*Radovan Kovačević**

ZNAČAJ I ULOGA FAKTORINGA KAO INSTRUMENTA FINANSIRANJA IZVOZA – ISKUSTVA NOVIH ČLANICA EVROPSKE UNIJE

APSTRAKT: *Poslednjih godina je došlo do snažnog rasta faktoringa, koji je postao važan izvor finansiranja – naročito kratkoročnog obrtnog kapitala – malih i srednjih preduzeća (MSP). U ovom radu se ukazuje na prednosti faktoringa u odnosu na ostale oblike finansiranja preduzeća u zemljama u razvoju (ZUR). Takođe se ispituju informacione, pravne, poreske i regulatorne prepreke rastu ovog vida finansiranja. Akcenat u istraživanju se stavlja na iskustva osam zemalja istočne Evrope koje su prvog maja 2004. godine postale članice Evropske unije (EU).*

KLJUČNE REČI: *faktoring, kolateral, potraživanja sa pravom regresa, porezi, informacije, mala i srednja preduzeća.*

ABSTRACT: *In recent years factoring has experienced phenomenal growth and has become an important source of financing – ecpecially short term working capital – for small and medium-size enterprises (SMEs). This paper explores the advantages of factoring over other types of lending for firms in developing economies. The paper also discusses the informational, legal, tax and regulatory barriers to its growth. It examines the role of factoring in the eight Eastern European countries that became EU members on May 1, 2004.*

KEW WORDS: *factoring, collateral, accounts receivables with recourse, tax, information, small and medium-size enterprises.*

1. UVODNE NAPOMENE

U vreme ekstremnih finansijskih kriza, kao onih sa kojima su se suočile zemlje sa tržištem u nastajanju tokom 1990-tih, ograničenje kreditne ekspanzije moglo je da otežа pristup sredstvima za finansiranje trgovine, posebno u slučaju kratkoročnih izvora (WTO, 1999). Rast trgovine zavisi od odgovarajućih i troškovno efikasnih izvora finansiranja, kako dugoročnih (za kapitalne investicije), tako i kratkoročnih namenjenih finansiranju trgovine. Kratkoročno finansiranje trgovine (kraće od 180 dana) bilo je povezano sa porastom međunarodne trgovine u prošlom stoleću. Međutim, preduzeća mogu koristiti različite instrumente finansiranja svojih transakcija bez posredničke uloge banaka. U ove instrumente spada i faktoring (IMF, 2003). Značaj ovog instrumenata je posebno naglašen u

* Centar za naučnoistraživački rad Privredne komore Srbije

uslovima kada se teže dolazi do kreditnih izvora za finansiranje trgovine. U ovom radu se obrađuje uloga faktoringa u finansiranju izvoza malih i srednjih preduzeća, sa posebnim osvrtom na iskustva novih članica EU.

2. POJAM FAKTORINGA I NJEGOVA ZASTUPLJENOST U SVETSKOJ PRIVREDI

Faktoring predstavlja dominantan oblik finansiranja u svetu, koje se zasnova na otkupu potraživanja prodavca po osnovu prodate robe na kredit kupcu[1]. Ovo je ujedno značajan vid finansiranja korporacija i MSP. Kredit koji obezbeđuje zajmodavac u okviru ovog vida finansiranja direktno je povezan sa vrednošću osnovne aktive zajmoprimca, a ne sa njegovom globalnom kreditnom sposobnošću. Ova eksplicitna veza se stalno kontroliše, tako da je vrednost osnovne aktive uvek veća od iznosa odobrenog kredita. Osnovna aktiva u faktoringu je potraživanje od kupca, koje faktor (zajmodavac) otkupljuje uz diskont. Na primer, prodavac (zajmoprimac) bi mogao da dobije od faktora 70% vrednosti svog potraživanja, a preostalih 30% (umanjeno za kamatu i manipulativne troškove kredita) nakon što ih uplati kupac.[2]

