструмент. Во остварувањето на овие две основни функции, оние, кои се инволвирани во инвестициското банкарство, дејствуваат како пазарни интермедијанти. Во овој контекст, тие мора да бидат одвоени и разликувани во споредба со другите банки и институции, кои ги апсорбираат штедните влогови и самите одлучуваат за нивната алокација, а во меѓувреме ја имаат истата функција како финансиски интермедијанти. Употребата на финансиските пазари е во самата суштина на инвестициските банки. Развојот и еволуцијата се тесно поврзани со растот и експанзијата на финансиските пазари, инструментите кои тие ги нудат, како и механизмот што го употребуваат.

Има огромна разлика помеѓу активноста на инвестициските банки и институциите што го извршуваат тоа. Активноста како инвестициска банка може да биде преземена и извршувана од банки кои се финансиски интермедијанти, кои може да ја извршуваат оваа функција дозволена според определена регулаторна мерка, но, исто така, и индивидуална банка (универзална банка) која сака да се вклучи во ваква активност. Всушност, историјата на развој на инвестициското банкарство е историја на депозитните и комерцијалните банки, кои преминале со работа во ова поле, што е подложено на построги регулаторни мерки.

Постојат три различни фази во еволуцијата на инвестициско банкарство. Првата фаза се однесува на класичното инвестициско банкарство. Тоа се ограничува, речиси, целосно на зголемување на екстерните средства на нефинансиските компании и различните владини тела преку издавање на хартии од вредност на пазарот.

Втората фаза ја покрива експанзијата на инвестициското банкарство во брокерството и тргувањето играјќи ја улогата на агент за купување и продавање на хартии од вредност на финансискиот пазар, но, исто така, и тргување со нив (т.е. дејствувајќи како дел од финансискиот пазар употребувајќи ги нивните сопствени средства). Оттогаш тоа почнува да вклучува и менаџирање со средствата на богатите индивидуалци, тела кои вршат колекција и организирање на влоговите, како и тела кои работат на пласирање на средствата што тие ги управуваат во инструменти тргувани на капиталниот, кредитниот и пазарот на пари. Овде се почетоците на вклучувањето во индустриското реструктурирање употребувајќи ги капиталните и другите финансиски пазари. За време на

оваа фаза, основната функција на издавање на хартии од вредност на пазарот на капитал останува основна функција која генерира поголем дел од профитот на инвестициските банки, додека останатите дејности, наведени во втората фаза, заземаат мал дел од добивката.

Третата, или созреаната фаза на еволуцијата и развојот на инвестициското банкарство, се карактеризира со брзо зголемување на релативната важност на индустриското реструктурирање извршено преку аквизиции, здружување или фузирање, здружувања кои се поврзани со појавата на активен пазар кој служи за остварување на корпоративна контрола. Ова е проследено со брз раст во менаџментот на фондови, посебно пензиските фондови и оние кои се поддржани од инвестициските банки во форма на отворени фондови и други типови на фондови поддржани од поединци и институции кои вршат колекција на штедни влогови од штедачите. Финалната карактеристика на оваа фаза е директната инволвираност во ценовниот ризик и трансфер-пазарите употребувајќи различни деривати тргувани на организирани и неорганизиран пазари.

Активностите на инвестициските банки се вршат од специјални и независни институции што ги нудат сите или некои од сервисите споменати погоре, или од универзални банки кои ја вршат оваа функција и ги нудат овие сервиси покрај нивните традиционални сервиси како преземање на депозити и кредитирање на населението и правните субјекти. Институционалните канали за остварување и функционирање на инвестициското банкарство мора да бидат различни и разликувани од инвестициско-банкарскиот бизнис, сам по себе. Овде, типот на институција вклучен во инвестициското банкарство е утврден според определени регулаторни рамки, според кои финансиските институции се слободни да ја извршуваат својата дејност во определено време во склоп на дадени рамки, според изборот на индивидуалните институции и според нивните преферирани сегменти и продукти.

Поопширно кажано, може да се констатира дека постојат два типа на регулаторни рамки. Првата дозволува инвестициското банкарство да биде извршувано од сите типови на комерцијални банки резултирајќи со појава на универзални банки, кои, покрај депозитните банки, се појавуваат во сите или само во некои типови на сервиси кои се нудат преку инвестициското банкарство. Вториот пристап ги разделува класичното инвестициско банкарство од комерцијалното банкарство и понекогаш од некои специфични инвестициски банкарски активности.

2.1.2. Фактори за еволуција на инвестициското банкарство

Развојот на инвестициското банкарство, во суштина, е поврзан со развојот на капиталните и соединети финансиски пазари каде активностите на инвестициското банкарство се позиционирани. Развојот на капиталните и финансиските пазари е рефлексивна интеракција помеѓу определени економски сили од една страна и регулаторните рамки од друга страна. Во согласност со ова, треба да се спомене дека институционалните и социјалните фактори се поврзуваат со дистрибуцијата и употребата на правата на сопственост на финансиските инструменти и начинот на кој ова ги ефектира структурата и промените во карактерот на индустријата.

Фундаменталните економски сили имаат огромни влијанија и ефекти врз еволуцијата на инвестициското банкарство. Најзначајно е нивното влијание преку зголемувањето на реалниот приход и примања по глава на жител, што само по себе ја зголемува побарувачката на финансиските сервиси предизвикувајќи вложувачите (штедачите) и инвестициските банки, како финансиски посредувачи, да ја бараат најатрактивната комбинација на финансиски инструменти во однос на ризикот, приходот и ликвидноста. Објаснето во пошироки размери, овој фактор доведува до раст во побарувачката на сервиси понудени од инвестициските банки, во споредба со обичните услуги понудени од комерцијалните банки или друг тип на банки или финансиски посредувачи. Оние кои имаат потреба да добијат дополнителни можности за инвестирање, преку инвестициските банки се во можност полесно да го изберат методот и финансискиот инструмент што е најпогоден и ги задоволува нивните потреби.

Основните економски движења директно влијаат на услугите понудени од инвестициските банки, односно сервиси и услуги кои влијаат и се под директно влијание на финансиските и капиталните пазари, на начин што врши зголемување на нивните барања и потреби. Ова се постигнува преку намалување на релативните давачки од една и зголемување на атрактивноста од друга страна. Овие влијанија се пропратени и со технолошкиот развој кој е поголем во услови на економски раст. Значи, во однос на трошоците и другите елементи, економските сили и влијанија имаат значајна улога во подобрувањето на побарувачката и понудата на услугите понудени од инвестициските банки.

Регулаторната рамка во зависност од потребите, може да го забрза или забави прогресот со промена на релативната позиција на услугите понудени од инвестициските банки во определено време, во однос на услугите понудени од комерцијалните банки, со промена на релативната атрактивност од миксот на атрибутите на финансиските инструменти што се поврзани со операциите на финансискиот пазар. Регулаторната рамка делува врз развојот на инвестициското банкарство преку нејзиното влијание на финансиската иновација. Доколку постои потреба за успорување на финасиските, особено капиталните финансиски пазари, ќе се одложат финансиските иновации дизајнирани да ја зголемат ефикасноста и ефективноста на финансиските пазари, услугите и сервиси што ги нудат инвестициските банки на овие финансиски пазари. Забавувањето на комерцијалното банкарство може да се изведе и преку форма на легална поделба на активностите на инвестициските банки и активностите на комерцијалните банки, рестрикција на големината на индивидуалните банки и кредитните линии понудени од нив, рестрикции во цената на кредитите итн. Доколку, пак, се прави спротивното и се забавува капиталниот финансиски пазар, тоа може да вклучи забрана за издавање на специфични хартии од вредност на капиталниот пазар или пак, да предизвика неатрактивност преку зголемување на нивната цена и комплексност, со тоа зголемувајќи ја релативната атрактивност на банкарските кредити споредени со инструментите на финансискиот пазар.

Освен од економските фактори и регулаторната рамка, развојот на инвестициското банкарство е афектирано од дистрибуцијата на правото на сопственост и начинот на кој тие се применуваат. Ова е дел од проблематиката на корпоративното владеење. Повторно, на ризик на симплификацијата може да се каже дека трансформацијата од „сопственичкиот капитализам“ (каде сопствениците на капиталот сами го менаџираат и не се јавува конфликт на интереси помеѓу нив), до „менаџерски капитализам“ (каде сопствениците го делегираат правото и силата на менаџирање и одлуки околу дистрибуцијата и протокот на пари и парични средства што се генерирани од капиталот кој тие го контролираат) сè до „институционален“ или „финансиски капитализам“ (каде правото на менаџирање со капиталот и одлуките за дистрибуција е делегиран од сопствениците на финансиските инструменти), го фаворизира инвестициското банкарство во однос на традиционалното, комерцијално банкарство. Тоа го фаворизира инвестициското банкарство

(вклучувајќи ги и финансиските и капиталните пазари) бидејќи ја шири сопственоста и делегацијата на сила за менаџирање од страна на сопствениците, што игра важна улога во можноста да се здобие, интерпретира и реагира на база на компарација на информации што се поврзани со комбинацијата на ризикот, профитот и ликвидноста, како атрибути на индивидуалните вложувања.

Ова е единствено можно поради експанзијата на финансиските маркети што овозможува тие, што имаат права делигирани на нив од страна на сопствениците на капиталот, да иницираат потези кои резултираат со промените во перцепцијата за релативната атрактивност на компетитивните опции кои ги имаат на финансискиот пазар и можностите кои се искажани во вид на основни пазарни индикатори. Значи, поместувањето од директна на индиректна сопственост, како и префрлувањето на правата од сопствениците на финансиските инструменти, ги фаворизира инструментите поврзани во финансиските пазари кои, како што беше споменато и претходно, се срцето на инвестициското банкарство и неговиот натамошен развој.

2.1.3. Инвестициското банкарство во развиените земји и неговата сегашна улога

Разликата во сегашната позиција на инвестициските банки во големите развиени земји, па и во финансиски помалку развиените земји, може да се темели на различниот импакт и интеракцијата помеѓу економските, регулаторните и социјалните фактори одговорни за еволуцијата на инвестициското банкарство и финансискиот систем.

Во Соединетите Американски Држави развојот на инвестициското банкарство се движел значително забрзано со несопирливо распространување во споредба со другите развиени земји. Ова се случувало затоа што растот на доходот по глава на жител и акумулирањето на богатство во Соединетите Американски Држави се одвивало побрзо. Придобивките од технологијата кои играат специфична улога во инвестициското банкарство и финансиите, се одвивале со забрзано темпо и регулаторните рамки отсекогаш имале улога на успорување на комерцијалното банкарство во споредба со инвестициското. Исто така, социјалните и институционалните фактори го фаворизирале и уште го фаворизираат инвестициското банкарство, капиталните и финансиски

пазари преку поддршка и реанимирање на трендот кон растење на важноста на колективните заштеди, со нивна основа во финансиските пазари. Со други зборови, проширувањето на институционалниот (финансиски) капитализам, преку популарноста на фондовите и, пред сè, брзиот раст на пензиските фондови.

Регулаторната рамка во САД го фаворизира инвестициското банкарство со тоа што оди во лимитирање на побарувачката за надворешно финансирање. Ова било потребно за процесот на индустријализација до Втората светска војна и рефлектираше со забрзан развој на машинството во втората половина на деветнаесеттиот век, а потоа и индустријата и комерцијалното банкарство заедно во растот на големината на организациите. Ова, пак, го ограничува ширењето на банките и ја лимитира големината на кредитите издадени од индивидуалните банки врзувајќи ги со капиталот на банките. Ова ја зголемува побарувачката на надворешно финансирање во форма на хартии од вредност издадени на капиталните финансиски пазари на домашно и меѓународно ниво. Исто така, ја зголемува потребата за другите сервиси понудени од инвестициските банки и употребата на капиталните маркети во финансиските центри.

Потребата од инвестициско банкарство и понудените сервиси, поврзана со реконструкцијата на економијата во САД, во однос на успешните бранови на соединувања што почнаа во последните две децении на дваесеттиот век, го навестуваат моментот и периодот на растежот на инвестициското банкарство. „Глас-Стегал“ легислативата и „Големата депресија“, додека од една страна ја редуцираа побарувачката на тргувањето, од друга страна ја зголемуваат потребата за реструктуирање. Периодот по Втората светска војна е проследен со појава на институционални инвестиции, специфично од пензиските фондови, заедно со продолжената експанзија на тргувањето со хартии од вредност и корпоративната реконструкција. Покрај капиталните финансиски пазари, овде е и појавата на пазарите за корпоративна контрола дополнувајќи ја и така големата способност на инвестициските банки да креираат нови финансиски инструменти, што во подоцнежното време, особено е интересна за оние кои ја комбинираат цената и тргувањето со ризик, т.е. деривативните финансиски пазари, кои го добиваат своето значително место од средината на седумдесеттите години на минатиот век.

Во Велика Британија развојот на банкарството (како и во Соединетите Американски Држави) е проследен со енормно голем раст на приходите и богатство, заедно со неутрални регулаторни рамки и позитивни промени во социјалните и институционални фактори. Појавата на капиталните финансиски пазари во осумнаесеттиот век и нивниот забрзан раст во деветнаесеттиот век, се основите при експанзијата на инвестициското банкарство, кое сè до Првата светска војна било концентрирано со растот на фондовите за странските заемопримачи (кои биле привлечени од брзо растечките заштеди во Британија поврзано со брзото акумулирање на приход). Во периодот помеѓу двете светски војни, побарувачката за надворешни средства исто така доаѓа од домашната индустрија и е придружена со побарувачката на финансиски сервиси кои ќе помогнат во индустриската реконструкција. По Втората светска војна се зголемува потребата од инвестициското банкарство, особено по влегувањето на Британија во периодот на деиндустријализација. Заедно со овој тренд е и експанзијата на јавните и приватните пензиски фондови и другите типови на инвестициски фондови.

Регулаторната рамка во Велика Британија, отсекогаш е неутрална. Во таа правна регулатива никогаш нема и немало никаква формална или неформална пречка за развој и непречено работење и извршување на активностите на комерцијалното банкарство, на тргување со хартии од вредност или, пак, на други активности кои се извршуваат од страна на инвестициските банки. Единствена дамка во оваа правна регулатива оставаат некои рестрикции во активностите на комерцијалното банкарство, што се однесуваат во однос на лимитирањето на употребата на капиталните финансиски пазари. Одовде, слободно може да се каже дека развојот на инвестиционото банкарство во Велика Британија е рефлексивна на влијанието на приходите и социјалните фактори.

Во Германија главниот фактор кој влијаел во развојот на инвестициското банкарство бил антикапиталниот карактер на регулаторната рамка, многу бавната еволуција на институционалниот и социјалниот поредок и бавниот економски раст во споредба со Соединетите Американски Држави и Велика Британија.

Антикапиталната природа на регулаторната рамка била поставена во форма на забрана за издавање на определени типови на хартии од вредност уште пред Втората светска војна, па сè до осумедесеттите години од минатиот век, многу комплексните процедури за овластување

и големите такси за трансфер на хартии од вредност, како и многу други рестрикции. Поврзано со ова е и многу слабиот прогрес на дисперзија на богатството. Поседот на богатство бил тесно поврзан со определен број на семејства коишто многу долго време одбивале да ги вложуваат своите средства и преферирале да ги зголемуваат дополнително средствата кои ги поседуваат преку кредити од банките со кои тие работеле во минатото. Со ова банките, кои биле универзални и слободни да ги нудат сите типови на сервиси вклучувајќи ги и сервисите кои ги нуди инвестициското банкарство, немале причини, ниту потреби да го рашират опсегот на услуги и да го вклучат тргувањето со хартии од вредност.

Сопственичкиот капитализам што е карактеристика на германската економија бил придружен со употреба на издвоените парични средства за пензиско осигурување од страна на компаниите. Овие средства биле употребувани за инвестиции кои биле вршени од компаниите, притоа неинволвирајќи финансиски интермадијанити, ниту, пак, финансиски, а посебно некапиталните финансиски пазари. Иако германската економија доживува рапиден раст во последните четириесеттина години и регулаторната рамка се повлекува од антикапитална до неутрална, социјалните и институционални рамки кои играат огромно влијание во употребата на капиталните рамки се сè уште зад оние во САД и Велика Британија. Како резултат на ова, во деведесеттите години, инвестициското банкарство во Германија, сè уште е во првата фаза на развој, а веќе навлегувајќи во втората, каде финансиските пазари стануваат поважни. Во последните десетина години тие го следат чекорот заедно со веќе развиените замји во овој аспект навлегувајќи во третата пазарно ориентирана фаза.

2.1.4. Инвестициското банкарство и финансискиот систем

Колку од една страна инвестициското банкарство помага, финансискиот систем да изведува некои од основните функции подобро и поефикасно, толку и еволуцијата на инвестициското банкарство е една од најважните фактори што го движи развојот на финансискиот систем во целост. Фундаменталните функции што финансискиот систем мора да ги овозможи се: да го овозможува и менаџира системот на плаќање и тргување, да ја овозможува ликвидноста на финансиските пазари, да

ги трансферира штедните фондови од оние единици кои имаат повеќе во оние единици кои имаат дефицит и да ги алоцира според ризикот, добивката и ликвидноста, да ја прати „дисциплината“ на единиците кои преземаат надворешни финансиски средства и, конечно, да го проценува, трансферира и продава ризикот.

Може да се каже дека инвестициското банкарство ја стимулира мирната трансформација на системот во тоа што помага за придвижување на системот од банково-ориентираната фаза, каде сите претходно споменати функции се изведуваат и овозможуваат од комерцијалните банки по пат на билатерални договори, во пазарно-ориентирана фаза каде пазарот игра зголемена улога во изведувањето на претходно споменатите функции и на крајот за влегување во фазата каде пазарот и инвестициските банки доминираат на финансискиот систем. Овој пат на прогресот е економски оправдан затоа што: ги редуцира ресурсите употребени за да се изведат некои од основните функции; го зголемува квалитетот во тоа што ја зголемува евалуацијата на ризик; изведува функција на поделба и диверсификација на ризикот; врши замена на „заедничкото“ креирање на мислењето кое на негативен начин влијае врз различните финансиски пазари; и, конечно, со зголемување на обемот, придонесува во зголемување на можноста на економијата да прифати поголем ризик, да одговори побрзо на промените и соодветно да реагира во однос на перформансот на единиците кои земале надворешни финансиски средства.

Гледано од оваа перспектива, инвестициското банкарство и неговото учество во пазарот се важни фактори во економскиот развој и развојот на финансискиот систем во целост. Инвестициското банкарство е едно од круцијалните елементи во експанзијата на подобра и појасна колекција на финансиски информации, процесирање и комуникација, едно од најважните елементи на економскиот прогрес.

Економските и социјално-институционалните фактори континуирано го зголемуваат нивното влијание врз инвестициското банкарство и разликите во регулацијата на финансискиот систем, неизбежно ќе следуваат во наредниот период. Глобализацијата на светската економија очекувано води до раст на релативната важност на другите земји кои се вклучуваат и се покриени од страна на инвестициското банкарство. Со оглед на даденото внимание и потребата од проширување на влијанието, финансиските пазари и инвестиционото банкарство доаѓаат сè повеќе во центарот на финансиите и банкарството.

2.2. Структура во глобалното инвестициско банкарство

2.2.1. Категоризација на инвестициските банки и главни учесници во инвестициското банкарство

Инвестициското банкарство низ светот и неговата работа во многу периоди била афектирана од циклични падови во тргувањето и разликите кои притоа се остваруваат и од долготрајните структурни промени што го правеле нивниот бизнис и работа помалку атрактивни. Поконкретно, инвестициските банки биле афектирани од светскиот пад на пазарот на обврзници од почетокот на 1994 година, што имало негативен импакт врз нивното инвестициско портфолио. Во текот на осумдесеттите, инвестициските компании собрале многу капитал и забразано употребувале повеќе средства за да ја овозможат нивната глобална експанзија. Овие средства биле употребени во поголем дел за да се инвестираат и да се купат хартии од вредност, што, всушност, и го рефлектира развојот на главната активност во тоа време, кога овие банки тргувале со сопствени средства. Кога каматните стапки паѓаат, како што е случајот во текот на осумдесеттите и почетокот на деведесеттите, се генерираат значајни профити за инвестициските банки и институции. Во ваква клима, банките може да ја финансираат нивната купувачка позиција со помали трошоци, отколку повратокот од обврзниците кои тие ги имаат и така може да остварат значајни капитални добивки како што вредноста на обврзниците ќе расте. Кога, пак, каматните стапки растат, како што е периодот по 1994 година, двојниот бенефит од помалото чинење и добивката од цената на портфолијата со обврзници се губи. Поседот на обврзници во портфолијата на десетте најголеми банки во САД во почетокот на деведесеттите години изнесува над 100 милиони долари. Падот кај „Salomon Brothers“, „Morgan Stanley“ и „Bear Stearns“ е најзабележителен. Тие во овој период губат значително голем дел од заработувачката со обврзници, што за првпат се случувало од нивното постоење. Дури и „Merrill Lynch“, најголемата инвестициска банка во тој период, претрпува загуби не само од обврзниците туку и од другите хартии од вредност во портфолијата, но таа загуба е неспоредлива со претходно споменатите конкурентни инвестициски банки.