1 Faktoring je jedan od najstarijih oblika finansiranja trgovine. Neki istraživači njegovo poreklo dovode u vezu sa Rimskom imperijom (Rutberg, 1994), dok drugi smatraju da se ovaj instrument javio čak i u starijoj prošlosti, za vreme Hamurabija, četiri hiljade godina ranije (Papadimitriou, Phillips i Wray, 1994). Izraz *faktor* potiče od latinskog glagola *facio*, koji znači „onaj koji čini". Kao što sugeriše latinski glagol, istorija faktoringa je istorija subjekata koji rade neke stvari za račun drugih. Na primer, faktoring je bio dobro razvijen u Engleskoj u 14. veku, gde se razvio sa jačanjem industrije vune. Glavni posao faktora bio je da bude agent u prodaji ili komisioni trgovac za tekstilna vlakna. Rastojanje između proizvođača i potrošača dovodi do problema u trgovini – imajući u vidu primitivne oblike transporta i komunikacija – tako da faktori preuzimaju dopunsku funkciju da premoste ova rastojanja. Faktor takođe preuzima kritičnu finansijsku funkciju u ime proizvođača. Oni daju kreditne savete, garantuju isplate proizvođačima, preuzimajući potpunu odgovornost za kreditnu sposobnost kupaca. Da bi se zaštitili, faktori formiraju rezerve za pokriće gubitaka. Konačno, mada podjednako važno iz istorijskog ugla, faktori unapređuju finansiranje proizvodnje u vrednosti prodate robe. Dakle, faktoring je pokazao svoju ekonomičnost u finansijskoj komponenti faktoring poslovanja koje je postojalo pre 600 godina. Razlika između današnjeg faktoringa i faktoringa od pre 600 godina je u tome što je prodajna komponenta očišćena iz faktoring odnosa. Osim finansiranja, faktori danas po pravilu obezbeđuju svojim klijentima dve vrste usluga: kreditne usluge i usluge naplate. Više o današnjoj praksi faktoringa videti kod Salinger (1999).

2 Druga vrsta finansiranja bazirana na hartijama, poznata kao asset-based lending (odobravanje zajma pri čemu kao kolateral služi oprema, osnovna sredstva ili hartije od vrednosti), praktikuje se u samo nekoliko zemalja – uglavnom SAD, i u nešto manjoj meri u Australiji, Kanadi i Velikoj Britaniji (ovaj vid finansiranja u V. Britaniji je poznat kao invoice discounting). Dok kod faktoringa, zajmodavac (faktor) otkupljuju potraživanje od prodavca, kod asset-based lending zajmodavac koristi aktivu kao kolateral. Sem toga, kolateral nije ograničen na potraživanje: on takođe obuhvata inventar i opremu. Dakle, asset-based lending

Faktoring u ZUR ima nekoliko prednosti u odnosu na druge vidove pozajmica. Prvo, faktoring može biti posebno koristan u zemljama sa slabim obezbeđenjem zajmova, neefiksnim sistemom bankrotstva, nepotpunim registrovanjem potraživanja po njihovom značaju, zato što potraživanja koja je preuzeo faktor nisu deo imovine preduzeća koje bankrotira. Drugo, kredit kod faktoringa prvenstveno se zasniva na kvalitetu osnovnog potraživanja a ne na kvaliteti zajmoprimca. Time faktoring može biti posebno privlačan za visokorizična MSP. Faktoring može da olakša problem nedovoljne informacione otvorenosti zajmoprimca u poslovnom okruženju sa slabim informacionim strukturama ukoliko faktori mogu da razviju vlasničke baze podataka za račun performansi plaćanja, i ukoliko se radi o obavezama relativno otvorenih preduzeća. Poslednji uslov je ispunjen kada MSP koje pozajmljuje sredstva ima potraživanja (utržive hartije od vrednosti - receivables) velikih preduzeća, ili inostrane utržive hartije od preduzeća iz zemalja sa jakom informacionom infrastrukturom.

Ukupan svetski promet faktoring poslova je dostigao 760 mlrd. evra u 2003. godini, što čini porast od 67% u odnosu na 1998. godinu (Factors Chain International). U nekim zemljama, kao što je SAD, značaj faktoringa kao osnovnog izvora finansiranja obrtnog kapitala, posebno se ističe u nekim industrijskim granama. Ali i u drugim zemljama, kao što je Italija, rasprostranjen je značaj faktoringa kao osnovnog izvora obrtnog kapitala. Domaći i međunarodni faktoring postaju glavni izvori finansiranja u ZUR – uključujući istočnoevropske zemlje (EU 8[3] plus Rumunija), gde je faktoring agregatno porastao za 434% između 1998. i 2003. godine, pri čemu je ovaj rast u pojedinim zemljama bio čak i veći.

Kao vid zamene potraživanja za novac, faktoring snabdeva MSP obrtnim kapitalom. Međutim, faktoring kao i zajmovi sa pokrićem u aktivi (asset-based lending[4]) znatno se razlikuje od tradicionalnih trgovačkih zajmova, gde se kredit

zahteva dobro zaštićena prava zajmodavca, elektronski kolateral registar, i brz i efikasan sudski sistem, koji često ne postoji u ZUR. Faktoring po pravilu podrazumeva dodatne dažbine, sem provizije. Na primer, kamata se može obračunati na nenaplaćena potraživanja za robu i usluge prodate na kredit (accounts receivables). Faktoring takođe može da uključi dažbine za podnošenje zahteva, dažbine za proveru kredita, dažbine za administrativne poslove i dr. (Worthy, 2003).

3 Češka Republika, Estonija, Mađarska, Letonija, Litvanija, Poljska, Slovačka Republika i Slovenija.

4 Pomoću ove tehnike zajmodavci mogu savladati informacionu asimetriju, pri čemu osnovna aktiva zajmoprimca služi kao kolateral i osnovni izvor isplate. Kada odobravaju sredstva za finansiranje obrtnog kapitala, banke uzimaju u obzir kratkoročnu aktivu kao što je novac koji potražuje preduzeće za prodatu robu na kredit (account receivable), osnovna sredstva i opremu. Obezbeđenje kolaterala samo po sebi ne omogućuje razlikovanje ovog vida finansiranja od ostalih tehnika. Razlika je u tome što se kolateral kod ostalih tehnika javlja kao sekundarni izvor otplate, a kod pozajmica koje se zasnivaju na aktivi, kolateral služi kao primarni izvor otplate.

odobrava prema kreditnoj sposobnosti zajmoprimca a ne na osnovu vrednosti osnovne aktive zajmoprimca. U tradicionalnim dužničkim odnosima na dobro razvijenim finansijskim tržištima, zajmodavac gleda na zaštitu od rizika naplate (kolateral) samo kao na sekundarni izvor naplate. Primarni izvor plaćanja je zajmoprimac i njegova tekuća sposobnost otplate.

Faktoring može biti sa pravom ili bez prava na regres. Na razvijenim finansijskim tržištima, veći deo faktoringa se realizuje bez prava na regres, pri čemu faktor preuzima pravo potraživanja kao i celokupan ili preovlađujući deo rizika naplate, zato što faktor nema regresno potraživanje, ukoliko ne dođe do naplate potraživanja. Kod faktoringa sa pravom regresa, na drugoj strani, faktori ima pravo regresnog potraživanja prema zajmoprimcu za svaki izostanak naplate. Dakle, gubici se javljaju samo ukoliko zajmoprimac nije u stanju da nadoknadi dug.