Согледувајќи ја осетливоста на инвестициските банки при промената на каматните стапки, неизбежна е поделба на услугите кои ги нудат и нивна диверсификација. Многу од нив ги зголемиле нивните активности

во врска со тргувањето со хартии од вредност, но издавањето на нови и нивното тргување на секундарниот пазар имало негативен ефект преку зголемувањето на каматните стапки. Другиот пристап бил преку фокусирањето на вниманието кон сервиси кои ќе бидат одделно платени, како на пример, менаџирањето со средства на правни или физички лица. Можеби поризичната, но и попродитабилната стратегија, била да се инвестира со свои (банкови) средства поседувајќи поголем број на акции и остварувајќи профит кога циклусот ќе го овозможи тоа. Ова од друга страна, би помогнало инвестиционите банки да се заштитат при падот на тргувањето и профитите.

Современите проблеми со кои се соочува инвестициското банкарство се рефлектирани од значајната реконструкција која секојдневно се случува на глобалниот финансиски пазар. Само некои „играчи“ се познати по тоа што имаат капитални ресурси и можности за развој на менаџирањето со ризици и со тоа да овозможат вистинска глобална понуда. Ова, најверојатно, ги вклучувало и ги вклучува американските инвестициски банки (оние кои сè уште опстојуваат по финансиската криза во 1994 и 2007) и неколку европски и јапонски инвестициски банки. Инвестициските банки во САД имаат предност во однос на поголемата понуда на хартии од вредност и можности за работа, силна меѓународна дистрибутивна мрежа, како и бенефитот од главната улога што ја има доларот во глобалните инвестициски текови. Европските и јапонските инвестициски банки имаат помалку развиена дистрибутивна мрежа, меѓутоа инвестираат многу во развојот на меѓународни понуди и сервиси, со што веќе може да се споредуваат со инвестициските банки во САД. Сепак, главниот фокус на европските и јапонските инвестициски банки е повеќе со национален или регионален карактер, а и многу голем број од овие банки немаат толкав капитал и ресурси за да понудат услуги кои би имале глобално ниво.

Активностите во кои се вклучуваат и кои се извршуваат од страна на овие инвестициски банки, може да се категоризираат во четири групи:

1. Брокерство на хартии од вредност- што претставува обемен бизнис каде компаниите се повикуваат на купувачите според цената и интегритетот;
2. Тргување со хартии од вредност- што е подложно на непостојаноста на финансискиот пазар и има добиено големо значење откако банките голем дел од своите капитални ресурси посветуваат на овој тип на активности;

3. Советувачки активности и M&A- вклучува и издавање и тргување со нови акции и советувачки активности при тргувањето, со подоцнежна работа во однос на M&A(здружување и аквизиција). M&A генерално придонесува со околу 20% од таксите кои ги имаат овие инвестициони банки за своите клиенти, иако овие здружувања и аквизиции се високо циклични бизниси;
4. Фондово менаџирање - вклучува управување на средства кои имаат од доста мали, па до енормно големи суми, поради што големите компании формираат здружени фондови кои ги здружуваат малите влогови. Бидејќи оваа активност од страна на инвестициските банки им носи поголем профит за разлика од другите активности, инвестициските банки во развиените земји им конкурираат на комерцијалните банки и преземаат голем дел од вложувањата.

Додека најголемите инвестициски банки овозможуваат глобален сервис во овие четири поважни сектори, банките со средна големина се трудат да се специјализираат на одредена географска површина или, пак, во одреден дел од горе наведените сервиси. Оние банки кои не се инвестициски, а влегле во овој тип на услуги во осумдесеттите и деведесеттите години, се повлекуваат од овие полиња во последната деценија поради големото ниво на конкурентност и големите капитални трошоци. Ваков е примерот со инвестициските банки од САД и Јапонија, кои во тој период влегуваат со понуда на услуги во европскиот пазар, но подоцна се повлекуваат задржувајќи се само минимално на определени типови на услуги.

2.2.2. Концентрација и надминување на капацитетот

Инвестициското банкарство постојано бара поголеми капитални извори за финасирање во технолошките и човековите ресурси во сите сфери на овој бизнис. Како резултат на тоа овој сектор станува сè поконцентриран.

Концентрацијата во тргувањето со деривативи, исто така, е видлива од средината на минатата деценија. Различни инвестициски банки специјализираат на одредени производни линии во однос на експертизите и знаењата кои тие ги имаат. Овие полиња на концентрација предизвикуваат големи дискусии во кои се вклучуваат и банкарите и

регулаторите, со различни мислења во однос на регулаторните мерки при ваква концентрација. Меѓународниот бизнис за соединување и аквизиција е доминиран од поголемите банкарски институции во САД и Европа, но она што е карактеристично е извршувањето на ваквите соединувања и аквизиции во Европа од страна на неколку банки од САД.

Заедно со зголемената концентрација, индустријата доживува надминување на капацитетот во однос на многу бизнис полиња. Глобалните производи, од стилот на еврообврзници, свопови и советувачки услуги, сега се понудени од секој учесник во овој финансиски пазар, не само од поголемите компании. Како што овие помали учесници влегуваат во различните сегменти на инвестициското банкарство, маргиналните приходи од понудените услуги паѓаат надолу, некои дури и до 30%. Приходот кој банките го остваруваат како процент при почетната или секоја наредна понуда на акции или обврзници, паѓа дури за цела четвртина. Индикаторите за надминување на капацитетот на понудата на услуги од страна на инвестициските банки е потранспарентно застапен во оваа индустрија во САД, каде овие компании имаат целосен фокус само на услугите кои ги нудат инвестициските банки. Сликата е поведра за европските инвестициски банки, каде под моделот на универзалното банкарство, многу е тешко да се раздвојат операциите во различни делови на една банка. Некои коментари сугерираат дека реалниот профит на индивидуалните банки е маскиран од комплексниот сметководствен систем во Европа.

Друга пресија која доведува до надминување на понудувачкиот капацитет го вклучува инстинктот на многу средни по големина банки, во однос на нивното излегување со глобална стратегија и нивниот страв, дека ако не излезат на глобалната сцена, ќе ги изгубат најголемите клиенти со што тие би отишле во поголемите банки. Исто така, постојат сугестии дека колку е поголем бројот на комерцијалните банки кои со своите понудени услуги влегуваат и во доменот на инвестициските банки, толку е можно и самите производи, како на пример поедноставните деривативни трансакции или фиксно профитните трансакции, да станат помалку, па дури и неатрактивни како што е кредитниот бизнис во денешни услови.

2.2.3. Изглед на инвестициското банкарство и стратегиски избори

Дадените континуирани слабости во меѓународните капитални финансиски пазари и променливата индустриска реконструкција ги дава и корените на финансиската криза, која дури во 2007 година јасно се одразува на светската економија. Во периодот на деведесеттите јасно е дека инвестициските банки директно се афектирани од недостатокот на диверсификација во нивните приходи. До одреден степен банките го истакнуваат овој проблем во овој период и, секако, се обидуваат да го решат. Тие во подоцнежниот период ги намалуваат неликвидните ставки во активата во билансот на состојба, административните трошоци се намалени, а контролата на потрошувачката зголемена. Дополнително најдени се алтернативни инвестициски аранжмани. Присутни се нови трендови во однос на поквалитетна актива, иако тие може да изостанат при менаџирањето на соединувања и аквизиции(M&A) од страна на банките, кои за да придобијат ваков тип на клиенти го ставаат во залог нивниот сопствен капитал. Исто така, банките имаат голема желба да играат улога на основни водачи во големите комерцијални и градбени кредитирања. Таканарачените „црни дупки“ кои се јавуваат во случај со дериватите, сè уште не се доволно дефинирани и заземаат голем дел од вниманието на инвеститорите и регулаторите, како пред оваа финансиска криза, така и за време на нејзиното траење, па до денешен ден.

Плановите за експанзија се преамбициозни во периодите кога овие институции имаат намалени обрти и профити. Падот во приходот, несомнено, е од огромно значење и поттик инвестициските банки да обрнат поголемо внимание на нивните трошоци. Работните трошоци формираат голем дел од структурата на трошоци, а вработените менаџери во инвестициските банки во последните неколку години многу подобро се снаоѓаат во споредба со нивните колеги од осумдесеттите и деведесеттите години. Променливоста во бизнис перформансот е задлабочена примарно во акционерите и сите други учесници во овој пазар. Наградите на вработените продолжуваат да се одвиваат со исто темпо. Овде се истакнува потребата наградите за вработените, да се врзуваат со целосната успешност на инвестициската банка и нејзиното функционирање во целина. Контролирањето на ваквите трошоци е еден од главните фактори кои влијаат на компетитивниот статус на самата инвестициска банка.

Во овие турбулентни времиња, главните менаџери носат едни од најважните одлуки и стратешки избори. Дали нивните банки ќе станат глобални или само регионални играчи на овие пазари? Дали сакаат да бидат национални лидери? Или и првото и второто? Некои веќе одлучија уште пред да почне турбулентниот период, но најверојатно донеле погрешна одлука.

Желбата за традиционална, независна мала до средна по големина инвестициска банка, изгледа, дека е лимитирана. Тие не можат да ги вршат услугите поврзани со тргувањето на акции и обврзници бидејќи тие го немаат бенефитот на евтин капитал кој го имаат големите банки. Пристапот до главните корпоративни, владини и инвестициски пазари во однос на можностите за издавања и дистрибуција или продажба е затворен за малите банки. Прашање е колку тие би успеале и во нивните сегашни бизниси земајќи во предвид дека големите банки во новонастанатите услови се заинтересирани и за најмалите трансакции. Како и да е, алтернативно тие може да успеат ако брзо се навикнат на новите услови кои ќе владејат на пазарот нудејќи сервиси на определени региони, како што се советувања во однос на соединувања и аквизиција на фирми или консултантски услуги во однос на менаџирање на ризик или да се фокусираат на конкретни инструменти и финансиски операции кои се надвор од главните бизниси на големите банки. Накратко, ова значи дека треба да се овозможуваат сервиси кои не бараат големи капитални вложувања каде квалитетот и блискиот однос со клиентите е императив. Инвестициските банки, според ова, би требало да бидат поделени во две главни групи, капитално богати глобални инвестициски банки од една страна и регионалните играчи од друга страна, со специфични дистрибутивни мрежи за големите банки и советодателни сервиси за малите банки. Ова значи дека промените и турбуленциите во овој сектор се постојани и незапирливи.

ГЛАВА 3 - РАНГИРАЊЕ НА ПОЗНАЧАЈНИТЕ СУБЈЕКТИ ВО ИНДУСТРИЈАТА НА ИНВЕСТИЦИСКОТО БАНКАРСТВО

За да се има претстава за позначајните субјекти во индустријата на инвестициското банкарство, мора да се има преглед и во рангирањата каде овие банки се рангираат по области. Овие рангирања, всушност, се рангирање на инвестициските банки во одредена област, како на пример, иницијална јавна понуда, што, всушност, претставува рангирање на инвестициските банки врз основа на тоа колку јавни понуди управувале на глобално ниво во дадената година. Секако, може да се направи рангирање со многу посспецифичен критериум, како на пример, рангирање врз основа на добивање на јавни понуди случени во Европа во определен период од годината и во некоја поконкретна индустрија, на пример, интернет индустријата. Со таа логика, може да се направи вакво рангирање и за советувањето при соединување и преземање за тематика поврзани со обврзници, за здружени заеми и слично.

Инвестициските банки даваат големо значење на овие рангирања, што, исто така, претставуваат и ефикасна маркетиншка алатка. Со аргумент, кога инвестициската банка тврди дека е главен субјект во даден сегмент, тогаш овие рангирања само објективно го докажува тоа. Рангирањата имаат тенденција да бидат стабилни во краткорочен период, поготово на погорните позиции, со други зборови, водечките банки постојано се рангираат на првите позиции. И покрај тоа, големи промени се случуваат, особено во големи финансиски кризи, кога некои банки исчезнуваат или се спојуваат, а излегуваат други позначајни кои порано биле на подолните места.

3.1. Рангирање во однос на иницијалните јавни понуди

Доколку се фокусираме на иницијалните јавни понуди во периодот 2007/2008 (период кој претставува пресвртница во работењето на инвестициските банки и големата финансиска криза), како една од поконкретните функции кои инвестициските банки ги извршуваат на пазарот, во 2008 година, кога почнува финансиската криза и една година порано во 2007, пазарот изгледа концентриран, од причина што првите банки заземаат околу 30% од пазарот во двете години. Меѓу топ десетте

банки, шест од нив може да бидат класифицирани како универзални банки и тоа: UBS, (УБС), Credit Suisse, (Кредит Суис), JP MorganChase(ЈП Морган), Citi Bank (Сити Банка), Deutsche Bank (Дојче Банк) и Bank of China (Банката на Кина), додека останатите четири (Morgan Stanley, Merill Lynch, Goldman Sachs и Lehman Brothers) може да се сметаат како чисти инвестициски банки. Меѓу топ десетте банки, само една е стационирана во растечка економија, односно тоа е Банката на Кина, додека другите се рангирани на пониски позиции (China International Capital(Кинеска Интернационален Капитал), Samba Financial Group (Финансиската групација Самба) Banco Itau Holding Financeira (банко Итау холдингот), SHUAA Capital (Шуа Капитал) CITIC и Zhongxin Jianton Sec Co (Ситис и Џонгчин Корпорацијата). Не е изненадувачки фактот што големината на овие банки има тенденција да биде многу повисока отколку од таа на банките стационирани во растечките економии. Рангирањето од 2008 година е многу слично со тоа во 2007 година, со неколку мали исклучоци. Топ десетте позиции ги преземаат истите банки со три исклучоци. Прво, поради кризата во 2008 година Meryll Lynch (Мерил Линч) беше споен со Bank of America (Банката на Америка) и дел од Lehman (Лехман) беше преземен од Barclays (Барклаус), а дел од Nomura (Номура) во оваа година веќе не е ни рангиран. Второ, поради финансиската криза волуменот на бизнис резултатите е намален, односно првата рангирана банка во 2007 година UBS,(УБС) има управувано со 123 јавни понуди подигнувајќи €24.5 билиони, додека првата банка во 2008 година, JP Morgan (ЈП Морган) има управувано со 13 јавни понуди, подигнувајќи €5.7 билиони. И трето, сè уште постои само една банка од пазарите во развој, а тоа е Arabic bank Samba Financial Group (Финансиската групација на Арабиската банка Самба), но многу други се рангирани во првите 25 позиции. Овој редослед со минимални измени во рангираните места, а со драстично различни броеви во однос на јавните понуди и сумите кои се подигнати, продолжува и во наредните неколку години.

3.2. Рангирање во однос на понудата на обврзници

Во однос на глобалната понуда на обврзници за 2007 и 2008 година, група 3 банки имаат повеќе од 20% од пазарот во двете години. Релативната пропорција од универзалните банки во однос на чистите инвестициски банки во првите 10 позиции во 2007 година, четири инвестициски банки меѓу првите 10 рангирани, (Merrill Lynch (Мерил

Линч), Lehman Brothers (Браќата Лехман), Morgan Stanley (Морган Стенли), и Goldman Sachs (Голдман Сах) се рангирани заедно со шесте универзални банки (Citi (Сити), JP Morgan (ЈП Морган), Deutsche Bank (Дојче Банката), Barclays (Барклаус), Credit Suisse (Кредит Суис) и Bank of America (Банката на Америка)). Ниту една банка од економиите во развој не е рангирана во првите 25 позиции, од причина што издавањето на обврзници е многу почеста појава за развиените земји. Како што веќе беше напоменато погоре, во 2008 година Meryll Lynch (Мерил Линч) се спои со Bank of America (Банката на Америка) и Lehman (Лехман) беше преземен од Barclays (Барклаус). Исто така, во 2008 година има изненадувачки пад на бројот на трансакции кој, сепак, е многу помал во однос на иницијалните јавни понуди. Имено, многу полесно е да се одложи иницијална јавна понуда, отколку процедура поврзана со обврзници затоа што тоа може да биде од круцијално значење за операциите на компанијата или едноставно да се рефинансира претходниот даден долг. Имено, првата банка во 2007, Сити, има управувано со 1.514 обврзници, подигајќи околу €425 билиони, додека, пак, првата банка во 2008, JP Morgan (ЈП Морган), има управувано со 1.108 обврзници подигајќи €270 билиони. Просечната провизија е 0.31% во двете години. Иако процесот на издавање на обврзници и акции е идентичен, релативната профитабилност на инвестициските банки е многу различна. Ова е поради фактот дека вреднувањето и пласирањето на обврзници во просек е многу поедноставно отколку вреднувањето и пласирањето на акции од приватни фирми.

Во однос на здружените заеми, пазарот е многу повеќе концентриран отколку тој кај обврзниците- првите 3 банки имаат околу 30% учество во двете години. Во првите 10 позиции има некои комерцијални банки кои имаат малку или никакви инвестициски банкарски активности, како што се на пример Wachovia(Ваковија) или Wells Fargo(Велс Фарго). Во суштина меѓу 10-те позиции има само една чиста инвестициска банка во 2007, Goldman Sachs(Голдман Сах), а ни една во 2008 година. Од овој резултат, очигледно се гледа дека здружување на заемите, е чиста активност на комерцијалното банкарство. Намалувањето на трансакции во 2008 година е поголемо отколку тоа на пазарот со обврзници. Имено, првата банка во 2007, JP Morgan(ЈП Морган), договорила 1.042 заеми, со што има подигнато €430 билиони, додека првата банка во 2008 година, исто така, JP Morga(ЈП Морган), го преполовила бројот на заеми на 646, со што има подигнато €202 билиони.

3.3. Рангирање во однос на процесот на соединување и преземање

При споредбите во однос на процесот на соединување и преземање, обично, се гледа на вредноста на ентитетот (капитал плус долгот) на компанијата којашто е преземена, без оглед на тоа дали специфичната банка е советник на компанијата понудувач или целната компанија. Често се случува една компанија да најми повеќе од еден советник при дадена трансакција, особено во покомплексните случаи - каде во такви случаи, на секоја банка нормално ѝ се додава како заслуга целосната вредност на трансакцијата. Како резултат на тоа, многу е потешко да се изгради мерка на концентрација на пазарот бидејќи договор е кредитиран од повеќе банки, како на пример, да претпоставиме дека во една дадена трансакција на соединување и преземање, целната компанија вработува (ангажира) две инвестициски банки, додека другата компанија најмува три инвестициски банки. Тоа, всушност, е еден договор, но вредноста од него им се доделува на петте банки.

Ако се фокусираме на соединување и преземање за 2007 и 2008 година во однос на вредноста на целната компанија и бројот на трансакции во 2007 година, според овој критериум, на првите 10 позиции ги гледаме вообичаените "играчи", односно големите инвестициски банки (Goldman Sachs (Голдман Сах), Morgan Stanley (Морган Стенли), Merrill Lynch (Мерил Линч), и Lehman Brothers (Браќата Лехман)) плус универзалните банки кои активно се натпреваруваат во пазарот на инвестициско банкарство (Citi (Сити), JP Morgan (ЈП Морган), UBS (УБС), Credit Suisse (Кредит Суис), и Deutsche Bank (Дојче Банката)). Rothschild (Ротшилд) и Lazard (Лазард) кои заедно со чисти инвестициски банки се фокусирани на советодавни услуги и се на топ позициите. Бидејќи советодавните услуги не бараат никаква обврска од капитал, многу мали такви институции кои дури не се ни натпреваруваат во индустријата на услуги со преземен ризик, сепак, се добро рангирани, како на пример Gresham (Грешам) и Ever core (Еверкор). Правејќи споредба врз основа на бројот на трансакциите, очигледно е дека другите банки се натпреваруваат во сегментот на советување, но сите со различни стратегии. Во 2007 година, KPMG (КПМГ) е најдобар светски советодавач според бројот на трансакциите, но, исто така, и други фирми се добро позиционирани, како што се Deloitte & Touche (Делоит и Тоуше) или Ernst & Young (Ернст и Јанг). Овие банки имаат стратегија да се фокусираат на трансакциите кои се помали по обем, но побројни.

ГЛАВА 4 – ИНИЦИЈАЛНИ ЈАВНИ ПОНУДИ

4.1. Вовед

Оваа глава ги анализира главните карактеристики на понудата на капиталот, со посебен осврт на иницијалните јавни понуди, ИПО (во понатамошниот текст ИПО). ИПО е првата продажба на акциите на компанијата во јавноста и нивното појавување на берзата. Постојат повеќе различни аспекти за да се објасни ИПО. Ова Поглавје вклучува три главни теми. Прво, се обработува структурата на понудата. ИПО е општ термин, но постојат повеќе алтернативи, во зависност од типот на акциите кои се продаваат. Второ, се разгледува поставената цената на понудата. Цената, можеби е и најважната варијабла во понудата. Затоа е неопходно да се погледнат различните механизми за воспоставување на цена на ИПО. Трето, акцент е ставен на функционирањето на процесот на понудата во јавност.

4.2. Зошто компаниите преминуваат на јавни понуди?