Faktoring u ZUR uglavnom je bez prava na regres. U Italiji, na primer, 69% čini ova vrsta faktoringa (Muschella, 2003). Slično tome, studija o javnoj trgovini preduzeća iz SAD pokazuje da je 73% potraživanja u faktoringu bez prava na regres, ali su prodavci (zajmoprimci) sa utrživim hartijama niskog kvaliteta, stupali u odnose sa faktorom tako da ovaj ima pravo na regres (Sopranzetti, 1998)[5]. Međutim, na tržištima u nastajanju, gde je često teško oceniti rizik neizvršenja, veći deo faktoringa se zasniva na pravu regresa.[6]

Sem dimenzije sa pravom ili bez prava na regres, faktoring može biti ili sa ili bez obaveštavanja. Obaveštavanje znači da je klijentov kupac obavešten da su njegove hartije od vrednosti prodate faktoru. U okviru faktoringa sa obaveštavanjem, klijent po pravilu dostavlja faktoru priznanice o isporuci, račune i duplikate faktura, koji jasno ukazuju klijentovom kupcu na identitet faktora i činjenicu da su potraživanja od kupca prodata faktoru[7].

---

5 Rezultati do kojih je došao ovaj autor su konzistentni sa teorijskim modelom, koji on iznosi u svom radu. Model uzima u obzir mogućnost da faktor ima veću sposobnost monitoringa nego prodavac – gledište koje je potpuno u skladu sa uobičajenim načinom sprovođenja faktoringa. Njegov model takođe se zasniva na pretpostavci da prodavci i faktori imaju istu sposobnost da sagledaju kvalitet potraživanja. Ovu pretpostavku je teško uskladiti sa industrijskom praksom. Čini se da u većini slučajeva faktori imaju bolje informacije o kvalitetu osnovne aktive zbog ekonomije obima u formiranju velikih baza podataka o performansama plaćanja.

6 Jedan izuzetak od dominacije faktoringa sa pravom regresa u Istočnoj Evropi (i ostalim tržištima u nastajanju) je u slučaju faktoringa sa inostranim potraživanjem. Veći deo inostranih potraživanja je kod faktoringa bez prava na regres, mada ovaj vid faktoringa po pravilu podrazumeva saveze faktora ili osiguranje kredita.

7 Generalno posmatrano, faktoring sa pravom regresa ne obuhvata obaveštavanje, ali faktoring bez prava na regres može obuhvatiti i obaveštavanje. Pošto u mnogim zemljama postoje negativne asocijacije na faktore, preduzeća mogu ispoljiti rezervu na saradnju sa faktorom koji obaveštava kupca.

Kao što je istaknuto, tipični odnosi sa faktorom obezbeđuju korpu usluga: finansiranje, usluga preuzimanja kreditnog rizika i usluga naplate. Kreditna usluga obuhvata ocenu kreditne sposobnosti klijentovog kupca čije će hartije faktor da otkupi, bazirane na fakturama koje su povezane sa svakom hartijom (ovo ne znači da klijent ne može da proda proizvode i prenese trgovinski kredit na kupca kome je faktor odbio da odobri kredit, ali klijent neće dobiti finansiranje za ove fakture). Faktori po pravilu zasnivaju svoje ocene na kombinaciji njihovih vlastitih podataka i javno raspoloživih podataka o karakteristikama plaćanja emitovanih hartija.

Uslužni servis obuhvata skupljanje tekućih hartija i hartija sa zaostalim plaćanjem, kao i njihovu naplatu kroz pravni sistem[8]. U suštini, MSP koja koriste faktore izmeštaju funkciju kreditiranja i naplate hartija – druga važna razlika između faktora i tradicionalnih komercijalnih zajmodavaca[9].

Faktori mogu uživati nekoliko važnih prednosti nudeći usluge kreditiranja i naplate. Prvo, oni mogu znatno uvećati ekonomiju obima na oba područja u odnosu na njihove klijente. Zbog činjenice da faktor vrši ove usluge za mnoge različite klijente, on može da podnese fiksne troškove koji su povezani sa ovim poslovima. Sem toga, brojna MSP verovatno imaju nedovoljno iskustva na ovom području. Na kraju, faktori formiraju privatne baze podataka o karakteristikama potraživanja za odobrene kredite. Najveći i najiskusniji faktori u stvari postaju ekvivalent velikih berzi za razmenu kreditnih informacija, nudeći zamenu za biroe privatnih komercijalnih kredita i registre javnih kredita. Oni takođe uživaju ekonomiju obima u razmeni informacijama kao i kreditni biroi i javni kreditni registri (Kallberg i Undell, 2003a).

Druga karakteristika faktoring poslovanja je u tome što faktor po pravilu odobrava manje od 100% nominalne vrednosti potraživanja, mada u rukama drži celokupan iznos potraživanja. Razlika između unapred isplaćenog iznosa (avansna isplata) i faktornog iznosa (prilagođena za neto efekte kao što su trgovački rabati) dovodi do stvaranja rezervi kod faktora. Ove rezerve će biti korišćene za pokriće nenaplaćenog potraživanja[10]. Ako su i kada su fakture isplaćene u

8 Naplata duga podrazumeva obaveštavanje obveznika o dospeloj obavezi, ili njegovog zastupnika, da kasni isplata ove obaveze.

9 Faktori mogu preneti naplatu dospelih a neplaćenih papira na službu naplate loših potraživanja.

10 Raspoloživost ovih rezervi za pokriće neizmirenih obaveza može da varira. U gore opisanoj situaciji, rezerve se koriste samo za fakture koje su povezane sa specificiranim hartijama. Alternativno, ugovor o faktoringu može dozvoliti da rezerve u vezi sa jednim potraživanjem mogu da se koriste za pokriće u slučaju nenaplate drugog potraživanja.

celini, faktor doznačava ceo iznos rezervi klijentu[11]. Tipična avansna stopa može biti 70% (mada može ići i do 90%), što omogućuje formiranje 30% rezerve.

Faktor naplaćuje komisionu proviziju od svojih klijenata, kao i dodatnu kamatu (ako klijent koristi finansiranje od faktora). Kod najjednostavnijih aranžmana sve ovo se može podvesti pod jednu proviziju. Na primer, ukoliko faktor otkupi potraživanje nominalne vrednosti od 100 dolara od svog klijenta po faktoring uslovima koji podrazumevaju 70% isplate unapred i proviziju od 2%, faktor bi odmah isplatio 68 dolara i postao vlasnik potraživanja sa danom kada je izdata faktura. Ako se faktura isplati za 31 dan, faktor doznačava tog dana klijentu preostalih 30 dolara.

Faktoring po pravilu podrazumeva i dodatne troškove, sem provizije. Na primer, kamata se može obračunati na stanje nenaplaćenih potraživanja ili na stanje nenaplaćenih potraživanja koje prelazi fiksan broj dana[12]. Alternativno, kamata može biti fiksirana i uključena u proviziju. Faktoring takođe može da obuhvati proviziju za prijavu posla, proviziju za potvrdu kredita, proviziju za otvaranje kredita, proviziju za angažovanje pre sklapanja ugovora, kao i proviziju za proveru poreskih stopa, parnice, administrativne poslove, obaveštavanje štampe, vesti i slično (Worthy, 2003).

Sporazumu o faktoringu obuhvata i specifične troškove. On takođe pokriva širok krug ostalih pitanja koja su povezana sa međuodnosima između faktora i klijenta: datum kada sporazum postaje efektivan, inicijalni uslovi, opcija obnavljanja, ekskluzivnost odnosa sa faktorom, fakture koje su neophodne u poslu, minimalan iznos za faktoring posao, maksimalan iznos avansa u gotovini koji stoji na raspolaganju klijentu, procenat kupovne cene za koji će klijent biti isplaćen unapred, minimalni iznos rezervi i poslovi u vezi sa okončanjem ugovora[13].