Одговорот на ова прашање може да се промени во однос на иднината и перспективата на компанијата, кога се анализира самата компанија или перспективата на компанијата, кога се анализираат акционерите, но веројатно, најважната причина се готовите средства. Гледано од страна на компанијата, ИПО се случува за да се добие основачки капитал, со цел да се финансираат нови проекти и да се зголеми кредитната способност. Готовината, исто така, е фактор за акционерите, без разлика на тоа во кој облик се јавува. На пример, ИПО на една компанија е начин преку кој основачите може да ја зголемат својата ликвидност. Исто така, тоа е добар начин и за продажба на фирмата, односно, пак, причината се готовите пари. Секако дека со јавната понуда бизнисмените помагаат нивната компанија да има поголема вредност отколку што тие ќе ја добијат преку трговија. За приватните компании, ИПО е еден од омилените стратегии за излез, односно начин за вреднување на нивните инвестиции. Како последно, доколку акционерот, всушност, претставува државата, ИПО претставува приватизација на компанијата. Во 90 год., процесот на приватизација беше главниот двигател на ИПО активноста во многу европски држави.

Иако готовите пари се најважна мотивација за ИПО, јавната понуда е алтернатива за добивањето на готови средства преку приватна продажба. Имено, во последно време има тренд на т.н. „процес на двојна можност“. Во овој процес, индикациите за понудувачи во приватна продажба се добиени постепено со подготовките за ИПО. Овој процес на „двојна можност“ им дозволува на кандидатите на ИПО да ги земаат предвид сите излезни ситуации, а со тоа да ја претпочитаат таа со највисока вредност.

Постојат најмалку три причини кои не се поврзани со готовите средства, кога се разгледува можноста за ИПО, кои особено се однесуваат за иднината на фирмата, а тоа се : а) можност на преземање, б) репутација, и в) компензација на менаџментот.

Имено, што се однесува до можноста на преземање, компанијата може да купи друга компанија или преку плаќање во готовина или преку акции. Генерално, за да биде прифатено плаќањето со акции од купената фирма, мора да бидат дадени во јавноста и да се застапени на берзата. Во овој случај, достапна е јавна евалуација и, најбитно, акциите може да бидат ликвидирани во секој момент. Имено, ако компанијата сака да преземе стратегија на надворешно растење(преку преземања и соединувања), тогаш ИПО е еден начин да се поттикнат алтернативите за плаќање. Исто така, компанија може да одлучи да оди во јавноста, поради зголемување на позитивен имиџ. Како последно, компензацијата на менаџментот се смета за причина за одење во јавноста. Во многу од случаите, опциите со акции и други слични компензации се доволни за поттик на менаџментот.

Која и да е мотивацијата за јавна понуда, ИПО не доаѓа без никакви негативности. Како пример за тоа може да послужи товарот од задолжителните постапки и трошоци. Кога еднаш компанијата ќе излезе во јавноста, таа е под константна анализа од аналитичарите, институционалните инвеститори, кои ја следат компанијата и многу други субјекти. Исто така, корпоративната структура може да биде многу повеќе проблематична. Но, иницијалните јавни понуди не се слободни од директни и индиректни трошоци. Директните трошоци на ИПО се плаќаат на адвокатите, сметководителите, консултантите и, најбитно, инвестициските банки. Овие провизии на инвестициските банки варираат од земја во земја, но зависат и од други фактори. Индиректните трошоци, можеби, се и најбитните и најзначајните трошоци во ИПО. При ИПО, повратокот на првиот ден е во генерална позитива. Иако има исклучоци,

присуството на т.н. „под-ценовен“ процес е константно присутен. Под-ценовниот процес е трошок. Вредноста на парите, кои издавачот ги губи, може да биде пресметан како број на акциите издадени помножено со капиталниот профит од првиот ден. Односно, доколку продадеме 10 акции на пазарот за 10€ и истиот ден цената се качува на 11€, овие 10% претставуваат издавач трошокза компанијата, и тоа индиректен трошок.

4.3. Структура на понуда

Понудите може да бидат разгледани врз основа на различни критериуми, кои, пак, може да бидат разгледувани како четири алтернативни прашања.

4.3.1. Кои акции?

Ако новите издадени акции се продаваат, тогаш тоа е примарна понуда. Доколку постојните акции се за продажба, тогаш тоа е секундарна продажба. Примарните и секундарните понуди се интернационални термини, кои се различни во различни системи. Како на пример, во Велика Британија примарната понуда е понуда за претплата, додека секундарната е за продажба. Во суштина, финансиските пазари имаат тенденција да преферираат примарна понуда, додека, пак, при секундарната понуда парите завршуваат во џебот на акционерите. Имено, во секундарната понуда постојните акционери, всушност, ги продаваат своите акции и инвеститорите може да се запрашаат зошто, ако компанијата е добра, тие ги продаваат акциите. Исто така, и за акционерите ИПО е начин за добивање на готови пари. Поради тоа, повеќето од ИПО се комбинација од примарна и секундарна понуда, односно дел од акциите се ново издадени, а дел се веќе постоечки. Размерот од примарни во однос на секундарни акции се менува со тек на времето и за тоа не постои стандардно пазарно правило.

4.3.2. На кого ?

Релевантната дистинкција е поврзана со типот на инвеститорите кои даваат понуди. Се однесува на сите инвеститори и е јавна понуда, додека, ако е таргетирана на само институционални инвеститори, тогаш е приватна понуда. Терминот ИПО се однесува на јавната понуда, каде што се наоѓаат сите инвеститори. Повеќето од ИПО се поделени во

транши, секоја предводена од различни класи на инвеститори. Типичниот ИПО тогаш ќе има продажна транша и институционална транша. Иако размерот меѓу овие две транши варира, институционалната е, обично, на 70-80% од вкупните понуди. Понекогаш, особено во приватизацијата, се користат посебни механизми, каде инвестициската банка, која ги менаџира процесите, ја намалува институционалната понуда во корист на продажната понуда. Имено, институционалната транша е круцијална во процесот на формирање на цената. Обично, продажната транша бара многу детални информации, додека институционалната транша бара многу помалку документации и информации. Понекогаш, особено во поголеми ИПО, може да постои и транша формирана од пријатели и семејство, а и транша формирана од вработените, и во овие случаи, акциите се однесуваат на селектирана категорија на инвеститори. Генерално, понудената цена е иста за сите транши, но понекогаш зависи од правните системи, каде може да има различни цени. Во многу приватизации, постојат транши на вработените, чии акции се нудат со попуст.

4.3.3. Каде?

Понудата на капиталот може да биде домашна и интернационална, во зависност на тоа каде се понудени акциите. Оваа дистинкција не е поврзана со берзата каде се застапени акциите. Со други зборови, германска компанија може да ја комплетира интернационалната понуда, во однос на домашни и странски инвеститори и купувачи, а да биде застапена само на берзата во Берлин. Интернационалните понуди имаат тенденција да бидат посветени на странски институционални инвеститори, затоа што само неколку издавачи можат да си ги дозволат дополнителните трошоци на продажба на странска понуда. Најчестата структура е домашно јавно наддавање и интернационална приватна понуда. Но, за поголемите компании структурата е комбинација од повеќе јавни понуди и интернационална приватна понуда.

4.3.4. На кој пазар?

Една фирма може да биде застапена на домашниот пазар, но и на повеќе различни пазари. Повеќето од издавачите ги издаваат акциите во нивната земја. Тоа е поради фактот дека е полесно, а и во многу случаи и поевтино, или накратко, тоа е најповолно да се направи. Но, посебно во минатото, многу фирми одлучиле да бидат застапени и на

други пазари различни од домашните. Затоа доаѓа прашањето, зошто една фирма да биде застапена на странскиот пазар? Постојат четири одговори на ова прашање.

- Издавачот егзистира со специфично поле на работа и сите конкуренти се застапени на специфична берза, инвеститори, аналитичари, сите тргувачки активности од таа област се концентрирани во тој пазар, затоа за таа компанија е пожелно да е застапена на тој соодветен пазар.
- Издавачот има стратегија на соединување и преземање во странската земја. И како што е кажано претходно, издадените акции се во валутата на преземената компанија. Акциите, кои се застапени во земјата каде што инвеститорот има за цел да направи аквизиција, се и подобри. Многу европски фирми одлучуваат да бидат застапени на берзите во САД, сè со цел да се изврши преземањето со помош на акции.
- Домашниот пазар нема кредибилитет. Оваа причина објаснува зошто застапеноста на домашните компании на странските берзи била многу повеќе популарна во минатото, отколку сега, а причината лежи во тоа што домашниот пазар се развива и нема причина да се издаваат акции во странство. Но, сè уште акциите на некои компании од земјите од ЕУ, на пример, се, сепак, застапени на берзите во Токио, или Њујорк.
- Издавачот не ги исполнува условите кои ги наложува домашниот пазар. И покрај погоре кажаното, трендот кон двојна застапеност станува обратен, веројатно, поради големата длабочина на домашниот пазар, но и поради институционалните инвеститори кои стануваат се глобални. Но, ако една компанија одлучи да излезе на странски пазар, тој пазар, најверојатно, ќе биде Лондон или Њујорк.

4.4. Механизми на одредување на цените

Процесот на ИПО, обично, трае четири до шест месеци. Чекорите на овој процес, поготово крајните, конкретно се поврзани со механизмите на одредување на цени, кои, пак, се одбрани од издавачот и инвестициските банки.

Постојат три главни механизми за одредување на цени и дистрибуција на хартии од вредност: а) отворена цена, б) фиксна цена и в) аукции. Во отворената цена инвестициските банки агитираат со потенцијалните инвеститори и потоа прават понуда на цена. Во спротивно, во понудите на фиксните цени, понудената цена е дадена пред побарувањата на акциите да бидат доставени. Во аукциите се формира пазарна цена пред да бидат доставени понудите.

– **Отворена цена** - оваа тема е презентирана на инвеститорите за време на турнејата, која опфаќа во просек неколку недели. На инвеститорите им се сугерира опсег од цени. Базирани од оваа турнеја, инвеститорите се мотивираат да достават необврзувачки индикации на интерес, односно понуди. Притоа цената се гради од понудите, и врз основа на ова, условите на понуда се финализирани кратко пред да бидат акциите алоцирани. Една од клучните карактеристики на механизмот на отворена цена е таа што алокацијата на акциите меѓу институционалните инвеститори е одлучена од инвестициските банки врз основа на дискреција. Инвестициските банки бараат оваа дискреција да им помогне за да ги алоцираат акциите само на одбрани инвеститори, односно во прашање се инвеститори кои нема да ги продадат акциите наредниот ден. Потоа следува затворањето на периодот, со што инвестициските банки ги алоцираат акциите. Така, тие се на ризик само многу кратко време, односно меѓу затворањето и алокацијата на акциите. Понудите се неврзувачки, но поради природата на повторување на врската меѓу инвеститорите и инвестициските банки, многу е ретко некој инвеститор да ги отфрли понудите. Имено, процесот се затвора само кога има доволно побарувачка на понудената цена, во спротивно понудата ќе биде повлечена. Значи, постои многу мал ризик. Но, за да се заштитат од различни промени, банките ја користат клаузалата „forse majeure”, која им дозволува да ја повлечат трансакцијата под одредени услови.

– **Фиксна цена** - ова беше стандардна практика во Европа, но нејзината употреба се намалува, особено за поголеми понуди. Главната карактеристика на пристапот со фиксна цена е таа што издавачот и инвестициските банки, ја доставуваат утврдената цена пред понудата. Со други зборови, цената е фиксна со информација за пазарната побарувачка. Постојат два вида на понуда на фиксни цени: а) цврсто задолжение, б) најдобар обид.

Во првиот случај, инвестициската банка ја гарантира понудата, со што ја гарантира и целосната процедура на издавачот, без оглед на побарувањето. Во вториот случај, банката само ги доставува нејзините најдобри обиди сè со цел да ги продаде акциите, но без гаранција. Многу често е дадена минимална цена на понудата и, ако при затворањето нема доволно побарувачка, понудата е повлечена. Евидентно е дека цврстото задолжение е многу поризично за инвестициските банки, гледано од страна на ризикот за гаранција.

– **Аукција** - преку историјата, ова е најчестиот механизам на одредување на цените. Многу често била користена во Франција. Но, голем број на издавачи одлучуваат да го користат овој метод. Во аукцијата инвеститорите се поканети да дадат понуди за акциите, и кога понудата е покриена, акциите се алоцирани на единствена цена. Цената е дадена откако понудите се поднесени. Притоа, цената и правилата на алокација не се транспарентни, односно банката не мора да ги алоцира според највисоките понуди и може и да ги игнорира.

Моментално, најкорисен механизам за одредување на цени е механизмот на отворена цена, а ова посебно важи за институционалните транши. Продажните инвеститори многу често дозволуваат да пласираат понуди во продажните транши, но цената, пак, е дадена од институционалната транша. Со други зборови, многу ИПО користат хибриден пристап, со тоа што ги комбинираат фиксните понуди на продажни цени со механизмот на отворени цени. Овој хибриден пристап може да биде секвенцијален или стимулативен. Во секвенцијалниот хибриден пристап, цената е одредена пред продажната понуда да е отворена - продажните инвеститори знаат која цена ќе ја платат. Во стимулативниот хибриден пристап, институционалните и продажните понуди се случуваат во исто време, така што и продажните инвеститори ја знаат точната цена што ќе ја платат. Исто така, возможна е и средна опција, каде се објавува максимална цена и е лансирана продажната понуда, а притоа продажните инвеститори не ја знаат точната цена која ќе ја платат.

4.5. Главни чекори при ИПО процесот

Постојат три главни фази при ИПО процесот и тоа: а) подготовка, б) пристапување кон пазарот, в) преминување кон јавна понуда.

– **Подготовка** - веднаш по одлуката да се премине кон јавна понуда, почнува подготовката на проспектоот. Проспектоот всушност, е документ кој ја содржи информацијата во однос на издавачот и на самиот исход. Проспектоот дава целосно разоткривање на бизнисот на фирмата и е главен маркетиншки и заштитнички инструмент за инвеститорите. Поедноставената верзија на проспектоот, понудениот циркулар, е адресиран на институционалните инвеститори. За да може да се подготви проспектоот, направени се два типа на вредности. Прво, како посебна вредност се анализира физибилноста и одржливоста на бизнис-планот. Второ, легалното вреднување ги зема предвид структурата на проспектоот и содржината. Точната репрезентација на фактите и ризикот се од битно значење за избегнување на тужби. Имено, во многу правни системи издавачот, неговата инвестициска банка, а понекогаш и агенцијата на верифицирање се должни за содржината на проспектоот. Типичната содржина на проспектоот содржи информации за ризичните фактори кои можат да влијаат на идните перформанси, на стратегијата на компанијата, нејзината конкурентна предност, на квалитетот на искуството од менаџментот и други фактори.

– **Пристап кон пазарот** - оваа фаза започнува со публикација на пред- истражувачки извештај. Пред да се издаде овој извештај, потенцијалниот ИПО е неоткриен на јавноста. Истражувачкиот извештај се подготвува преку аналитичарите од инвестициската банка која ја менаџира понудата. Потоа, следува некој одреден период, или со други зборови, инвестициската банка не открива никаков друг извештај за издавачот неколку дена по објавувањето. Ова правило, кое е типично за САД, се применува и во многу други земји. Целта на овој одреден период е да се избегнат препораките од аналитичарите насочени кон зголемување на пазарната побарувачка и зголемување на цената. Кога е издаден извештајот и со тоа откриен ИПО, инвестициската банка почнува со пред -маркетиншки чекори, неформално агитирање кон институционалните инвеститори сè со цел да добијат идеи за исходот на целиот процес. Понекогаш, овие информации може да се случат и пред издавањето на извештајот, обично со доверливи инвеститори. Со оваа практика, банката дава доверливост кон планираниот ИПО и некои главни инвеститори. По пред-маркетиншкиот чекор, се одредува опсегот на цената. Широчината на опсегот е многу варијабилна почнувајќи од 10% до 20% или повеќе. Валуацијата ќе се рефлектира кон мислењето

одредено за време на пред-маркетиншкиот чекор. Кога ќе се одреди цената, почнува турнејата. Обично трае неколку недели, но, сепак, е многу интензивно време. За некои мали европски понуди, може да трае и помалку од неколку недели, алутирајќи на главните европски центри, додека, пак, за поголеми понуди, обично, трае една недела во Европа и една недела во САД. Менаџментот на издавачките компании и инвестициските банки презентираат на институционалните инвеститори. Турнејата комбинира презентации на публиката на потенцијалните инвеститори со состаноци од помали групи, еден на еден, со најважните инвеститори. Обично, само инвеститорите, кои се претпоставува дека ќе бидат заинтересирани, се поканети на презентациите, и тоа се нарекува таргетирање на инвеститорите. Потенцијален недостаток на големите презентации е кога една личност има соодветен проблем и го изнесува на една презентација, па се случува и другите присутни, кои не помислувале на конкретниот проблем, да бидат загрижени. Спротивно на ова, многу инвеститори преферираат да ги поставуваат нивните прашања приватно, сè со цел да ги оневозможат другите инвеститори да добијат информации, кои тие би ги добиле. За време на периодот на турнејата, се побаруваат неврзувачки понуди.

– **Преминување кон јавна понуда** - издавачот и инвестициската банка ја одредуваат цената на понудата за време на таканаречен состанок за цени. Ова е круцијален момент бидејќи издавачот сака да извлече максимум од процесот, инвеститорот сака да направи добра зделка, а инвестициската банка е меѓу нив. Обично, европските ИПО, ретко излегуваат со цени надвор од опсегот, во спротивност од тие во САД, каде 50% од ИПО излегуваат со цени кои се надвор од опсегот (Citigroup 2005). Овој резултат може да се добие поради поголемата важност дадена на пред-маркетиншкиот чекор во Европа. Со други зборови, опсегот на цените е одреден во согласност со пазарниот одговор. Во институционалната трансакција, алокацијата е направена врз основа на дискреција. Во спротивно од тоа, во продажната трансакција алокацијата е направена на недискриминирачка основа, во зависност од правното уредување. По давањето на цени и алокација на акциите, започнува тргувањето. Но, работата на инвестициските банки не завршува овде, поради тоа што тие и понатаму продолжуваат да ја стабилизираат цената на акциите за време на првите денови од тргувањето, при процес кој е наречен стабилизација.

ГЛАВА 5 - ПОНУДА НА ОБВРЗНИЦИ - ДОЛЖНИЧКА ПОНУДА

5.1. Вовед

Понудата на обврзници не се разликува од понудата на капитал. Субјектите кои се вклучени се истите: издавач, инвеститори и субјект помеѓу нив кој е задолжен за целата процедура. Исто така, и самиот процес е, прилично, ист. Но, круцијална задача во овој тип на активности е вреднување на хартиите од вредност кои се понудени. Затоа, овде станува јасна вистинската разлика меѓу понудата на обврзници и акции. Во просек, многу е полесно да се вреднуваат обврзници споредено со вреднувањето на капиталот. Провизијата која ја наплаќаат инвестициските банки за управување на понуда за обврзници е многу помала од таа за управување на иницијална јавна понуда (IPO). Една од причините, која објаснува зошто обврзниците се полесни за вреднување отколку акциите, е поврзана со кредитните рангирања кои, пак, се мислења за кредитоспособноста на правното лице или компанија, изразени од независни и реномирани агенции. Присуството на рејтинзите многу ја олеснува работата на инвестициските банки кога ги оценуваат и вреднуваат обврзниците.

Додека, навидум, здружувањето на заеми изгледа слично со понудата на хартии од вредност, всушност, тоа е многу различно. Најважната разлика е во отсуството на инвеститори. Впрочем, многу едноставна дефиниција за здружување на заемите е следната - тоа е заем кој е премногу голем за да биде одобрен од една единствена банка и за кого има потреба од склоп на повеќе банки, односно здружение, кое ќе биде координирано од водечка банка. Како резултат на тоа, секоја банка од тоа здружение позајмува пари на побарувачот, додека, пак, при понудата на обврзници, хартиите од вредност се купуваат од инвеститорите. Тогаш, ако обврзниците и заемите се различни, зошто двата поима се во оваа глава? Обврзничките хартии од вредност имаат многу заедничко со кредитите, всушност, цените на обврзниците го рефлектираат моделот на бизнисите поврзани со позајмување. Ова, всушност, и го објаснува фактот зошто комерцијалните банки преминаа во бизнисот за гаранција на обврзници.

Оваа глава најпрво прикажува краток преглед на понудата на обврзници. Следниот дел е посветен на кредитната способност. Потоа следува објаснување околу процесот со хартии од вредност и хибридни инструменти. Последниот дел го објаснува здружувањето на заеми.

5.2. Понуда на обврзници

5.2.1. Дефиниции

Обврзниците се класифицираат врз основа на пазарот од каде се издадени. Обврзничките пазари се или национални, или тоа е Европски пазар на обврзници. Националните, од друга страна, може да бидат поделени на две категории- домашни и странски пазари. Домашните обврзници се, всушност, обврска на домашниот издавач, кои се понудени на домашниот пазар. Како на пример: обврзница која е издадена и која се тргува во Франција, од француски издавач, е домашна обврзница. Од друга страна, пак, странска обврзница е обврзница издадена од странски издавач, како на пример: обврзница издадена и тргувана во САД од германски издавач. Евро-обврзниците се именуваат во специфична земја, но се издаваат во други земји во именуваната валута. Тие се разликуваат од странските обврзници по тоа што Евро обврзниците, обично, немаат потреба од регистрација. Евро обврзниците, обично, се кориснички обврзници, односно поседокот е доказ на сопствеништво. За разлика од тоа, странските обврзници имаат тенденција да се регистрираат, односно името на сопственикот е на самата обврзница и е снимена од издавачот. Корисничките обврзници имаат тенденција повеќе да се ликвидни, и како резултат на тоа, обично, имаат помал приход во споредба со регистрираните обврзници.

Исто така, обврзниците може да бидат класифицирани и врз основа на нивниот тип. Иако финансиската иновација има донесено неколку различни типови на обврзнички хартии од вредност, можно е обврзниците да се класифицираат во четири широки категории:

- Обврзници со фиксна стапка. Оваа категорија ги вклучува обврзниците со фиксен купон (fixed coupon bonds) и обврзници со нулта купон (zero-coupon bonds);
- Обврзници со флукуирачка стапка. Стапките на купоните се индексирани врз основа на референтни стапки. Многу покомплексни

структури можат да бидат создадени, како на пример: при спротивна флукура, односно стапката на купоните се намалува кога каматната стапка се зголемува;

- Обврзници поврзани со капиталот. Постојат два типа вакви обврзници: конвертибилни обврзници и обврзници кои имаат гаранција на капиталот. Во овој случај, исто така, може да биде создадена комплексна структура, како на пример: на некои обврзници им се наплатува купон индексирани според определен репер на берзата и
- СХВ (Средства врз основа на хартии од вредност) - (ABS- Asset Based Securities). Овие средства се издадени и поддржани од други средства (хипотекарни заеми, потрошувачки кредити и слично) како дел на процесот со хартии од вредност.

5.2.2. Процес при издавање на обврзници

Како што е наведено погоре, процесот на понуда на обврзници не е многу различен од тој на понуда на капиталот. Субјектот, кој се грижи околу целата процедура, го организира процесот со можност за покана на дополнителна група банки, со што се формира групата за управување. Исто така, поканети се и други правни субјекти кои со сигурност ќе ги купат овие обврзници и ќе го преземат ризикот (underwriting) и правни субјекти кои со сигурност ќе ги купат за да ги препродадат обврзниците. Слично како и понудата на капиталот, провизијата може да биде поделена на: провизија за управување, провизија за гаранција и концесиска продажба. Провизијата е добиена од попустите на цените со кои се продаваат обврзниците на здружените банки. Да претпоставиме дека имаме обврзница со издавачка цена од 1000€ и бруто распон со 2%. Тогаш, банката организатор ги купува обврзниците од издавачите за 980€(минус 20€ за бруто распонот) и ги продава на купувачите кои го преземат ризикот (underwriters) за 985€ (5€ провизија за управување) и на продавачите за 990€. Разликата од 990€ и 985€ е 5€ е распон за гаранција(underwriting spread). Продавачите може да ги продадат обврзниците на крајниот инвеститор за 1000€, притоа земајќи 10€ од концесиската продажба. Интересно е што провизијата, наплатена од инвестициските банки, е под директно влијание на меѓусебната врската помеѓу банката која ја уредува целата процедура и издавачот, мерена преку претходните трансакции издадени од издавачот и уредени

од истата инвестициска банка. Притоа, многу поинтензивна врска е асоцирана со помала провизија. Временскиот тек при издавање на обврзници започнува со давањето на мандат од страна на издавачот на инвестициската банка. Наредниот чекор, кој се случува по 14 дена, е објавувањето, по 10 дена следува понудата, за по 14 дена да се затвори целиот процес.

Основниот чекор започнува со тоа што банката добива мандат од потенцијалниот издавач. Банката и издавачот ги дискутираат условите на издавање (тип, доспевање, купон и слично). Покрај тоа што банката го формира процесот таа подготвува и мислења за кредитоспособноста, што е од клучна важност кога обврзницата не е рангирана од независна агенција. Исто така, инвестициската банка подготвува пред-маркетинг активност, со која неформално агитира кон инвеститорите сè со цел да се добијат можни информации за исходот. Притоа мора да се напомене дека карактеристиките на обврзниците остануваат привремени сè до денот на понуда. Иако условите се привремени, сепак се објавуваат на пазарот и тоа обично неколку недели пред да биде даден мандатот. Со објавувањето на издавачките услови отпочнува целокупниот процес. Потенцијално, издавањето е објавено кога мандатот е даден на инвестициската банка. Со други зборови, пазарот е свесен за потенцијалните обврзнички исходи уште од почетокот на основната фаза. Деталите за карактеристиките на обврзниците се објект на дефинирање во почетната фаза и се пуштени пред да почне процесот.

На крајот на првиот период, донесени се одлуки за крајните услови и потоа се дава цена на обврзницата. Давањето цена на обврзницата, обично, е изразено во термини со кредитен распон, кој, пак, е разликата меѓу каматната стапка платена и неризичната стапка со истата доспеаност. На денот на понуда се купуваат обврзниците од издавачот, иако издавачот нема да ги добие средствата сè до денот на затворањето.

Целиот овој процес се случува кога имаме трансакции од т.н. „сив“ пазар. Во овој тип на трансакции, инвеститорите тргуваат со обврзници, дури и кога исходот не се случили поради тоа може да се разгледува како форвард пазар бидејќи договорот за трансакциите од сивиот пазар може да се случат само после денот на понудување. Сивиот пазар дава информации за сите обврзници кои се понудени и овде улогата на банката во агитирањето на пазарот да ги вреднува обврзниците е намалена.

Во понудата на обврзниците инвестициската банка обезбедува услуга на стабилизација, со што влијае на цената на обврзницата на пазарот во времето од денот на понудата до денот на затворањето. Како и секоја понуда на капиталот, механизмот е базиран на вкупниот дел од хартиите од вредност.

Во понудата на обврзниците, исто така, се користи алтернативна издавачка процедура именувана како „договор за купување“. Во овој договор, инвестициската банка ја купува целата емисија од издавачот, притоа давајќи ги условите пред самиот процес на известување. Тоа коренспондира со приодот кон фиксната цена на понудата на капиталот. Приодот со помош на овој договор овозможува намалување на времето на издавање, но резултира со поголема несигурност за инвестициските банки за крајниот резултатот бидејќи имаме прескокнување на некои делови од процедурата. Има тендеција да биде користен ваков тип на договор кога пазарните услови се стабилни и ликвидноста е на високо ниво.

5.3. Кредитен рејтинг

5.3.1. Дефиниции

Кредитен рејтинг е мислење за можноста за пропаѓање на издавачот или какви било негативности на хартијата од вредност издадена од издавачот. Рејтингот на издадената хартија од вредност може да биде различен од тој на издавачот, каде очигледно првото зависи од второто, но се вклучени и дополнителни варијабли во рејтингот на издадената хартија од вредност, како на пример: староста, присуството на случајни хартии од вредност и друго. Кредитните рејтинзи имаат големо влијание на кредитниот распон и на бруто распонот. Колку е полош рејтингот, толку се повисоки и двата распони. Лош кредитен рејтинг асоцира на повисок стандарден ризик. И како последица на тоа инвеститорите ќе бараат повисока каматна стапка, а за инвестициската банка ќе биде релативно потешко да ја вреднуваат и да ја реализираат обврзницата. Во некои правни системи, финансиските регулации се врзани со кредитните рејтинзи, како на пример, во многу земји некои институции, како што се осигурителните компании или пензиските фондови, може да купат хартии од вредност кога рејтинзите се над определено ниво. Главната регулација на банките, исто така, парцијално е поврзана со кредитните рејтинзи

ИНВЕСТИЦИСКО БАНКАРСТВО

бидејќивозможен начин да се пресмета минималниот задолжителен капитал е базиран врз основа на рејтингот од позајмувачите зададени од независни агенции.

Скалилата на рејтинзите се идентични и за издавачите за издадените среднорочни и долгорочни хартии од вредност (со рок на доспевање поголем од една година), додека скалилата на рејтинзите од краткорочните хартии од вредност се различни. Табелата 6.1. ги прикажува скалилата на рејтингот на три најважни известувачки агенции: Мудис (Moody's), Стандард и Пурс (Standard and Poor's, S&P), и Фитч (Fitch).

Табела 5.1. Скалила на рангирање			
Панел А –Рејтинг на издавачот и издадените долгорочни хартии од вредност			
	Moody's	Standard and Poor's	Fitch
Инвестициона оценка	AAA	AAA	AAA
	Aa	AA	AA
	A	A	A
	Baa	BBB	BBB
Шпекулативна оценка	Ba	BB	BB
	B	B	B
	Саа	CCC	CCC
	Са	CC	CC
Пропаѓање	D	D	D
Панел В –Рејтинг на издадени краткорочни хартии од вредност			
	Moody's	Standard and Poor's	Fitch
Инвестициона оценка	P-1	A-1	F-1
	P-2	A-2	F-2
	P-3	A-3	F-3
Шпекулативна оценка	/	B	B
		C	C
Пропаѓање	D	D	D

Извор:www.tdsecurities.com/InvestmentBanking

Агенциите многу често ги модифицираат рејтинзите во самата класа на рангирање, сè со цел да дозволат подобра дефиниција на кредитниот квалитет. Како на пример, Мудис ја модифицира Ваа категоријата во

Vaa1, Vaa2 и Vaa3, додека Фич ја модифицира категоријата BBB во Vaab,BBB, BBB.Слични модификации има и во другите класи.

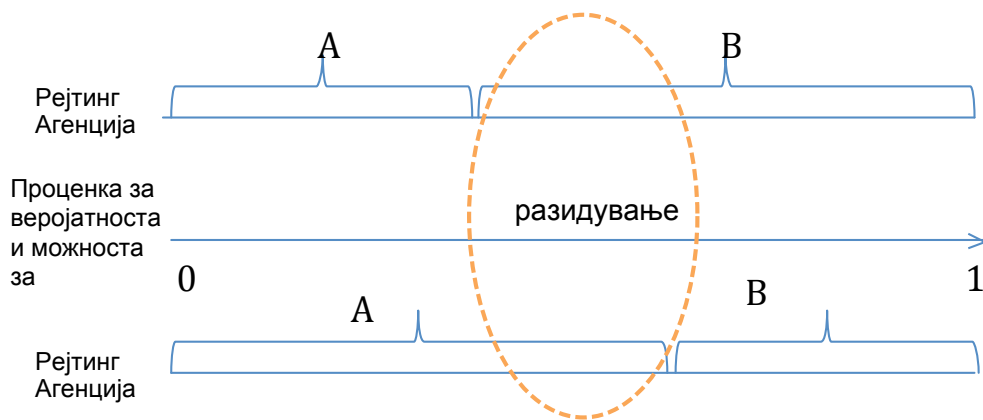
Рејтинзите традиционално се класифицирани во две категории, со исклучок на стандардните, и тоа во: а) инвестициони оценки и б) шпекулативни оценки. Хартии од вредност за инвестирање, кои имаат оцена од BBB или подобра, се сметаа за најбезбедни хартии од вредност. Хартии од вредност со шпекулативна оценка, имаат оцена пониска од BBB и се сметаат за високо ризични инвестиции.

5.3.2. Поделени рејтинзи

Некои издавачи и издадени хартии од вредност се рангирани од повеќе агенции. Поделен рејтинг се случува кога агенциите ќе назначат различни рејтинзи за иста хартија од вредност/издавач. Во финансиската литература поделениот рејтинг значи индикатор за неразбирливост. Зошто поделениот рејтинг асоцира на нејасни и неразбирливи процеси на издавање на хартии од вредност и издавачи? Идејата е едноставна. Преку нивната анализа агенциите за рејтинг ја вреднуваат веројатноста и можноста за пропаѓање на издавачот кој ја издал хартијата од вредност. Но, оваа претпоставка може да се потврди откако ќе се случи пропаѓањето на самиот издавач. Да претпоставиме дека постојат само две категории- А и Б. Тие хартии од вредност што се оценувани со А се добри, додека пак, останатите се хартии од вредност кои имаат големи шанси да завршат со негативен ефект врз инвеститорите. Така,рејтинг агенциите прават два типа грешки: а) преценување и б) потценување. Товарот и од двете грешки се враќа со негативен ефект врз самата рејтинг агенција. Цената на преценување е поврзана со загубата поради довербата на инвеститорите да инвестираат во, наводно, безбедни хартии од вредност (според мислењата на агенциите) што, по определено време, се покажува дека било грешка. Цената на потценување е поврзана со издавачот кој добива многу полошо од заслужениот рејтинг (со тоа што плаќа поголема сума за издадените акции). Агенциите мора да ги конвертираат претпоставките од стандардните веројатности во категорија на рангирање; тие мора да одберат дали ќе ги сместат хартиите од вредност и нивните издавачи во група А или Б. Колку е покonzервативен тој што рангира, толку е помала бројката на хартиите од вредност и издавачите кои ќе бидат сместени во А групата. Со други зборови, малку хартии од вредност добиваат А затоа што тој што

рангира сака да ги минимизира трошоците на преценување. Ако две агенции за рангирање се еднакво конзервативни, тогаш нема да постои поделен рејтинг, затоа што и двете ќе ја одберат истата делба. Ако еден рангирач е многу поконзервативен од другиот, тогаш ќе постои поделен рејтинг. Имено, конзервативноста на рејтинг агенциите се зголемува со несигурноста и нејаснотиите кои може да се јават во однос на хартиите од вредност кои се рангираат. Повисока нејаснотија ќе води кон тоа двете рангирачи да грешат кога ќе се гледа безбедната страна, но едната (таа поконзервативната) да греша многу повеќе. Како резултат на тоа, исходот од делење на рејтингот ќе ја зголеми нејасноста. Фигурата 6.2. ја илустрира основната идеја на претходно кажаното.

Фигура 5.2. Модел за поделени рејтинзи



Извор: S&P 2002

Овде се поставува важно прашање во однос на тоа дали банките може да се доведат во ваква ситуација при самото интерно рангирање во споредба со небанкарските институции. Ограниченоста теориски го објаснува постоењето на банките. Позајмувачите би требало да бидат подобро информирани за нивните инвестиции отколку тие што позајмуваат. Но, тие што позајмуваат одбираат да делегираат мониторинг на банките, кој, пак, е ограничен за истата причина: заемите се информативно сензитивни и поради тоа е тешко да се надгледуваат од субјекти кои не се дел од банките. Дури и поликвидни финансиски инструменти, како тргување со хартии од вредност од страна на банките, може да доведе до ситуација на неразбирливост при рејтинзите. За разлика од заемите, средствата за тргување се транспарентни, но

тие, исто така, се лесни за промена и поради тоа банките не може да се постават на специфични позиции. Но, искуството покажува дека некои рејтинг агенции не се согласуваат многу повеќе со рејтинзите на банкарските институции, отколку со небанкарските институции. Веројатноста да се јави поделен рејтинг се зголемува со зголемување на вредноста на готовината, заемите и хартиите од вредност и се намалува со зголемување на вредноста на недвижности, капитал и големината на банката.

5.3.3. Поттикнати и непоттикнати рејтинзи

Агенциите наплатуваат провизија за рејтинзите кои се побарани од издавачите. Овие рејтинзи се нарекуваат поттикнати рејтинзи. Издавачите ги поттикнуваат прелиминарните рејтинзи, врз основа на резултатот и потоа тие одлучуваат дали ќе ги објават на пазарот или не. Но понекогаш рејтинг агенциите даваат рејтинзи и без да бидат побарани од издавачите и овие се непоттикнати рејтинзи. Но, мора да се напомене, дека повеќето од рејтинзите се поттикнати. Непоттикнатите рејтинзи по слободна проценка се движат помеѓу 6% и 27% од вкупните рејтинзи дадени во земјите во развој последните 10 години. И покрај нивната мала застапеност, праксата на назначување непоттикнати рејтинзи поттикнува дебата меѓу издавачите и агенциите. Во принцип, непоттикнатите рејтинзи треба да се сметаат како помалку информативни, отколку поттикнатите рејтинзи, поради што менаџментот на издавачот не учествува во процесот на рангирање. Затоа, најчесто, непоттикнатите рејтинзи имаат тенденција да се полоши од поттикнатите рејтинзи. Оние кои наоѓаат дека непоттикнатите рејтинзи се полоши од поттикнатите, даваат три објаснувања за тоа. Прво, агенциите може да бидат покonzервативни кога се доделуваат непоттикнати рејтинзи затоа што тие имаат помалку информации. Многу веројатно е дека агенциите преферираат да грешат на сметка на безбедната страна кога немаат информации, а тоа резултира со многу помалку поволни непоттикнати рејтинзи. Второ, агенциите може да ги уценуваат издавачите, со што би ги натерале да платат за поттикнатите рејтинзи. Идејата е следната: агенциите може да издадат подобри поттикнати рејтинзи, со цел да ги зачуваат постоечките клиенти и полошите непоттикнати рејтинзи со цел да привлечат нови клиенти. Трето, можно е само подобри издавачи да поттикнат рејтинг, што ќе резултира со просечно лоши непоттикнати рејтинзи. Тешко е да се каже кое е точното објаснување затоа што нема

истражувања кои се еднозначни. Затоа, сè уште не е јасно дали има систематска разлика помеѓу поттикнувачите и дали постои разлика во поттикнувањето и кој е изворот на таа разлика.

5.3.4. Дали рејтинзите се поважни во оценувањето на обврзниците?

Кредитните рејтинзи се од круцијална важност за да се одреди провизијата наплатена од банките и каматната стапка наплатена од издавачот ((Morgan andStiroh (2001), Livingston and Miller (2000), Gabbi and Sironi (2002)).Рејтинзите сами по себе ги објаснуваат 50% од распонот на варијанцата. Но, исто така, други карактеристики играат важна улога, како на пример: созреаноста, купонот и слично. Постојат две варијабли кои влијаат на кредитниот распон на обврзниците на кои треба да се обрне внимание. Прво, репутацијата на банката која го води процесот. Ливингстон и Милер (Livingston and Miller-2000) наоѓаат дека престижните банки се асоцираат со пониски провизии. Кредитните распони се, исто така, помали за престижните банки кои сугерираат дека репутацијата на инвестиционите банкарски им дава на инвеститорите, на некој начин, сертификат за вредноста на обврзничкиот исход. Второ, староста на обврзниците. Субординираните обврзници даваат поголем кредитен распон и покрај контролата на кредитниот рејтинг. Овие резултати се изненадувачки со тоа што рејтинзите ги подигаат информациите за староста на обврзниците. Имено, агенциите имаат тенденција да ги рангираат субординираните исходи со пристап на „врежување”,односно осврнување на еден дел од соодветниот постар издавачки должнички рејтинг. Ако постариот должнички рејтинг е со шпекулативна оценка, тогаш други делови се извадени. Како резултат на тоа, кредитниот рејтинг на подредената обврзница ќе го рефлектира понискиот рејтинг. Фактот дека подредените обврзници даваат поголема каматна стапка навестува дека инвеститорите бараат повисок премиум на ризикот од подредените обврзници, отколку онаа која имплицира на процедурата на врежување дадена од агенциите за рејтинзи. Иако рејтинзите не се единствените варијабли кои ги објаснуваат обврзничките кредитни распони, тие, сепак, се многу важни. Инвеститорите придаваат важност на битната улога на агенциите за рејтинзи. Но довербата која инвеститорите ја имаат во агенциите за рејтинзи е докажана дека е опасна, особено за некои обврзници кои се пораснати неочекувано. Прашањето е дали инвеститорите да продолжат и понатаму да им

веруваат на ваквите агенции. Генерално кажано, тие и понатаму веруваат. Но, Милер (Miller2009) наоѓа дека точноста во рангирањето при објаснувањето на кредитните распони се рефлектира од некои обврзнички карактеристики, како на пример, самото рангирање. Додека рангирањето го предвидува прилично точно кредитниот распон на топ рангираните обврзници, се гледа многу помалку информации за полошо рангираните исходи. Инвеститорите сметаат дека добриот рејтинг е поинформативен, отколку лошиот. Со други зборови, добриот рејтинг е безбеден, а лошиот во просек е поризичен, но не мора да значи. Топ рангираните обврзници даваат во просек помал кредитен распон, релативно со тој од полошо рангираните обврзници. Спротивно од ова, полошо рангираните обврзници плаќаат во просек поголем кредитен распон. Но, кредитниот распон може да биде прилично поголем или помал во однос на просекот, во зависност од специфичната обврзница.

Овие наоѓања ја поддржуваат идејата дека инвеститорите им веруваат на агенциите за рејтинзи и таа е лимитирана на топ рангираните обврзници, додека, пак, за полоши исходи инвеститорите веруваат на рејтинзите кои се намалуваат.

Исто така, зависноста и довербата на инвеститорите од рејтинзи, зависи од кредитниот пазарен круг. Miller (2009) користат AAA-BBB распон да го заменат кредитниот пазарен круг. Кога ликвидноста на пазарот е голема, овој распон се стеснува, додека, пак, пристапот до кредит (заем) е сè поскап кога распонот е поширок. Зависноста на инвеститорите од рејтинзите има тенденција да се намалува кога AAA-BBB распонот е поширок. Зошто? Едно можно објаснување за ова е дека е базирано на ограниченост. Кога кредитниот пазар е помалку пристапен, издавачите наоѓаат потешкотии да ги продадат обврзниците. Како резултат на тоа, тие може да ја прикажат добрата информација, притоа криејќи ја лошата информација. Оваа идеја е потврдена од фактот дека веројатноста на поделениот рејтинг се зголемува со AAA-BBB распон. Ако издавачите се поограничени, инвеститорите може да направат дополнителен скрининг при селекција на обврзниците, притоа барајќи различна каматна стапка од таа во рејтинзите.

Наместо заклучок: иако инвеститорите се поткрепуваат на рејтинзи кои не изгледаат константни преку време, сепак кредитните рејтинзи се сè уште круцијална варијабла во одредување на обврзничкиот кредитен распон и провизијата наплатена од инвестициските банки.