Posmatrajući obim faktoringa po zemljama i regionima u 2003. godini, tri zemlje sa najvećom ulogom faktoringa su: Velika Britanija (160 mlrd. evra), Italija (132 mlrd. evra) i SAD (86 mlrd. evra). Najveći porast značaja faktoringa u periodu 1998-2003. godine je zabeležen u zemljama istočne Evrope (EU 8 plus Rumunija) – agregatni rast od 434%, mada sa veoma niske osnove. Značaj faktoringa u svetskoj privredi prikazuje se u tabeli 1.

11 Račun rezervi predstavlja obavezu faktora prema svom klijentu. Ustvari, klijent ima proširen zavisan kredit prema faktoru, što klijenta izlaže riziku. Ako faktor postane nesolventan, klijent postaje kreditor faktora i izlaže se potencijalnom gubitku rezervi. Zbog toga reputacija faktora i njegova kreditna sposobnost mogu biti važni činioci za klijenta.

12 U nekim faktoring poslovima, poznatim kao factoring maturity, faktor finansira samo fakture koje su u kašnjenju više nego što je to ugovoreno, na primer 30 dana.

13 Za više detalja o praktičnim aspektima faktoringa videti Salinger (1999).

Tabela 1. Promet po vrstama faktoring poslova u svetskoj privredi

	1999	2000	2001	2002	2003	Porast 2003/2002
Diskontovanje faktura	40,3	55,8	67,8	74,8	77,5	3,6%
Faktoring sa pravom regresa	52,1	58,6	60,9	63,8	73,2	14,6%
Faktoring bez prava regresa	116,5	144,2	152,7	156,5	177,2	13,2%
Naplata	16,4	16,0	10,3	15,6	12,8	-17,9%
Ukupni domaći faktoring	225,3	274,6	291,7	310,8	340,7	9,6%
Izvozni faktoring	12,9	15,9	13,3	14,6	21,6	47,5%
Uvozni faktoring	6,4	7,4	7,9	8,0	8,9	10,5%
Ukupan međunarodni faktoring	19,3	23,3	21,1	22,7	30,5	34,4%
UKUPNO	**244,6**	**297,9**	**312,9**	**333,5**	**371,2**	**11,3%**
Svetski domaći faktoring	523,5	578,9	644,7	681,3	712,7	4,6%
Svetski međunarodni faktoring	33,4	44,9	41,0	42,9	47,7	11,2%
Ukupno svetski faktoring	**556,9**	**623,8**	**685,7**	**724,2**	**760,4**	**5,0%**

Izvor: Factors Chain International, http://www.factors-chain.com

3. ULOGA FAKTORINGA U FINANSIRANJU MSP

Na privatnom tržištu kapitala mogu se obezbediti složeni ugovori o finansiranju MSP, ali oni ostaju skriveni za javnost. Izuzev trgovinskih kredita, veći deo spoljnog finansiranja MSP proteže se na finansijske posrednike koji prikupljaju informacije o malim poslovima, kako bi se rešio problem koji proističe iz informativne asimetrije. Pristup informacijama o kreditima i tehnologija lokalnog pozajmljivanja, opredeljuju obim u kojem MSP mogu da obezbede dovoljan iznos spoljnih sredstava za finansiranje profitabilnih projekata.

MSP imaju različite varijante finansiranja svojih poslova. Značaj različitih varijanti finansiranja potiče od mogućnosti da se MSP suoče sa značajnim manjkom sredstava, koji se javlja ako se preduzeća susreću sa ozbiljnim finansijskim ograničenjima zbog sistemskog racioniranja kredita[14]. U svetu Modigliani-ja i

14 Postoji bogata teorijska literatura o ravnotežnom racioniranju kredita, koje se zasniva na asimetričnim informacijama, počevši od Stiglitz-a i Weiss-a (1981). Vlade širom sveta

Miller-a sa potpunom informacionom otvorenošću, nije bilo finansijskih ograničenja koja bi kočila rast MSP. Stoga oštrina problema finansiranja gepa zavisi od razmera informacionih problema u finansiranju MSP (npr. odstupanje od informacione otvorenosti) i razvijenosti tehnologije pozajmljivanja sredstava, kako bi se olakšali ovi problemi.