5.4. Процес на секјуритизација

Процесот на секјуритизација е процес преку кој кредитите идруги побарувања се ре-пакирани и пласирани на инвеститорите во вид на обврзници. Инвеститорите купуваат ваков тип на хартии од вредност кои се „поддржани“ од кредити и побарувања. Овие обврзници се наречени хартии од вредност поддржани или поткрепени со средства (Asset Backed Securities). Ризикот од кредитите или побарувањата е трансформиран од банката која иницијално го изложува на пазарот со обврзници. Секјуритизацијата дозволува трансформирање на неликвидни средства во средства кои се тргуваат. Самата трансакција генерира готовински приливи на основачот, кој, пак, може да биде искористен за зголемување на бизнисот без зголемување на основачкиот капитал. Во типична трансакција, СПВ (Special Purpose Vehicle) е основано од банката. Ова всушност е одделна компанија која од основачот ги купува средствата кои се во процесот на секјуритизација. Оваа купопродажба е финансирана преку издавање на обврзници, кои, пак, понатаму се именувани како АБС (Asset Backed Securities). Да разгледаме пример со дадена банка. Банките мора да го почитуваат минималниот основачки капитал кој е мерен преку процентот на ризичните средства. Да претпоставиме дека една банка држи минимум од капиталниот услов за нејзините средства. Единствениот начин да се дозволат други заеми е преку враќање на постоечките заеми или преку зголемување на основачкиот капитал. Алтернативна солуција е преку процесот на секјуритизација. Преку секјуритизација, банката се „ослободува“ од определена група на хомогени кредити (на пример хипотекарните кредити), со што се генерираат парични средства сè со цел да бидат инвестирани во нови заеми. Исто така, инвеститорите имаат бенефиции од овој процес, со тоа што имаат пристап до инвестиции во хартии од вредност поинакви од претходно достапните. Овие средства даваат висок премиум во споредба со исто рангирани корпоративни обврзници. Сето тоа е поради нивната релативна комплексна структура и ризикот кој се презема.

Секако квалитетот на овие хартии од вредност е во зависност од квалитетот на средствата кои се секјуритизирани. Секое средство, чиј готовински тек може респективно да се предвиди, може да се стави во процесот на секјуритизација - од кредитни картички или трговски побарувања, до секој тип на банкарски заеми.

Повеќето од трансакциите во овој процес на секјуритизација, вклучуваат и т.н. кредитно подобрување или кредитно зајакнување. Улогата овде е да се зголеми квалитетот на издадените обврзници. Многу мал број средства во овој процес на секјуритизација може да бидат во повисоко рангираните хартии од вредност опфатени со секјуритизацијата. Овде постојат повеќе техники кои, пак, грубо може да бидат класифицирани во две категории - внатрешни и надворешни. Меѓу внатрешните техники важно е да се споменат следните: а) транширање-обврзниците се издаваат на повеќе транши со различна подреденост; б) преголема загарантираност- односно вредноста на средствата трансформирана во СПВ е поголема од обврзниците кои се издадени за да ги покријат загубите и в) парична гаранција- сметка дадена од издавачот како гаранција за обврзниците. Алтернативно, издавачот може да купи надворешна гаранција од банката или осигурителната компанија. Скоро истата цел може да се добие преку кредитните деривати. Имено, овие трансакции, обично, се нарекуваат синтетичка секјуритизација. Главната разлика меѓу синтетичките и традиционалните секјуритизации е во тоа што во првото не постои генерирање на готовина.

5.5. Хибриди

Хибридните хартии од вредност се мешавина на долг и капитал. Хибридните може да бидат структурирани во неколку различни форми, а наједноставната е конвертабилната обврзница. Поседувачите на конвертабилни обврзници ја имаат опцијата на размена на хартиите од вредност за фиксен број (соодносот за конверзија) на заеднички удели. Како алтернатива, но многу слична структура, е базирана на комбинацијата од долг и гаранција. Важно е да се спомне дека конвертабилните обврзници и тие што даваат гаранција се само еден тип на хибридни хартии од вредност. Како на пример, задолжителни конвертабилни се оние хартии од вредност каде поседувачот на обврзници е приморан да ги конвертира во капитал при доспевањето бидејќи нема друга опција.

Постојат повеќе можни мотивации за издавање на конвертабилни обврзници. Прво, конвертабилните обврзници може да ги решат проблемите на асиметрична информација (Brennan and Schwartz 1980). Некои фирми се многу поограничени од другите, и не многу разбрани од инвеститорите. Како резултат на тоа, овие фирми може да бидат

принудени да издадат хартии од вредност, долг или капитал, со повисок степен на ризик, поради тоа што инвеститорите неможат точно да го предвидат ризикот. Со конвертабилните обврзници, предвидувањето на ризикот е помалку релевантно. Очекуван пораст на ризикот ќе ја намали вредноста на долгот, додека, пак, ќе го зголеми на опцијата претставена со конвертабилите, и обратно. Со други зборови, разликата во ризикот произведува спротивни ефекти во вредноста на долгот и компонентата на опцијата. Поради тоа, естимацијата на ризикот е помалку битна, со што се овозможува поевтино подигање на капиталот. Еквивалентен поглед е да се земе во предвид конвертибилна обврзница од капитал и осигурање. Ако фирмата е ризична, капиталот во конвертибилната има помала вредност и осигурањето има поголемо вредување. Ако фирмата е помалку ризична, капиталот во конвертабилната е вреден повеќе и осигурувањето е помалку вредно. Така, конвертабилите се помалку сензитивни на проценувањето на ризичноста на фирмата и менаџментот и инвеститорите може да се договораат на цена за конвертибилна обврзница многу подобро и полесно, иако тие не се согласуваат за ризикот.

Второ, конвертабилите дозволуваат на менаџментот да ги искористат нивните информации за идните перформанси на нивните фирми. Издавачите кои очекуваат нивната цена на акциите да се зголеми со текот на времето, може да ги гледаат конвертабилните долгови како т.н. „одложен капитал“. Со други зборови, исто е како да се издава капитал во иднина за цена поголема од постоечкото ниво. Алтернативно, конвертабилните обврзници може да се гледаат и како „ефтин долг“. Да претпоставиме дека менаџерот верува дека на пазарот се преценува ризикот на фирмата така што бара поголем кредитен распон (според мислењето на менаџерот). И наместо да се издаде обична обврзница, фирмата ќе издаде конвертабилни обврзници, чија компонента во опцијата ќе го рефлектира преценетиот ризик.

Трето, во зависност од нивните спецификации, конвертабилните хартии од вредност се третирали различно од агенциите за рангирање. Како на пример: задолжителни конвертабили овозможуваат издавачот да може да го зголеми капиталот, со што би го зачувал кредитниот квалитет при плаќањето на каматите кои не подлежат на оданочување.

Четврто, некои институционални инвеститори специјализираат во конвертабилни хартии од вредност. Така, издавањето на конвертабили

им овозможува на фирмите да ја прошират базата на инвеститори, многу повеќе од базата на стандардниот долг и инвеститорите во капиталот.

5.6. Здружени заеми

5.6.1. Дефиниции

Здружените заеми се заеми кои се дадени од повеќе банки, организирани како група. Како што е кажано погоре во воведот, иако здружените заеми и обврзниците се многу слични, сепак, имаат драстични разлики - различно од понудата на обврзници, во здружените заеми групата од банки е, всушност, позајмувачот. Како такви, здружените заеми може да се сметаат како хибридни инструменти кои ги комбинираат карактеристиките на комерцијалното и инвестиционото банкарство. Како во понудата на обврзници, една банка игра како водач, со што го добива мандатот и преговарањето на заемот - ова е овластениот организатор на процесот. Банката која го координира процесот (подготовка на информациона меморандум, покана за банките да се придружат кон групата и друго), се нарекува водач на процедурата. Многу често овластениот организатор и водачот на процедурата се поистоветуваат, притоа се дозволува користење на двата термини независно. Поради едноставност, ќе го користам терминот организатор за да ја индицирам главната банка на здружениот заем.

Банките имаат повеќе мотивации за да бидат заинтересирани во здружување на заемите. Имено, ова е ефективен начин да се лимитира изложеноста во само една банка. Исто така, здружените заеми генерираат провизии кои помагаат да се диверсифицира традиционалната банкарска добивка, базирана врз основа на каматна маргина. Имено, вклучените банки може да добијат шанси за позајмување, иако на нив им недостасува капацитет за кредитирање во одредена индустрија или географска област.

Поради тоа што во многу случаи организаторот е врската меѓу групата на банки и потенцијалниот позајмувач, може да има внатрешна информација за фирмата, недостапна за другите банки кои учествуваат во здружението. Така може да се јави проблем при селекцијата. Со други зборови, основните банки ќе имаат тенденција да здружат заеми дадени на лоши позајмувачи, со цел да го лимитираат ризикот и лошиот исход на минималното ниво. Со истото размислување, исто така, е јасно зошто здружувањето на заемите може да генерира проблеми во однос

на моралниот хазард - еднаш кога ќе се стави заемот во здружени банки, банката организатор има ограничен мотив да го следи позајмувачот. Секако процедурата на здружување на заеми се повторува и овде репутацијата има значење-градењето на репутација дава силен поттик на банката организатор за да не се експлоатираат здружените банки. Исто така, банката организатор може да сигнализира во однос на квалитетот на заемот и да има поголем мотив за следење на позајмувачот, со што ќе влијае врз подобрување на крајниот исход.

Постојат два главни типа на здружени заеми: а) револвинг заеми и б) термински заеми. Во револвинг заемите, позајмувачот може да повлече, да исплати и позајми пак. Револвинг заемот е многу флексибилен тип на заеми. Ако сè друго е исто, тогаш овој тип на заеми има тенденција да е многу поскапо од другите заеми (најчесто давачките се пресметани како процент од користените и неискористените средства). Овие заеми имаа обично многу мал период на доспевање, но многу често има опции да се адаптира периодот, со што му се дозволува на позајмувачот да го продолжи периодот со дозвола од групата на банки. Фиксните заеми се класични заеми, позајмувачот може да повлече пари во ограничена временска рамка и да го врати заемот во регуларни датуми или преку единствено враќање на денот на доспевање. Притоа здружените заеми нормално се поделени во транши, секоја со различни карактеристики. Така, во еден здружен заем може да има повеќе транши од различен обем.

Здружените заеми станаа доминантен извор на пари за многу цели, како и за специфични трансакции (пр. M&A). Имено, иако е сигурно дека банките се најважните играчи во пазарот на здружени заеми, сепак постојат и други типови на позајмувачи, како осигурителните компании или специфичните фондови.

Како и во понудата на обврзници, провизијата која се плаќа на групата банки, се зголемува со зголемувањето на ризикот на заемот. Покрај провизијата, банките честопати имаат волја да позајмуваат пари на здружени заеми сè со цел да одржат добри релации со позајмувачот, надевајќи се да ги продадат и другите услуги како: советување, гаранции и слично. Всушност, има повеќе различни провизии платени од позајмувачите на здружението. А бидејќи сме само заинтересирани за процесот на здружување, овде само ги набројваме трите главни типови на провизија: а) провизија на организирање; б) под-гаранциска провизија и в) провизија на затворање.

5.6.2. Стратегии на здружување

Кога се формира структурата на здружувањето, три главни одлуки мора да се земат во предвид:

1. Целосна гаранција или само дополнителна помош. Во целосен гарантиран заем, банката, која го води процесот, се обврзува на вредноста од заемот - позајмувачот ќе ги добие парите, секако, иако заемот не е одобрен од група, односно банката не може да поврзе повеќе банки во група која ќе го даде целиот заем. Во заемот, каде банката дава дополнителна помош, таа се обврзува само на финалниот исход, односно на делот од вредноста на заемот во кој ќе биде вклучена на крајот. Во целосно загарантиран заем, ризикот е преземен од банката, додека во заемот со дополнителна помош е преземен од позајмувачот;
2. Самостоен настап или здружување. Во понуда, водењето на целосната процедура го намалува или елиминира ризикот. Затоа банката обично преферира самостојно да го води процесот бидејќи кое било здружување ќе го намали профитот без да го намали и ризикот. Во целосно загарантиран заем, постои реален ризик, и нивото на ризик зависи од повеќе варијабли како што се рангирањето на позајмувачот, карактеристиките на заемот и слично. Секако, провизијата на пазарот, го олеснува ризикот за банките, но ако се процени дека ризикот е голем, тогаш заеднички настап можеби е подобра солуција и
3. Генерално здружување или подгаранција плус генерално здружување. Во првичниот чекор банката поканува неколку други банки да се придружат кон групата. Секоја поканета банка добива документација за да го разгледа кредитниот ризик на договорот и конечно да одлучи дали да се приклучи кон групата или не. Во зависност од комплексноста на групата, процесот може да потрае и до една година. За време на овој период банката организатор го презема ризикот. Алтернативно, оваа банка може да примени и друга стратегија- подгаранција плус здружување. Во овој случај, и во првите неколку недели после добивањето на мандатот, банката поканува други банки да гарантираат дел од вредноста на заемот, со тоа и го намалува ризикот. Притоа, овие банки не мора да позајмат пари на позајмувачот, односно крајниот исход може да е нула.

Слично, во здружувањето објаснето погоре, самата стратегија го намалува ризикот, но и профитот на банката која го води процесот. Но, сепак, овие два пристапа се различни. Да претпоставиме дека банката која го води процесот сака да го намали ризикот. Во здружувањето сите здружени банки се одговорни за вредноста на заемот, како на пример: ако една од банките не ја исплати сумата, тогаш позајмувачот нема да може да бара друга банка да го покрие тој дел од загарантираниот заем (ако не е специфицирано поинаку во договорот). Спротивно од тоа, во генералното здружување со подгаранција, банката која го води процесот е одговорна за целиот износ. Ако некоја од другите банки не го исплаќа својот дел, тогаш банка организатор ќе мора да го покрие делот од заемот.

Во дефинирање на стратегија за здружување, банката организатор мора да ги специфицира вредностите на понуда, односно делот од заемот за кого банката треба да се придржи доколку се приклучи кон групата. Секоја банка тогаш одлучува за вредноста на делот од заемот кој ќе го преземе. Ако банките се желни да позајмат повеќе пари од потребното на позајмувачот, тогаш постојат две алтернативи: а) зголемување на големината на договорот или б) намалување. Намалувањето значи намалување на бројот на здружените банки. Големо намалување на крајниот заем може да претставува проблем за некои банки, а поготово за оние кои се вклучуваат во групата со мали инвестициони вредности.

ГЛАВА 6 - СОЕДИНУВАЊА И ПРЕЗЕМАЊА (M & A)

6.1. Вовед

Економската теорија наведува многу можни причини за случувањата поврзани со процесите на соединувања и преземања (mergers&acquisitions). Една мотивација, која често се наведува, е создавањето на вредност преку синергија. Понекогаш соединувања и преземања (M & A) се случуваат затоа што компаниите сакаат да ја зголемат својата пазарна моќ. Во многу случаи менаџерите преземаат трансакции за соединувања и преземања кои ќе им послужат како на менаџерите, така и на компаниите, на пример, само за да се создаде поголема компанија. Постојат две конзистентни емпириски особини на активностите поврзани со соединувањата и преземањата: се јавува во периоди и најчесто се случуваат во иста индустрија. Овие карактеристики укажуваат на тоа дека соединувања и преземања (M&A) се случуваат како реакција на неочекувани шокови во структурата на самата индустрија. Овде како примери може да се наведат: технолошките иновации, неискористените капацитети и соодветната потреба за консолидација или дерегулација. На пример, дерегулацијата е клучниот фактор кој дава објаснување на бранувањата, кои се случуваат во 90-тите години во банкарската и телекомуникациската индустрија. Друго можно објаснување за соединувањата и преземањата (M&A) се базира врз идејата на информативната каскада: за трансакциите за соединувања и преземања (M&A) се информираат агенти, кои во слични околности сакаат да ја достигнат профитабилноста со слични активности. Како резултат на тоа што во еден момент се јавува првата трансакција во индустријата, веројатноста за појава на други слични договори и трансакции се зголемува. Активностите за соединување и преземање може да се анализираат од неколку различни перспективи (стратешки, финансиски, сметководствени, правни,итн.)

Оваа глава се фокусира на главните финансиски аспекти на соединувањата и преземањата (M&A), како и на улогата на инвестициските банки во овие трансакции. Терминот соединување и преземање (M&A) укажува на повеќе разновидни категории на трансакции, а во ова Поглавје се опишани главните видови на договори.

Иако сметководството за соединувањата и преземањата (M &A) не е во својата суштина чисто финансиска тема, сегашните сметководствени стандарди имплицираат финансиски пристап (особено кога се вреднува *good will*). Затоа во овој дел се сумирани главните сметководствени прашања. Потоа се опишува процесот на типични трансакции за соединувањата и преземањата (M &A), ефектот на профитабилност за акционерите во инволвираните компании, како и влијанието на услугите на инвестициското банкарство во однос на богатството на акционерите. Посебно се објаснува најспоменуваната причина за соединувањата и преземањата (M&A), а тоа се синергиите. Оваа глава дискутира и за различните начини на плаќање при соединувања и преземања (M &A), како и нивните ефекти врз исходот од трансакцијата.

6.2. Дефиниции

Терминот соединување и преземање (M &A) се однесува на голем број на различни видови на трансакции. Во (скоро) сите трансакции за соединувања и преземања (M &A) има компанија која стекнува акции или средства (во натамошниот текст понудувач) и преземени компании (во натамошниот текст целна компанија).

Во преземањата, понудувачот ги купува сите или дел од акциите на целната компанија (стекнување на акции). Алтернативно, понудувачот може да ги купи сите или дел од средствата на целната компанија (стекнување на средства). Во типичното спојување понудувачот ја презема целната компанија. Понудувачот ги стекнува сите средства и обврски на целната компанија што престанува да постои. Овој вид на трансакција е наречена предвремено спојување. Во обратна ситуација, тоа е целната компанија која врши преземање на компанијата на понудувачот. Исто така, постои и друг вид на спојување, наречен консолидација, каде сосема нова фирма е создадена, со што и понудувачот и целната компанија престануваат да постојат. Таканареченото соединување на еднакви компании е одреден тип на консолидација, каде што разликата меѓу понудувачот и целната компанија е занемарена, со тоа што постојат само две компании кои се соединуваат во еден нов субјект.

За понудувачот алтернатива за директно преземање на акциите или средствата на целната компанија се состои во создавање на подружница и соединување на целната компанија со оваа подружница. Овој тип на трансакција се нарекува напредно триаголно соединување.

Ако подружницата на целната компанија се соединува со понудувачот, трансакцијата се нарекува обратно триаголно соединување. Во сите овие трансакции, компанијата понудувач може да им понуди или готовина или хартии од вредност на акционерите од целната компанија. Хибридноста плаќање, исто така, е можно, односно дел готовина и дел акции, но и други хартии од вредност може да бидат понудени, како на пример обврзници.

Изборот на структурата на самиот договор има голем број на импликации. Како пример може да ги наведеме даночните ефекти: ако се користи само готовина, акционерите кои вршат продажба на нивните акции подлежат на даночна обврска. Овде како пример може да се спомене различната изложеност на обврските на целната компанија. Во текот на постапката на преземање на целната компанија, може да се случат различни негативни ситуации до моментот на преземањето, додека на пример, при купување на обични акции, овие негативни ефекти може да се ограничат само на варирање на цената на акцијата. Ова се само примери. Договорот, сам по себе, има голем број на релевантни импликации во однос на оданочувањето, изложеноста на ризик, контролата, итн.

Соединувањата и преземањата (M&A) можат да бидат позитивно или негативно прифатени. При позитивна прифатеност, менаџерите на целната компанија го прифаќаат договорот, додека спротивно на тоа, при негативна прифатеност, менаџерите и вработените не сакаат да бидат преземени или соединети со друга компанија.

Без оглед на договорната структура, соединувањата и преземањата (M & A) се класифицираат според индустријата од која што доаѓаат учесниците во: а) хоризонтална (целната компанија е во иста индустрија со понудувачот), б) вертикална (целната компанија е во различна фаза на процесот на производство од понудувачот), и в) конгломерат (целната компанија и понудувачот се во неповрзани индустрии). Вреди да се споменат два термини, кои често се користат во соединувањата и преземања (M & A), а тоа се: понуда и откупување.

Првиот тип е јавна понуда за купување акции од страна на компанијата понудувач директно на акционерите на целната компанија. Ако акционерите изберат да ја прифатат понудата, тие ги нудат нивните акции. Понудата многу често се користи од фирмата понудувач за добивање поголем процент од вкупниот број на гласови. Ако акциите

кои се понудени не се доволни, тогаш понудата може да се повлече или преформулира. Ваквиот тип на понуди може да бидат негативно прифатени. Целната компанија продолжува да постои сè додека постојат таканаречените „дисидентни“ акционери. Успешните понуди најчесто на крајот завршуваат со соединувања.

Откупувањето е генерички термин, кој се однесува на трансферот на контрола на една фирма од една група акционери на друга група акционери. Ова откупување во акционерските друштва, обично, се јавува во процесот на соединување и преземање (M & A), но не е секогаш задолжително. На пример, откупувањето може да се случи како резултат на натпреварување на посредниците. Во овој тип на натпреварување на посредниците, група акционери се обидува да здобие контрола на места во одборот на директори преку гласање на нови директори. Акционерот го овластува посредникот да гласа во однос на сите прашања во состанокот на акционерите. При натпреварувањето на овие посредници, оние посредници кои немаат зададена цел од страна на акционерите кои ги претставуваат, се поттикнати од страна на „бунтовничката“ група на акционери, а најчесто и придобиеени од нивна страна.

6.3. Сметководствени аспекти

Постојат два основни методи на сметководството за соединувањата и преземањата, а тоа се: а) здружување на интерес и б) стекнување (или купување). Стекнувањето може да се класифицира во два вида: делумен гудвил (goodwill) или целосен гудвил (goodwill). Со методот на здружување на интересите, книговодствената вредност на средствата и обврските на компаниите, кои се соединуваат, се додаваат за да се дојде до вредноста на новата компанија.

Со методот на стекнување, компанијата понудувач ги идентификува средствата, обврските и потенцијалните обврски на целната компанија според нивната објективна вредност на датумот на стекнување и, исто така, ја идентификува и гудвилот. Тој е распределен во единиците кои генерираат готовина. Тоа се единици кои, всушност, претставуваат група на средства, која генерира готовински текови, кои се претежно независни од готовинските текови од други средства или групи на средства. Тој се тестира на годишно ниво (наместо да се амортизира).

Со делумниот пристап, гудвилот се добива како разлика меѓу трошоците за стекнување кои ги дава компанијата понудувач и објективната вредност на уделот на нето-стекнатите средства. Со целосен пристап, гудвилот се мери како разлика меѓу објективната вредност на целната компанија и на објективната вредност на (сите) нето стекнати средства. Со други зборови, целосниот пристап на гудвилот се случува без разлика на стекнатиот удел. Делумниот и целосниот пристап се разликуваат во „филозофска“ смисла: со делумниот пристап гудвилот се смета за „необјаснет“ дел од инвестициите на компанијата понудувач. Спротивно на тоа, со целосниот пристап, гудвилот е во секој поглед средство на целната компанија, стекнато од страна на понудувачот.

Оваа разлика има некои практични импликации. Да претпоставиме дека понудувачот стекнува 80% од акциите на целната компанија. Цената на стекнување е 5100 € вклучувајќи:

- 1.000 нови акции од компанијата понудувач според моменталната пазарна цена од 4€ (односно 4000€);
- 1.000€ платени во готово на акционерите од целната компанија;
- 100€ за инвестициското банкарство, правни и сметководствени такси.

Книговодствената вредност на нето-средствата на целната компанија се 2.000 €, а нивната објективна вредност е 3000 €. Исто така, целната компанија поседува нематеријално средство (на пример, бренд), кој има објективна вредност од 1000€. Објективната вредност на нето-средствата во тој случај изнесува 4000€. Со делумниот пристап, гудвилот ќе биде еднаква на 1900€ (тоа е 5.100€- 80% од 4.000). Во консолидираниот биланс на состојба ќе има гудвилот од 1900€, но сите други средства и обврски ќе бидат евидентирани според нивната вкупна објективна вредност.

Алтернативно, за да се пресмета целосно гудвилот, потребна е објективната вредност на целната компанија, а тоа би можело да биде вредноста која е имплицирана во цената. Меѓутоа, во овој случај цената не треба да ги земе во предвид дополнителните давачки и такси бидејќи тие се дел од инвестициите на понудувачот, но не и од вредноста на целната компанија. Објективната вредност на целната компанија (каде вредноста за 80% од акциите изнесуваше 5000 €) е 6250 €. Според тоа, гудвилот изнесува 2250 € (што е 6250-4000).

Во сите можни случаи на преземања, двата пристапи само теоретски се совпаѓаат. Всушност, во едниот случај цената за преземање ги вклучува сите трошоци (како што се таксите и другите давачки), додека во другиот случај при пресметката на објективната вредност на целна компанија овие трошоци не се земаат предвид.

Усвојувањето на меѓународните стандарди за финансиско известување (МСФИ) во ЕУ во Јануари 2005 година беше голем чекор кон сметководственото стандардизирање. Ова ги остава МСФИ заедно со ГАП (или General Accepted Accounting Principles) во САД како клучни глобални сметководствени стандарди. Двете компании, кои работат како поставувачи на овие стандарди (IASBiFASB), во моментот работат на елиминирање на разликите. Тековното упатство во однос на сметководствените решенија при соединувања и преземања (M&A) е МСФИ 3- бизнис комбинации (во замена на МСС22). МСФИ-3 е измена на неговата ревидирана верзија, која стапи на сила од јануари 2009 година. Според ревидираниот МСФИ3 се применува целосниот пристап при пресметката на гудвилот.

6.4. Процес на соединување и преземање

Процесот на соединување и преземање зависи од видот на трансакцијата. На пример, продажбата на мала фирма на приватен инвестициски фонд е тотално поинаква од преземање преку тендерска понуда која, пак, е различна од договорно спојување меѓу две котиран фирми. Да сумираме, тешко е да се опише процесот на соединување и преземање, кој се менува во согласност со специфичните трансакции. Меѓутоа, ако се исклучат тендерските понуди, чиј процес се менува во зависност од правните рамки, во повеќето трансакции постојат некои стандардизирани чекори.

6.4.1. Ангажирање на инвестициска банка

Кога трансакцијата вклучува големи компании, првиот чекор за двете фирми е ангажирање на финансиски советник, односно инвестициска банка, која ќе се грижи за процесот. И понудувачот и целната компанија ангажираат инвестициска банка. Овој процес вклучува средби и интервјуирање на инвестициски банкари од различни фирми. Доколку

трансакцијата е особено голема и комплексна, дури и повеќе од една банка е ангажирана од секоја страна во процесот. За да биде избрана од страна на компаниите, инвестициските банки, обично подготвуваат книга во која го опишува нивното претходно искуство во индустријата, ценовните проценки, можните временски рамки итн. Земајќи ја во предвид целната компанија, ценовната проценка може да игра важна улога, затоа што како прв интерес за целната компанија е да се добие максимална вредност. Како резултат на тоа, банкарите би можеле да имаат тенденција да издејствуваат повисока цена. Поради оваа причина, искуство и блискоста со потенцијалниот понудувачот, исто така, се важни променливи кои влијаат на крајниот исход, односно целокупната работа да биде извршена од страна на инвестициската банка.

Надоместоците, исто така, се тема на разговор. Во надоместоците кај стандардизирани аранжмани постојат две компоненти: а) фиксен надоместок и б) надоместок според успехот. И двете компоненти зависат од големината на договорот, која обично се мери во однос на вредноста на целната компанија. Надоместокот за успех по успешното завршување на договорот, претставува процентот од вредноста на договорот. За 100 милиони евра трансакција, разумен надоместок, ќе изнесува околу 1%. За 1 милијарда евра трансакција, надоместокот може да се намали за 0,5%.

Кога има многу потенцијални понудувачи за целната компанија, инвестициските банки генерално сакаат да бидат на страна на целната компанија. Иако крајната цена е неизвесна во текот на процесот на продажба, сосема сигурно е дека целната компанија ќе биде продадена. Како последица на тоа, кога инвестициската банка е ангажирана од целната компанија, таа може да биде сигурна дека ќе се стекне со надоместокот за успех. Понекогаш инвестициските банки, кои се јавуваат како советници на целната компанија, преговараат за надоместок кој ќе биде зголемен според успешноста, наместо да има фиксен надоместок. Да претпоставиме дека целната компанија се очекува да биде проценета меѓу 100 и 120 милиони евра. Надоместокот кој се зголемува според успешноста би можел да биде 1% до 100 милиони евра, плус 2% до 120 милиони евра, плус 3% до 130 милиони евра, плус 5%, доколку имаме поголеми проценети вредности.

6.4.2. Барање за потенцијална договорна страна

Кога понудувачот го прави првиот чекор, тоа е, обично, затоа што потенцијалната целна компанија самата се идентификува како целна компанија на понудувачот. Спротивно на тоа, кога управата/ акционерите на целната компанија ќе одлучат да се продаде на компанијата, потенцијалниот понудувач се нема идентификувано како таков. Затоа, една од првите задачи на финансиски советник е да се најдат потенцијални понудувачи. Во овој процес банките, обично, претставуваат пронаоѓачи на потенцијални понудувачи, разделени во две различни можности: а) стратешки понудувачи, односно фирми во иста (или во слична) индустрија и б) финансиски понудувачи, односно, приватни капитални фондови. Бројот на потенцијалните понудувачи е поврзан со големината на целната компанија и концентрацијата на самата индустрија: понудувачите за мала фирма во многу дисперзирана индустрија може да биде до стотина, додека само неколку имиња може да се сретнат како понудувачи за една голема компанија која функционира во услови на олигопол.

6.4.3. Избор на типот на процесот на продажба

Кога целната компанија е во процес на продажба, уште еден важен проблем е изборот на процесот на продажбата. Тоа значи избор на процес, кој може да трае од преговори за продажба на ексклузивна основа со еден потенцијален понудувач, па сè до широка аукција отворена за многу потенцијални понудувачи, или дури аукции ограничени на неколку понудувачи. Неколку фактори влијаат на овој избор, вклучувајќи ги повторно големината на трансакцијата, како и концентрацијата на индустријата, исто така, доаѓа во прашање и чувствителноста на сопственичките информации. Всушност, ризикот од еден вид нарушување во тековното одвивање на процесите во бизнисот, предизвикан од протокот на информации надвор од компанијата, придонесува да се зголеми бројот на потенцијалните понудувачи кои се вклучени во процесот на продажбата. Инвестициските банки може да се обидат да ја надминат реалната цена на аукцијата кај некои компании, само за да покажат повеќе потенцијални договори за приватните капитални фондови или други потенцијални клиенти: во овој случај, широка аукција е најдобра за инвестициската банка, но не е

задолжителна за клиентот како целна компанија. Може да се забележи дека аукциите во процесот на соединување и преземање, обично, се одвиваат во повеќе чекори со две или повеќе рунди на понудување или наддавање. Згора на тоа, цената не е единствен релевантен фактор. На пример, угледот на потенцијалните понудувачи и нивната способност ефективно да го завршат договорот, исто така, се важни аспекти.

6.4.4. Договор за доверливост на понудувачот (ДДП) и доверливо информативен меморандум (ДИМ)

Да претпоставиме дека ограничена аукција е избраниот процес на продажба. Следниот чекор е дистрибуцијата на краток опис на целната компанија, каде целната компанија не се идентификува со своето име. Во одредени случаи, инвестициската банка го оценува интересот на потенцијалните понудувачи пред да се прати краткиот опис на компанијата. Целта на овој опис е да се идентификуваат потенцијалните понудувачи, кои се доволно заинтересирани за да се испрати доверливо информативен меморандум (ДИМ). Доверливо информативниот меморандум е подготвен од страна на инвестициската банка и содржи многу детален опис на целната компанија, нејзините производи, пазарот, историјата и финансиските проекции. Заради тоа што дава многу чувствителни информации, компаниите кои го примаат овој доверливо информативен меморандум се бара да потпишат договор за доверливост на понудувачот (ДДП). Договорот за доверливост на понудувачите, документ подготвен од страна на правен советник на целната компанија, кој како договор бара да не се откријат какви било информации содржани во доверливо информативниот меморандум, да не се контактира раководството на целната компанија, вработените, добавувачите, клиентите или акционерите без одобрение од советниците на целната компанија, како и други ограничувања. Сите компании не се подготвени да го потпишат овој обврзувачки документ. Оттука, договорот за доверливост на понудувачот го намалува бројот на потенцијалните компании за договор, особено со стратешките понудувачи. Всушност, додека финансиските понудувачи имаат аналитичари чија работа е испитување на потенцијалните договори, стратешките понудувачи имаат тенденција само за договори во кои тие се навистина заинтересирани.

6.4.5. Прв круг на понуди

Откако ќе се анализира доверливо информативниот меморандум, менаџментот заедно со своите советници, како потенцијални понудувачи, може да бараат дополнителни информации за да се донесе одлука дали да се направи необврзувачка понуда. Ова е прелиминарна понуда, обично, изразена како опсег на вредности, а понекогаш и, исто така, наведувајќи некои детали во врска со изворот на финансирање. Полето на потенцијалните понудувачи се стеснува значително, со што, обично, околу 10 прелиминарни понуди се појавуваат од 60 ДИМ примачи. Стратешките и финансиските понудувачи се разликуваат во нивните пристапи за вреднување бидејќи финансиските понудувачи бараат одредена стапка на повратни капитални инвестиции. Како таква, важен дел од нивната проценка се состои во оценувањето на долгот на целната компанија. За разлика од ова, стратешкиот понудувач ќе се фокусира на потенцијалните синергии, кои се генерирани од страна на самата трансакција.

Понекогаш советниците на целната компанија им ги претставуваат на потенцијалните понудувачи привремените услови за финансирање. Во овој период, понудувачот се фокусира на капиталот и тоа, генерално, се користат само од страна на финансиските понудувачи. Стратешките понудувачи, обично, тргнуваат само со свои финансиски пресметки за да се дојде до договор. При фокусирањето на капиталот од страна на понудувачите, целната компанија се изложува на дополнителни давачки за своите советници. Како таква, и инвестициската банка се соочува со судир на интереси. Доколку претпоставиме дека постојат два понудувачи: понудувачот А, кој дава понуда од 200 милиони евра и не е заинтересирана за капиталот на целната компанија (поради тоа што има поддршка од својата банка или едноставно поради тоа што нема потреба од финансирање) и понудувачот Б, со понуда од 180 милиони евра и е заинтересиран во однос на капиталот на целната компанија. Сега да претпоставиме дека надоместокот за советниците на целната компанија е 1% при успех во договорот и 1% надоместок, доколку се склучи договор по испитувањето на капиталот од страна на понудувачот. Ако понудувачот А успее, советниците на целната компанија ќе добијат 2 милиони евра како надоместок за успехот. Но, ако понудувачот Б успее, инвестициската банка на целната компанија ќе добие 1,8 милиони евра како надоместок за успех и 1 милион евра % надоместок доколку се

склучи договор по испитувањето на капиталот од страна на понудувачот, или вкупно 2,8 милиони евра. Затоа е можно, инвестициската банка да го фаворизира понудувачот Б пред понудувачот А. Ова е причината зошто понекогаш целната компанија го исклучува учеството на својата инвестициска банка. Финансирањето преку капиталот има и други недостатоци. Прво, со оглед на износот на капиталот, потенцијалните понудувачи можат да ја занемарат вредноста што инвестициската банка ја дава за целната компанија. Покрај тоа, ако една банка често го дава овој тип на финансирање како понуда во своите договори, многу тешко ќе се постигне договор во случај да нема употреба на капиталот при финансирањето.

6.4.6. База на податоци

Целната компанија и нејзината инвестициска банка избираат определен број на понуди, врз основа на вредноста, кредибилитетот на договорната страна и други критериуми. Потоа се организирани една или повеќе средби со раководството на целната компанија и секој од понудувачите. Она што е најважно е дека понудувачите и нивните советници можат да пристапат до базите со податоци. Базите со податоци содржат детални информации за целната компанија: договори, листи на клиенти, постоечко финансирање, правни спорови итн. Најчесто базата со податоци е организирана во канцеларијата на правниот советник на целната компанија. Сепак, во сè поголем број на договори се користат виртуелни податочни бази, најчесто пристапувајќи до нив преку веб-порталот на компанијата. Виртуелните податоци може да бидат од корист за двете страни: трошоците се помали, податоците се достапни 24 часа на ден и повеќе од еден понудувач може да пристапи во исто време. Целната компанија може да следи колку време компанијата понудувач поминува при анализа на овие податоци (за да се процени сериозноста) и кои податоци овие компании ги гледаат најинтензивно (за да се види областа која подлежи на најголема анализа).

6.4.7. Конечен договор за соединување (КДС) и конечен договор за купопродажба (КДК)

Компаниите понудувачи и целната компанија го ревидираат конечниот договор за соединување или конечниот договор за купопродажба (доколку

станува збор за процес на преземање). Овој документ ја регулира трансакцијата и содржи информации во однос на неколку аспекти почнувајќи од набавната цена, во кој временски период ќе се изврши соединувањето, како ќе се изврши исплатата, договорите во врска со начинот според кој ќе се одвива работата во компанијата пред затворање, што ќе се случи ако соединувањето се прекине и слично. Преговорите за конечниот договор за соединување започнуваат пред доставувањето на конечните понуди. Тоа е затоа што овој договор содржи клучни аспекти на трансакцијата, барем оние порелевантните, како што е цената. Како резултат на тоа, не секогаш највисоката понуда се испоставува дека е најдобра за целната компанија. Постојат многу можни одредби во овој договор кои ќе предизвикаат жестоки преговори, а меѓу другите се и следните:

1. Се поставуваат условите при несакани промени во случај на раскинување на договорот од страна на понудувачот. Се разбира дека целната компанија нема интерес да се поставуваат ваквите услови, додека, пак, компанијата понудувач сака ваквиот тип на услови да бидат дел од договорот.
2. Се поставуваат условите под кои одборот на целната компанија може да донесе одлука за раскинување на договорот. Овде, посебно се нагласува одборот на директори, кои треба да дејствуваат во најдобар интерес на акционерите. Во најчест број на случаи, целната компанија се обидува да преговара за клаузула која би овозможила одборот на директори на оваа компанија да може да прифати повисока понуда која би дошла од друг понудувач.
3. Давачки при раскинување на договорот: тоа е сума платена од страна на целната компанија на понудувачот, ако договорот не е извршен поради одредени причини, кои најчесто се поврзани со друг понудувач. Изборот на понудувачот и конечните преговори за договорите се одвиваат во исто време. Откако понудувачот е избран и цената договорена, можно е некои детали од овие договори сè уште да не се фиксни. Во оваа фаза, значаен е ризикот во однос на тоа дека избраниот понудувач ги прекинува преговорите или се обидува да ја намали цената. Ова објаснува зошто угледот на понудувачот е важен за целокупниот процес.

По потпишување на договорот, уште некои дополнителни чекори може да бидат потребни за завршување на целокупниот процес, како

што се добивање на официјална дозвола за купување од страна на акционерите на компанијата понудувач, или во овој случај веќе компанијата купувач, како и уредувањето на начинот на финансирање на целокупниот договор.

6.5. Ефекти од соединувањето и преземањето

6.5.1. Висок поврат

Имаме огромен број на начини со кои се истражуваат ефектите од процесите на соединување и преземање во однос на акционерите на компаниите кои претставуваат купувачи, или компанијата понудувач и компанијата која е купена, или целната компанија. Позначаен тип на истражување е таканареченото „истражување според настан“. Овој тип на истражување го испитува ефектот на профитот на акционерите со мерење на покачувањето на пазарни стапки на поврат во времето на најава на трансакцијата. Иако постојат неколку начини за да се пресметаат разликите во стапки на поврат, сите тие имаат заедничка методологија. Очекуваната стапка на поврат на една акција се проценува со користење на модел на еднинечен индекс, а тоа е споредба на стапката на поврат на самата акција со стапката на поврат на пазарниот индекс. Стапките на поврат, обично, се избрани во текот на еден период кој почнува во една година и завршува триесет дена пред најавата за соединување или преземање. Зголемената стапка на поврат во период од еден ден е еднаква на реалната стапка на поврат, минус очекуваната стапка на поврат. Кумулативните стапки на поврат во текот на еден период е збирот на зголемените стапки на поврат во текот на секој ден во тој период.

Овој тип на анализа дава слика за тоа какви би биле ефектите за акционерите на компанијата понудувач и целната компанија и за комбинацијата од овие две групи. Акционерите на целната компанија остваруваат поврати, кои се значајни и материјално позитивни (од 10% до 40%). За разлика од нив, акционерите на компанијата понудувач или немаат или имаат слабо негативни стапки на поврат при овој процес. Да се сумира, акционерите на целната компанија добиваат, а акционерите на понудувачот губат. Се разбира, ова во просек е точно, но со напомена дека секогаш постојат многу исклучоци.

6.5.2. Улогата на инвестициската банка

Улогата на инвестициските банки во процесите на соединување и преземање може да се анализира во однос на две работи: а) фактори кои влијаат на изборот на советници и нивниот ефект врз добивката на акционерите и б) детерминанти на советодавните давачки при процесот на соединување и нивното влијание врз добивката на акционерите. Во основа, постојат три позначајни резултати. Прво, компаниите имаат тенденција да се ангажира финансиски советник само за посложени трансакции, каде инвестициската банка може да биде еден вид на гаранција во врска со квалитетот на договорот. Второ, значајноста на оваа гаранција се поврзува со репутацијата на инвестициската банка и на искуството во однос на претходната компанија, каде таа ја играла истата улога. Како резултат на тоа, врвните инвестициски банки со позитивни искуства од претходните процеси имаат позначајно влијание врз добивката на акционерите. Трето, репутацијата на инвестициските банки со искуствата од претходните процеси ги зголемуваат советодавните давачки и процентот при успешен договор, кој се дава на инвестициската банка. Ова значи дека повисоките давачки, заедно со успешното затворање на целиот процес, се поврзани со поголема брзина и веројатност за склучување на договорот.

А) Фактори кои влијаат на изборот на советници и нивниот ефект врз добивката на акционерите

Компаниите купувачи имаат советници во случај на посложени трансакции, со висок степен на информациска асиметрија, а тоа се најчесто големи преземања кои не наидуваат на позитивни сигнали од страна акционерите на целната компанија. Може да се изврши споредба на високите стапки на поврат на компаниите понудувачи кои се поврзани со инвестициската банка, во однос на оние компании понудувачи кои немаат инвестициски банки како нивни советници при овие процеси. Угледот на инвестициските банки има влијание врз добивката на акционерите: познатите инвестициски банки можат подобро и побрзо да ги идентификуваат добрите зделки, кои произведуваат поголем економски бенефити. Кога познати инвестициски банки се најмени од која било страна, вкупната добивка е поголема. Исто така, изборот да се користи инвестициска банка зависи, меѓу другите променливи, од интензитетот на претходниот деловен однос на целната компанија со инвестициските банки. Ова може да се пресмета според претходните

транзакции (M & A транзакции, обврзници, кредит) кои се извршени со помош на инвестициска банка. Претходната врска овозможува инвестициските банки да соберат повеќе информации, што како податок, исто така има влијание врз успешноста на ваквиот тип на транзакции.

Веројатноста дека целната компанија ќе сака да ја изврши целата транзакција вклучувајќи инвестициска банка зависи од угледот на финансискиот советник на понудувачот. Исто така, овде важна е улогата на комерцијалните банки (за разлика од инвестициски банки), како советници на двете страни. Во определени случаи е можно комерцијалните банки да имаат компаративна предност при процесите на соединување или преземање за оние клиенти кои биле кредитирани од нивна страна, искористувајќи го тоа искуство при овие процеси. Тоа е така, затоа што комерцијалните заеми најчесто се долгогодишни и се случуваат на континуирана основа, со што се генерираат повеќе информации во споредба со услугите кои ги нудат инвестициските банки, кои се повремени и не се толку транспарентни. Сепак, потенцијалниот конфликт на интереси произлегува доколку една банка делува како советник при соединување и кредитор на компанијата. Сепак, доколку имаме интензивно кредитирање од страна на банката од компанијата понудувач, толку е поголема веројатноста дека комерцијалната банка ќе биде избрана како советник.

Б) Давачки при процесот на соединување и нивно влијание врз добивката на акционерите

Повеќето договори за соединување вклучуваат дополнителни давачки при завршувањето на овие договори. Овие дополнителни давачки кои одат од компаниите за инвестициските банки, кои се јавуваат во улога на советници, дополнително ја стимулираат желбата за завршување на ваквите договори од страна на инвестициските банки. Се разбира дека познатите инвестициски банки наплаќаат повисоки трошоци при успешното завршување на договорот, но затоа, пак, и веројатноста за успешно завршен договор е поголема. Освен ова, компаниите понудувачи плаќаат повисоки советодавни надоместоци на инвестициските банки со кои имаат поинтензивни односи (мерено во однос на претходни кредити, капитал или вакви слични процеси на соединување и преземање). Меѓутоа, сите овие давачки резултираат со позитивни ефекти врз крајната добивка на акционерите од компаниите кои се јавуваат како преземачи.

6.6. Синергија (создавање на вредност)

Еден од најпознатите мотивациски фактори при процесите на соединување и преземање е поврзана со синергиите. Создавање на вредност (т.е.синергија) се јавува, ако вредноста на капиталот на компанијата, која е создадена при овие процеси го надминува збирот на капиталот од компанијата понудувач и целната компанија. Доколку овој услов е исполнет, создадената вредност, или синергијата, претставува разлика меѓу капиталот на новата компанија и збирот од капиталот на целната компанија и компанијата понудувач.

Иако креирањето на вредноста, или синергијата, се објаснува во стратегиски рамки, таа може да биде мерлива. Во рамките на извештајот за готовински приливи, вредноста може да се создаде преку подобрување на протокот на готовина или преку зголемување на цената на капиталот. Затоа е можно синергиите да се класифицираат во две категории: а) оперативени синергии, кои се однесуваат на готовинскиот тек и б) финансиски синергии, кои се однесуваат на цената на капиталот. Финансиските синергии имаат тенденција да бидат попроблематични во однос на оперативните синергии, како од теориски, така и од практична гледна точка.

Проценката на синергиите претставува клучна варијабла во анализата за соединување и преземање. Со други зборови, синергијата се користи при поделбата на добри наспроти лоши трансакции. Сепак, она што при овие процеси е карактеристично е дека голем дел од компаниите не ги достигнуваат очекуваните синергии. Ова делумно се објаснува зошто на пазарот обично има неутрална реакција при објавата на соединување и преземање, барем што се однесува до акциите на компанијата понудувач.

6.7. Начин на исплата

Инвестициски банки вршат важна задача при дизајнирање на договорот во однос на изборот на начинот на исплата. Начинот на исплата, кој се употребува во процесот е важен во однос на:

- Контролата: понудата во готово не влијае на правото на глас, додека понудата на акции ја менува сопственичката структура.
- Сметководствени аспекти: понудите во акции и понудите во готово се разликуваат во нивното влијание врз заработката по акција (EPS).

– Распределбата на добивката: понудите во акции и понудите во готово се разликуваат во распределбата на добивка меѓу акционерите на целната компанија и компанијата понудувач.

6.7.1. Контрола на компанијата

Во договорот при купопродажба на акции се дефинира односот меѓу размената (exchange ratio), што претставува однос меѓу бројот на акции на компанијата понудувач и целната компанија. Теоретски, тоа е односот меѓу цената на акциите од целната компанија ($P_{\text{ц}}$) и цената на акциите на компанијата понудувач ($P_{\text{п}}$). Цената по акција е вредноста на капиталот поделена со бројот на издадените акции ($n_{\text{ц}}$ и $n_{\text{п}}$ за целната компанија и компанијата понудувач, соодветно). Ова би можело да се искаже и на следниот начин:

$$ER = \frac{P_{\text{ц}}}{P_{\text{п}}} = \frac{E_{\text{ц}}/n_{\text{ц}}}{E_{\text{п}}/n_{\text{п}}}$$

Договорно, овој сооднос зависи од договорната цена на акциите на целната компанија, а не од вредноста на капиталот на целната компанија. Ако со m се означи бројот на акциите што понудувачот треба да ги купи, тогаш m е еднаков на производот од односот меѓу размената (exchange ratio), и бројот на издадените акции од целната компанија. Всушност, договорниот сооднос за размена (negotiated exchange ratio) ја детерминира сопственичката структура на компанијата понудувач или купувач по процесот на соединување.

Да земеме еден хипотетички пример. Во овој пример компанијата понудувач има цена по акција која изнесува 20 евра, издадени акции во вредност од 30 милиони евра и капитал кој изнесува 600 милиони евра. Од друга страна, целната компанија има цена по акција 15 евра, издадени акции во вредност од 10 милиони евра и капитал со вредност од 150 милиони евра. Теоретскиот сооднос на размена изнесува 0,75 ($15/20$), или 0,75 акции од компанијата понудувач за секоја акција од целната компанија. Бидејќи има 10 милиони евра вредност на издадени акции на целната компанија, понудувачот треба да издаде нови акции во вредност од 7,5 милиони евра ($0,75 \times 10$ милиони). Значи, по соединувањето, понудувачот ќе има 37,5 милиони во акции, бидејќи има 30 милиони од акциите, кои од претходно ги поседува, плус новите 7,5 милиони од целната компанија. Ова значи дека сопственичката

структура е сменета. Во периодот пред процесот на соединување, има само еден акционер (или група на акционери) кои имаат 100% од акциите на компанијата понудувач, додека по соединувањето, тој (или групата) ќе контролираат само 80% од комбинираните акции (30/37,5). Иако сопственоста ќе биде раздвоена, сепак, тој ќе остане да ја задржи контролата над самата компанија. Но, доколку се земе како пример акционерот, кој има 18 милиони акции во компанијата понудувач пред процесот на соединување, тој го има и мнозинството при гласањето бидејќи контролира 60% од капиталот (18 милиони/30 милиони). По процесот на соединување, тој ќе остане со истите 18 милиони, но тие ќе бидат дел од 37,5 милиони вредност на издадените акции, или само 48% од новата фирма на компанијата понудувач и целната компанија, што значи дека ќе го изгуби мнозинството при гласањето. Тој може да се заштити од ова раздвојување, доколку купи дел од новите понудени акции од целната компанија или, доколку некои нови акционери му го дадат правото на глас во одборот. Договорниот сооднос е вообичаено поголем во однос на теоретскиот, бидејќи компанијата понудувач плаќа премија, што е уште полош случај за акционерите од оваа компанија.

6.7.2. Заработка по акции

Овде се разработува ефектот на позитивниот или негативниот дел од договорот врз заработката по акција по завршувањето на процесот на соединување. Ги земаме бројките од претходниот пример каде компанијата понудувач има цена по акција која изнесува 20 евра, издадени акции во вредност од 30 милиони евра и капитал кој изнесува 600 милиони евра. Од друга страна, целната компанија има цена по акција 15 евра, издадени акции во вредност од 10 милиони евра и капитал со вредност од 150 милиони евра.

Да претпоставиме дека договорената цена за акциите на целната компанија е еднаква со цената пред процесот на соединувањето. Ова е поедноставена претпоставка за подобро објаснување, но нема ефект врз заклучокот на овој пример. За да се види ефектот врз заработката по акција, треба да се пресмета нето - приходот и вредноста на издадените акции по процесот на соединувањето. Најпрвин да се разгледа договорот со акции. Предвидениот нето - приход во новата компанија е збир на нето - приходот од целната компанија и компанијата понудувач. Нето - приходот на понудувачот изнесува 60 милиони евра, додека нето -

приходот на целната компанија изнесува 25 милиони евра, што значи дека нето - приходот на заедничката компанија ќе изнесува 85 милиони евра. Бројот на акции зависи од договорниот сооднос за размена, кој изнесува 0,75. Ова значи дека имаме 7,5 милиони евра во издадени нови акции од страна на понудувачот, што ќе резултира со вкупно 37,5 милиони евра во издадени акции по процесот. Заработувачката по акција во компанијата по процесот ќе изнесува 2,26 евра (85 милиони/37,5 милиони), која, всушност, е поголема отколку заработувачката по акција пред процесот на соединување (кој изнесуваше 2,00 евра по акција, 60 милиони/30 милиони) со 0,26 евра зголемување (или 13,33%). Овој договор е позитивен бидејќи има зголемување на заработката по акција за компанијата купувач при процесот на соединување. Или кажано со други зборови, еден акционер во компанијата понудувач пред процесот добива 2 евра по акција, додека по процесот на соединувањето ќе добива 2,26 евра по акција, што секако ја зголемува и неговата заработувачка.

Во случај да се употребува готовина наместо акции, ние треба да го одземеме трошокот за готовината од нето-приходот на компанијата понудувач. Ова е опортунитиот трошок за користење на резервите на готовина за да се финансира процесот на соединување и преземање или трошокот на нов долг, кој е потребен да се направи за да се дојде до потребната готовина за да се заврши процесот. Ако се претпостави дека купувачот ги користи резервите на готовина во износ од 150 милиони евра инвестирани при 10% годишна стапка на поврат и 30% данок, со употреба на овие средства готови за финансирање на процесот, компанијата губи 10,5 милиони евра $\{150 \text{ милиони} \times 10\% \times (1-30\%)\}$ од нето-приходот. Резултатот ќе остане непроменет доколку претпоставиме дека купувачот нема резерви на готовина и зема кредит од 150 милиони евра. Бројот на издадените акции кај компанијата понудувач по соединувањето и преземањето не се менува при употреба на готовина. Притоа, овде заработката по акција во компанијата по соединувањето ќе изнесува 2,48 евра по акција, кога ќе се поделат нето-приходот кој изнесува 74,5 милиони евра (85 милиони - 10,5 милиони) и вредноста на акциите која изнесува 30 милиони. Овде повторно, договорот е позитивен, бидејќи има зголемување на заработката по акција за компанијата купувач при процесот на соединување.

Постои и побрз начин за да се види дали договорот има позитивни или негативни ефекти во однос на акционерите, а тоа е соодносот на цената на акциите со заработувачката (P/E ratio). Во овој пример, компанијата

понудувач има поголем сооднос на цената со заработувачката (нето-приходот) кој за компанијата понудувач изнесува 10 (600 милиони /60 милиони) , додека на целната компанија изнесува 6 (150 милиони/ 25 милиони). Секогаш кога овој сооднос за компанијата купувач е поголем од соодносот за целната компанија, имаме позитивен ефект за акционерите на купувачот. Логиката е едноставна, бидејќи понудувачот плаќа само 6 евра за 1 евро од заработувачката на целната компанија, додека 1 евро од заработувачката на понудувачот, всушност, вредат 10 евра. Со други зборови, понудувачот купува „евтино“ бидејќи заедничкиот нето-приход се зголемува повеќе во однос на бројот на акции, што само по себе резултира со поголема заработувачка по акција. Овој принцип е скоро ист кај договорите со готовина. Овде, се споредуваат соодносот (цената на акциите со заработувачката) кај целната компанија со готовинскиот сооднос кај понудувачот. Овој готовински сооднос (вака дефиниран само за да се објасни подобро примерот) е сооднос меѓу резервите на готовина и заработката што оваа готовина ја генерира(што всушност е готовината што ја дава). Овде овој сооднос изнесува 14,29 (150 милиони/ 10,5 милиони). Бидејќи овој сооднос е поголем од соодносот на цената на акциите со заработувачката кај целната компанија, овој договор има позитивни ефекти кај акционерите на компанијата понудувач. Оваа компанија заменува 150 милиони резерви во готовина кои генерираат само 10,5 милиони „заработувачка“ со 150 милиони евра капитал на целната компанија, кој генерира 25 милиони евра.

Колку е поголема позитивната разлика меѓу соодносот на цената на акциите со заработувачката кај понудувачот во однос на целната компанија толку поголем е и позитивниот ефект врз заработувачката по акција. Но, за оваа ситуација, финансискиот пазар треба да го поврзе односот меѓу цената на акциите со заработувачката, што се однесува на понудувачот пред процесот со заработувачката по акција по процесот за соединување. Со други зборови, за заработувачката по акции да има позитивен аспект и да се зголеми вредноста на акциите на понудувачот, потребно е односот (PE ratio) меѓу компанијата понудувач пред процесот да е еднаков со овој однос по процесот на соединување. И на крај, она што, навистина, е значајно е цената на акциите на купувачот по процесот во споредба со оваа цена пред процесот. Само доколку пост-процесната цена е поголема од пред-процесната цена на акциите, имаме позитивен ефект врз акционерите на компанијата понудувач во процесот на соединување и преземање.

6.7.3. Распределба на добивката

Вредноста на капиталот во новата компанија составена од компанијата понудувач и целната компанија, може да се искаже со следната формула:

$$E = E(\text{П}) + E(\text{Ц}) + \text{Синергија-Готовина}$$

Најчесто, цената платена за целната компанија е поголема од капиталот на таа компанија. Разликата меѓу овие две вредности ја дава премијата при понудата за преземање. Секако, ова може да се утврди доколку целната компанија котира на берзата, и пазарната вредност на капиталот е позната. Високите поврати на компанијата понудувач се јавуваат во случај кога целната компанија е приватна компанија. Обајснувањето за ова е дека понудувачот плаќа помала премија при преземањето, бидејќи нема податоци кои се познати на јавноста за приватните компании.

При процесот на преземање, доколку компанијата понудувач купува акции од целната компанија, тогаш резултатот од самата трансакција, добивка или загуба, акционерите на купувачот го споделуваат со акционерите на целната компанија. Ова се случува бидејќи при купопродажбата на акции, акционерите од двете компании имаат акции во новата компанија составена од компанијата понудувач и целната компанија. Од друга страна, доколку компанијата понудувач плаќа во готовина, сите добивки и загуби при овој процес ги преземаат акционерите на компанијата понудувач.

Дали целиот процес на соединување и преземање може да се гледа како позитивен или негативен, односно дали предизвикува добивка или загуба, зависи од две работи: прво, вредноста на самата синергија и, второ, премијата која купувачот е подготвен да ја плати. Ако вредноста на очекуваната синергија е поголема од вредноста на премијата при овој процес, тогаш договорот е прифатлив и обратно, доколку очекуваната вредност на синергијата е помала од премијата, тогаш овој договор ќе предизвика загуби кај понудувачот. Оваа разлика со други зборови може да се нарече акционерска додадена вредност (АДВ). Значи, доколку АДВ е позитивно, договорот е прифатлив, доколку е негативно, договорот не е прифатлив за компанијата понудувач. Во готовинскиот договор, акционерите ја добиваат целата АДВ, што значи, доколку е позитивна, тие имаат добивка, доколку е негативна, тие имаат загуба. Во случај на

договор со купопродажба на акции, АДВ е поделен меѓу двете страни. Значи, кога АДВ е негативен, акционерите на компанијата понудувач ќе преферираат договор каде предмет на купопродажба ќе бидат акциите бидејќи евентуалните загуби ќе бидат поделени со акционерите на целната компанија. И спротивно, доколку имаме АДВ кое е позитивно, купувањето на акции со готовина ќе биде преферирано од страна на акционерите на целната компанија бидејќи целата добивка ќе биде земена од компанијата понудувач.

ГЛАВА 7 - НАСОКИ И ПРЕПОРАКИ ЗА РАЗВОЈ НА ИНВЕСТИЦИСКОТО БАНКАРСТВО ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Во овој миг неуспехот на македонскиот финансиски систем за да одговори на побарувачката за финансии, од страна на локалниот приватен сектор, се чини, дека е значаен проблем за економскиот раст. Пазарот на капитал е недоволно развиен, товарот на посредување на заштеди за финансирање на приватниот секторот е целосно на „рамењата на банкарскиот систем”, кој сè уште, во голема мера, е во потребата на значајни реформи. Понатаму, степенот на финансиската интермедијација е многу помал во споредба со онаа во западните економии. Потребен е новитет во финансискиот и банкарскиот систем во Република Македонија од типот на инвестициското банкарство.

Во нашиот банкарски систем е присутна голема зависност од традиционални извори на средства (депозити), додека банките во Европската Унија сè повеќе насочени кон други извори на финансирање на своите активности, пред сè кон издавање на должнички хартии од вредност. Кога сме во состојба каде постои скоро целосна искористеност на депозитното јадро за финансирање на кредитната активност, банките во Република Македонија наскоро мора да се ориентираат кон други можности за финансиска активност во Република Македонија. Токму овде, како алтернативен извор може да се користи издавањето на должнички хартии од вредност. Со ова е поврзан и подемът на секундарниот пазар на капитал, паралелно со потребата за развој на активностите на инвестициското банкарство.

Потребата и развојот на инвестициските банки е повеќе од очигледна по анализата на секундарните пазари на капитал. Зголемувањето на бројот на учесници на финансиските пазари, пред сè домашните компании кои би ги финансирале своите активности преку емисија на хартии од вредност, кој ќе создаде услови за развој на инвестициското банкарство, ќе привлече и странски инвеститори. Инвестициските банки би посредувале во активностите поврзани со хартиите од вредност на пазарите на капитал и би ја збогатиле палетата на финансиски инструменти и финансиски иновации.

Во последните неколку години се направени многу важни чекори напред во однос на либерализација на банкарскиот сегмент од финансискиот пазар (со отстранување на сите административни бариери и поедноставување на процедурите за влез на истакнати финансиски институции на македонскиот пазар), подобрување на правната и регулаторната средина, како и банкарската супервизија. Продолжувањето на овие реформи во сите овие области може да се сметаат како клучни за зголемување на ефикасноста и постојната доверба во локалниот банкарски сектор. Некои предложени и усвоени реформи може да се сметаат како значаен чекор напред во подобрувањето на македонскиот банкарски систем.

Инвестициското банкарство во ваков тип на економија, како што ја има нашата држава, може да влијае многу врз побрзиот економски раст. Меѓутоа, развојот на инвестициското банкарство во Република Македонија повлекува и генерира развој и сериозен пристап кон низа други неразвиени и нерешени сегменти во финансискиот пазар. Прво, овде се истакнува немањето желба или потреба за влез од страна на странските банки кои би го промовирале и актуелизирале финансирањето на компаниите и протокот на пари преку реалниот сектор на овој начин. Инвестициското банкарство би се практикувало и би станало еден нов вид на вложување и насочување на парите доколку некоја странска банка најпрво со свој капитал, би го промовирала инвестициското банкарство. Значи, странска промоција на домашниот македонски пазар е повеќе од потребна за развој на инвестициското банкарство. Станува очигледно дека македонскиот банкарски систем не успеа да привлече стратешки странски инвестиции во банкарскиот сектор. Ова делумно може да се објасни со недостатокот на реформи и законската рамка во овој сегмент од економијата, обесхрабрување на странски инвеститори и истакнати странски банки. Странски сопственици во моментот во Македонија се главно од Словенија, Бугарија, Грција и Турција (Нова Љубљанска Банка, Уни Банка, Националната банка на Грција, Халкбанка). Сепак, нивното присуство произведува само мали промени. Имено, како што конкуренцијата е зголемена само минимално, мал е бројот на нови производи и услуги кои се воведени на пазарот.

Повеќе од јасно е дека ваквиот развој на македонскиот банкарски систем има влијание и врз развојот на инвестиционото банкарство и дека мора да имаме влез на странски инвеститори и истакнати странски банки кои би донеле нови производи на финансиските пазари, како што

се финансиските деривати. Паралелно со развојот на инвестициските банки, неминовен е и развојот на финансиските деривати, како финансиски инструменти кои се користат од страна на инвестициските банки на глобалните развиени финансиски пазари. Во нашата држава, единствени дериватни инструменти што се во употреба се валутните, терминските и своп договорите. Меѓутоа, овој пазар на деривати во Република Македонија е скоро неразвиен.

Втор многу значаен сегмент претставува развојот и растот на Македонската берза. Македонската берза игра една од најзначајните улоги во финансискиот пазар во Република Македонија и затоа нејзината стабилност и континуиран раст се важни за имплементација и за влез на инвестициското банкарство во Република Македонија. И без негативното влијание на последната финансиска криза, Македонската Берза немаше углед на стабилна берза каде работите се диктирани од пазарот, а не од поголемите играчи на финансискиот пазар во Македонија. По неколкуте падови на неосновано зголемените вредности на акциите до нивната реална вредност, „играчите“ на финансискиот пазар забавија во своите инвестиции во акции и обврзници на берзата и почнаа да ги инвестираат своите средства на посигурно.

Влијанието што го има општата економска ситуација и растот и развојот на економијата во Република Македонија, исто така, ќе има особено влијание врз развојот на инвестициското банкарство во почетниот стадиум, а, секако, и во подоцнежниот период. Повеќе од јасно е дека врз економскиот развој особено влијание имаат извршната и судска власт. Мерките што ги презема Владата и нејзините министерства имаат влијание врз општата стабилност, растот и развојот на економијата во државата.

Инвестициските банки мора да имаат простор каде би ги инвестирале парите на своите клиенти, избор на хартии од вредност понудени од домашни фирми, понудени на стабилна и интегрирана берза. Надоврзувајќи се на креирањето на поволни економски услови за развој на инвестициското банкарство, Народната банка и монетарните алатки кои таа ги поседува за забрзување на економскиот раст и промоција на финансиската стабилност, се, исто така, многу важен предуслов за развој на инвестициското банкарство. Нејзиното влијание на каматните стапки, како и влијанието на курсот на денарот, се само некои од многуте активности кои може да влијаат позитивно врз економската состојба во Република Македонија. Судството и законодавната легислатива, која ги

покрива овие сегменти од финансискиот пазар, се споредни, но некогаш пресудни фактори за влез на инвестициското банкарство. Несигурноста која ја имаат странските банки и субјекти во македонското судство е дестимулирачки фактор кој покрај другите сегменти, како што се на пример странските директни инвестиции, влијае и на овој. Колку овие фактори влијаат врз нашите банки за интерен развој на инвестициското банкарство, како и врз странските инвестициски банки кои би влегле во нашата земја, толку тие влијаат и врз граѓаните и компаниите кои би требале да бидат главните „играчи“ или вложувачи во овој вид на инвестирање. Недовербата во подобра економска иднина и економски раст кој би гарантирал раст и на инвестициите, скептицизмот во судството, како и гледањето во Македонската берза како обична обложувалница каде без никаква анализа лесно може да се добие или изгуби, е начин на гледиште кој треба да се ревидира и замени што побргу.

Со развојот на финансиските пазари и развојот на инвестициското банкарство се наметнува неопходна потреба за формирање дополнителни институции и донесување дополнителни закони кои ќе ги уредуваат активностите со хартиите од вредност, но и ќе ги штитат потенцијалните инвеститори. Република Македонија сè уште е во фаза на согледување на потребите и насочување на размислувањата за идно уредување на овие институционални и законски предуслови. Единствено, Комисијата за хартии од вредност, како регулаторна институција чии активности директно се поврзани со работата со хартии од вредност, може да се вброи во институциите кои би имале влијание во развојот на инвестициското банкарство во Република Македонија. Со цел да се овозможат услови за развој на инвестициското банкарство во иднина во Република Македонија, мора да се донесат нови законски регулативи кои ќе го регулираат финансискиот пазар и условите за работа на инвестициските банки, но и да се формираат регулаторни институции кои ќе имаат влијание во регулацијата на активностите на субјектите кои се дел од финансиските пазари.

Исто како што се поставуваат и донесуваат стратегии во однос на привлекувањето на странските инвестиции и развој на современи производствени процеси, така мора посериозно да се изготват планови за усовршување на домашниот банкарски систем во однос на развојот на инвестициското банкарство и привлекување на странски банки кои дополнително би го промовирале и развиле инвестициското банкарство. Повеќе од потребен е развојот на портфолио инвестициите

и инвестициското банкарство во периодот на закрепнување од кризата и навлегување во почетокот на повторен растеж на економијата, како на глобално, така и на домашно ниво.

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

- Adelman, I. And E. Thurbeck, "The Role of Institutions in Economic Development", *World Development*, 17, special issue (1999).
- Arestis, P. and A.S. Eichrer, "The Post Keynesian and Institutional Theory of Money and Credit", *Journal of Economic Issues*, 22 (1989).
- Alexakis, P. (2007) "Bank acquisitions and shareholder returns", *International Journal of Financial Services Management*, 2(4):255-276.
- Athansoglou, P., Delis, M. and Staikouras, C. (na) "Determinants of bank profitability in the south eastern European region", Bank of Greece.
- Arthur Andersen, 'European Capital Markets, a Strategic Forecast', *Economist Publications* (2000).
- ALLEN, FRANKLIN and MIYAJIMA, HIDEAKI. How Important Historically Were Financial Systems for Growth in the U.K., U.S., Germany, and Japan.
- Akerlof, G. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488–500.
- Allen, L., Jagtiani, J., Peristiani, S., & Saunders, A. (2004). The role of bank advisors in mergers and acquisitions. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(2), 197–224.
- Arzac, E. R. (2005). *Valuation for mergers, buyouts and restructuring*. Wiley.
- Berlin, M. & Mester, L. (1992). Debt Covenants and Renegotiation. *Journal of Financial Intermediation*, 2, 95–133.
- Berger, A.N. and T.H. Hannan, "The Price Concentration Relationship in Banking", *Review of Economics and Statistics*, 71 (May 2000).
- Berman, K., "Financial Intelligence: A Manager's Guide to Knowing what the Numbers Really Mean", Harvard Business Press, 2006.
- Bodie, Z., Kane, A, and Alan J. Marcus, "Investments", McGraw-Hill Irwin, 2005.
- Berk, J, and Demarzo, P., "Corporate Finance", Pearson Addison Wesley, 2007.
- Brealey, R. and Myers, S., "Principles of Corporate Finance", McGraw-Hill, 1988.
- Bhattacharya, S. And A.V. Thakor, "Contemporary Banking Theory", *Journal of Financial Intermediation* (October 2004).

- Bonin, J., Hasan, I. and Wachtel, P. (2005) "Bank performance, efficiency and ownership in transition countries", *Journal of Banking and Finance*, 29(1):31-53.
- Bonina, J., Hasanb, I. and Wachtel, P. (2005) "Privatization matters: Bank efficiency in transition countries", *Journal of Banking & Finance*, 29(8-9): 2155-2178.
- Bond, J.H. and M.Gertler, "Are Banks Dead?", Conference on bank structure and competition, Federal Reserve Bank of Chicago (1994).
- Brigham,E.and C.Gapenski, "Financial Management: Theory and Practice", Dryden Press, (1994).
- Besanko, D and G. Kanatas. The Regulation of Bank Capital: "Do Capital Standards Promote Bank Safety?"-*Journal of Finance Intermediation* No 5(4), 1996.
- Brennan, M. J. & Schwartz, E. S. (1980). Analyzing convertible bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15(4), 907–929.
- Burch, T., Nanda, V., & Warther, V. (2005). Does it pay to be loyal? An empirical analysis of underwriting relationships and fees. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 673–99.
- Bowers, H. & Miller, R. (1990). Choice of investment banker and shareholders' wealth of firms involved in acquisitions. *Financial Management*, 19(4), 34–44.
- Bruner, R. F. (2004). *Applied Mergers & Acquisitions*. Wiley.
- Christofferson, S. A., McNish, R. S., & Sias, D. L. (2004). Where mergers go wrong, *The McKinsey Quarterly*, n. 2.
- Cameron, R. (ed) with C. Olga and P. Houchton, '*Banking in Early Stages of Industrialization*', New York, OUP (1980).
- Cameron, R. (ed), '*Banking and Economic Development: Some Lessons of History*', New York, OUP(1982).
- Cameron, R. (ed), '*Financing Industrialization*', Cambridge, Edward Elgar (1992).
- Cottarelli, C., Dell'Araccia, G. and Vladkova-Hollar, I. (2005) "Early birds, late risers, and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans", *Journal of Banking and Finance*, 29(1):83-104.
- Checkley, K., "Strategic Cash Flow Management", John Wiley and Sons, 2002.
- Chick, V. '*The Evolution of the Banking Systems and the Theory of Savings, Investment and Interest*', *Economies of Societes Monnaie et Production* (1986).

- Clyde P.Stickney, Paul R.Brown, James M.Wahlen, "Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: A Startegic Perspective", Thomson/South-Western, 2006.
- Clyde P.Stickney, Paul r.Brown, "Financial Reporting and Statement Analysis: A Strategic Perspective", Dryden Press, 1999.
- Crane, D.B. and S.L. Hayes III, 'The New Competition in the World Banking', *Harvard Business Review* (July/August 1982).
- Corrigan, E. Gerald, "Reforming the US Financial System: an International Perspective", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* (spring 1990).
- Davazo, L. And L.B.Katz, "Towards a Global Pension Market", *Journal of Portfolio Management* (summer 1992).
- Day, R.G.E. and C.Wihlborg, '*The Market for Ownership and Control*', Stockholm and Amsterdam, IUI and North Holland (1993).
- Dale,R., *The Regulation of International Banking*, Cambridge, Woodgead-Faulkner(1984).
- Dale, R., *International Banking Deregulation-The Great Banking Experiment*, Blackwell Finance (1992).
- Diamond, D., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies* (1999).
- Dwight, J. and Levonian, M. (2001) "The Structure of Banking Systems in Developed and Transition Economies", *European Financial Management*, 7(2):161-181.
- Dosi, G. "*Institutions and Markets in a Dynamic World*", Manchester School(1998).
- Dobrinsky, R and N. Markov, "Policy Regime Change And Corporate Credit in Bulgaria", William Davidson Institute Working Paper No 2003-607. 2003.
- Diamond, D. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Financial Studies*, 51, 393–414.
- Drucker, S. & Puri, M. (2005). On the benefits of concurrent lending and underwriting. *Journal of Finance*, 60(6), 2763–2799.
- ELTON, GRUBER, and BROWN. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Wiley.
- Esty, B. (2005). Structuring loan syndicates: a case study of the Hong Kong Disneyland project loan. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 80–95.
- Fight, A. (2001). *The ratings game*. Chichester: Wiley.
- Fisher, B. and H. Reisen, *Pension Fund Investment:From Ageing to Emerginf*

- Markets*, Paris, OECD Development Centre Policy Studies (1991).
- Friedman, M. And A. Schwartz, *A Monetary History of the US*, Princeton University Press (1965)
- Fries, S. and A. Taci (2005). "Cost efficiency of banks in transition: Evidence from 289 banks in 15 post-communist countries." *Journal of Banking and Finance* 29, 55-81.
- Frowen S. F., Pringle Robert, Weller Benedict, "Risk Management for Central Bankers", Central Banking Publications, UBS Warburg, 2000, London.
- Forte, G., Iannotta, G., & Navone, M. (2009). The choice of Target's advisor in mergers and acquisitions: the role of banking relationship. *European Financial Management*.
- Gerschenkron, A., *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Harvard University Press (1962).
- Gerschenkron, A., *Continuity in History and Other Essays*, Harvard University Press (1988).
- Gildersleeve, R., "Winning Business: How to Use Financial Analysis and Benchmarks to Outscore Your Competition", Gulf Professional Publishing, 1999.
- Goldsmith, R.W., *Financial Structure and Development*, Yale University Press (1989).
- Greenbaum, S. And A.V. Thakur, *Contemporary Financial Intermediation*, Dryden Press (1995).
- Goddard, J., Molyneux, P. and Wilson, J. (2004) "The Profitability of European Banks: A Cross-Sectional and Dynamic Panel Analysis", *The Manchester School*, 72(3): 363-381.
- GODDARD, JOHN, MOLYNEUX, PHILIP, WILSON, JOHN, and TAVAKOLI, MANOUCHE. *European Banking: An Overview*. Vol. 63. *The Journal of Banking&Finance*, July 2007.
- GUARIGLIA, ALESSANDRA. *Internal Financial Constraints, External Financial Constraints, and Investment Choice: Evidence from a Panel of UK Firms*. Vol. 63. *The Journal of Banking&Finance*, 2007.
- Gabbi, G. & Sironi, A. (2002). Which factors affect corporate bond pricing? Empirical evidence from Eurobond primary market spreads. *European Journal of Finance*, 11, 59–74.
- Habakup, H. And B.Poster, *The Cambridge Economic History of Europe*, CUP (1967).
- Hayes, S. III, A.M. Spera and D.V.P. Marks, *Competition in Investment Banking*, Harvard University Press (1987).

- Hubband, R.G., *Money, the Financial System and the Economy*, Addison Wesley Publications (1995).
- Higgins, R. "Analysis for Financial Management", R.D.Irwin, 1984.
- Hennie,G. and Sonja Bratanovic Brajovic, "Analyzing banking risk", Washington, The World Bank, 2005.
- Hazelkorn, T., Zenner, M., & Shivdasani, A. (2004). Creating value with M&A's. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Hunter, W. & Jagtiani, J. (2003). An analysis of advisor choice, fees, and effort in mergers and acquisitions. *Review of Financial Economics*, 12(1), 65–81.
- Hunter, W. & Walker, M. (1990). An empirical examination of investment banking merger fee contracts. *Southern Economic Journal*, 56(4), 1117–1130.
- JENSEN, M. The Role of Network Resources in Market Entry:Commercial Banks Entry into Investment Banking. JSTOR, 2003.
- John K and Senbet L.W., "Corporate Governance and Board Effectiveness",*Journal of Banking and Finance*, 1998.
- Levine, R., "The Corporate Governance of Banks", Discussion Paper No.3, Global Corporate Forum, July 2003, Washington DC.
- Iannotta, G. (2006). Testing for Opaqueness in the European Banking Industry: Evidence from Bond Credit Ratings. *Journal of Financial Services Research*, 30: 287–309.
- Iannotta, G. & Navone, M. (2008). Which factors affect bond underwriting fees? the role of banking relationships. *European Financial Management*, 14(5), 944–961.
- Iannotta, G., Nocera, G., & Resti, A. (2009). Do investors care about credit ratings? An analysis through the cycle. *Universita` Bocconi*, mimeo.
- Khart, S.I., *Dynamics of International Banking*, Prager (1980).
- Kindleberger, C.P., *Economic Development*, McGraw Hill (1958).
- Kindleberger, C.P., *A Financial History of Western Europe*, George, Allen and Urwin (1989).
- Kosmidou, K., Pasiouras, F. and Tsaklaganos, A. (2007) "Domestic and Multinational determinants of foreign bank profits: The case of Greek banks operating abroad", *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1):1-15.
- Krummel, H., "German Universal Banking Scrutinised", *Journal of Banking and Finance*, 9 (1980).
- Krishna G.Palepu, Paul M.Healy, Victor Lewis Bernard, "Business

- analysis&valuation: using financial statements: text&cases”, Thomson Learning, 2004.
- Ketz, E., “Hidden Financial Risk: Understanding Off Balance Sheet Accounting”, John Wiley and Sons, 2003.
- Kisgen, D. J., Qian, J., & Song, W. (2009). Are fairness opinions fair? The case of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 91, 179–207.
- Lewis, M.K. (ed), *Financial Intermediaries*, Edward Elgar (1995).
- Livingston, M. & Miller, P. E. (2000). Investment bank reputation and the underwriting of nonconvertible debt. *Financial Management*, 21–34.
- Livingston, M., Naranjo, A., & Zhou, L. (2007). Asset opaqueness and split bond ratings. *Financial Management*, 36(3), 49–62.
- Livingston, M., Naranjo, A., & Zhou, L. (2008). Split bond ratings and rating migration. *Journal of Banking and Finance*, 32(8), 1613–1624.
- Mc Kinnon, R.I., *Money, Capital and Economic Development*, Brookings Institution (1973).
- Mishkig, F., *Money, Banking and Finance*, Harper Collins (1994, 4th ed.).
- MISHKIN, FREDERIC. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Addison-Wesley.
- Mulford, C. and Eugen E. Comiskey, “Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance”, John Wiley and Sons, 2005.
- Maudos, J., Pastor, J., Perez, F. and Quesada J. (2002) “Cost and Profit efficiency in European banks”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 12(1):33-58.
- Mylonakis, J. (2007) “A review of banking institutions’ transformation in Balkan transition Economies”, *International Journal of Financial Services Management*, 2(1-2):100-117.
- MORRISON, ALAN and WILHELM, WILLIAM. *Investment Banking: Institutions, Politics, and Law*. 2007.
- MORRISON, ALAN and WILHELM, WILLIAM. *The Demise of Investment Banking Partnerships: Theory and Evidence*. Vol. 63. *The Journal of Finance*.
- Morgan, D. P. (2002). Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry. *American Economic Review*, 92, 874–888.

- Morgan, D. P. & Stiroh, K. (2001). Market discipline of banks: the asset test. *Journal of Financial Services Research*, 20(2–3), 195–208.
- McLaughlin, R. (1992). Does the form of compensation matter? Investment banker fee contracts in tender offers. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 223–260.
- Nelson, R.R. and S.G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Harvard University Press (1982).
- Neman, N., M.Millgate and D. Eatwell (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan (1992).
- Neil,C., “How countries supervise their banks, insurers and securities markets”, Central Banking Publications, 1999.
- Pagan, M., ‘Financial Markets and Growth’, *European Economic Review* (1991).
- Poposka, K. (2007) “Determinants of profit in the commercial banking industry: evidence from selected transitional economies”, *Economic Development*, 3: 79-94.
- Poon W. P. H. (2003). Are unsolicited credit ratings biased downward? *Journal of Banking and Finance*, 27, 593–614.
- Puri, M. (1996). Commercial banks in investment banking. Conflict of interest or certification role? *Journal of Financial Economics*, 40, 373–401.
- Puri, M. (1999). Commercial banks as underwriters: implications for the going public process. *Journal of Financial Economics*, 54(2), 133–163.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm’s-length debt. *Journal of Finance*, 47, 1367–1400.
- Ramakrishnan, R. T. S. & Thakor, A. V. (1984). Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation. *Review of Economic Studies*, 51, 415–432.
- Rajan, R. and L. Zingales (1998). “Financial Dependence and Growth,” *American Economic Review* 88, 559-586.
- Rybczynski,T.M., “Financial System and Industrial Restructuring”, *National Westminster Bank Quarterly Review* (November 1998).
- Rappaport, A. & Sirower, M. L. (1999). Stock or cash? The trade-offs for buyers and sellers in mergers and acquisitions. *Harvard Business Review*, 77, 147–158.
- Rau, P. (2000). Investment bank market share, contingent fee payments, and the performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 56(2), 293–324.

- Saunders, A., & Srinivasan, A. (2001). Investment Banking Relationships and Merger Fees, Mimeo.
- Servaes, H. & Zenner, M. (1996). The role of investment banks in acquisitions. *Review of Financial Studies*, 9(3), 787–815.
- Subramanian, G. (2005). Takeover defenses and bargaining power. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 85–96.
- Shaw, E., *Financial Deepening in Economic Development*, New York, OUP (1971).
- Smith, R.C. and I.Walter, *Global Financial Service*, Harper (1989).
- SMITH, C. Investment Banking and the Capital Acquisition Process. *Jurnal of Financial Economics*, 2003.
- Shannon P.Pratt, Alina V. Niculita, “Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies”, McGraw-Hill Professional, 2007.
- Slaveski, T. and Nedanovski P. (2002) “Foreign Direct Investment in the Balkans: The Case of Albania, FYROM and Bulgaria”, *Eastern European Economics*, 40(4):83-99.
- Stubos, G. and Tsikripis, I. (2005) “Regional Integration Challenges in South East Europe: Banking Sector Trends”, Working Paper Bank of Greece.
- Santos, J. (2006). Why firm access to the bond market differs over the business cycle: a theory and some evidence? *Journal of Banking and Finance*, 30(10), 2715–2736.
- Stewart C. Myers & Raghuram G. Rajan, (1998). The Paradox Of Liquidity, *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, 113(3), 733–771.
- Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71, 393–410.
- Šević, Z., “Banking Reforms in South-East Euroe, The Business School, University of Greenwich, London, UK.
- Taylor D. H., Glezen G.W.: *Auditing, Integrated Concepts and Procedures*, John Wileys and Sons 1988.
- Walter, I., “The Battle of the Systems, Control of Enterprises and Global Economy”, *Kieler Voltrage*, Institut fur Weltwirtschaft, University of Kiel (1993).
- American Bankers Association, “Report of the Market Share Task Force”(1994).*
- UBS (2011). Evaluating M&A Activity, www.ubs.com/investmentresearch.*
- Von Thadden, E. L. (1995). Long-term contracts, short-term investment and monitoring. *Review of Economic Studies*, 62, 557–575.
- Winkler, A. (2000) “Private and Financial Sector Development in Transition Economies: The case of Macedonia”, IPC Working Paper, 25.



ISBN 978-608-4708-35-3