Činjenice pokazuju da je finansiranje ove neravnoteže ozbiljan problem MSP. Na primer, unutrašnje finansiranje je izuzetno važno za finansiranje MSP (Berger i Udell, 1998). Lična neto vrednost preduzeća i lična aktiva su važni faktori prilikom odlučivanja potencijalnog preduzetnika da otpočne sa poslom (Evans i Jovanovic, 1989; Evans i Leighton, 1989; Holtz-Eakin, Joulfaian i Rosen, 1994; Lel i Udell, 2002) i kako će inicijalno investirati u svoje preduzeće (Ando, 1985; Holtz-Eakin, Joulfaian i Rosen, 1994)[15]. Na finansiranje gepa MSP ukazuje i činjenica da tokovi gotovine MSP utiču na njihove investicione odluke (Fazzari, Hubbard i Petersân, 1988).

Možda je najubedljiviji dokaz da ovo nije svet Modigliani-ja i Miller-a činjenica da finansijska tržišta nisu indiferentna na finansijske ugovore. Ugovori u vezi sa finansiranjem MSP nisu isti kao ugovori o finansiranju velikih preduzeća. Na primer, sporazumi imaju tendenciju da budu restriktivniji za manja preduzeća (Carey et al., 1993) i za informativno neprozirna preduzeća (Berlin i Mester, 1993), dospelost zajmova je kraća za manja preduzeća (Carey et al., 1993), a kolateral se češće koristi za rizičnije zajmoprimce (Berger i Udell, 1990, 1992; Carey, Post i Sharpe, 1998; Booth, 1992; Klapper, 1998)

Mada je korisno analizirati ugovore MSP sa stanovišta karakteristika ovih ugovora, ovaj pristup nije kompletan, posebno za razumevanje kako se finansiraju MSP širom sveta. Umesto toga, novije analize finansiranja MSP ističu da zajmodavci koriste raznolike „tehnologije" finansiranja (kreditiranja proizvodnje) (Berger i Udell, 2002). Međutim, daleko je važnije što se ove tehnologije mogu razlikovati po tome kako koriste karakteristike ugovora za osiguranje i nadgledanje zajmoprimca, tako da ukazuju na probleme u vezi sa informacionom neotvorenošću, zatim ukazuju na vrstu potrebnog finansiranja i zajmovno okruženje zajmoprimca. Mada faktoring ima određene prednosti u odnosu na ostale tehnologije, on takođe ima i svoje mane. Sveukupno posmatrano, prednosti značaj-

investiraju milijarde dolara godišnje u šeme garantovanja zajmova i imovine, zajedničkih ulaganja, shema mekanih zajmova, pomoći i ostale programe čiji je cilj da pokriju nedostajuća sredstva u domaćoj privredi. Ove inicijative često su motivisane uverenjem da je rast MSP kritična poluga za rešavanje problema nezaposlenosti (videti, na primer, Cressy, 2002).

15 Mada su ovi nalazi u skladu sa postojanjem ograničenja finansiranja, oni bi takođe mogli biti konzistentni i sa ostalim objašnjenjima. Možda su ovi rezultati više posledica averzije prema riziku nego finansijskih ograničenja. Postoje čak i dokazi da informaciona neotvorenost može dovesti do preteranog finansiranja MSP (de Meza, 2002).

no nadilaze mane u ZUR. Od ostalih tehnika, treba skrenuti pažnju na trgovinske kredite.

Trgovinski krediti su važan izvor finansiranja MSP (trgovinski kredit je kredit koji odobrava prodavac kada prodaje svoje proizvode i usluge na odloženo plaćanje). Umesto da odmah plati proizvode i usluge, kupac plaća prodavcu sa počekom. Trgovinski krediti u SAD, na primer, čine oko 16% finansiranja MSP (Berger i Udell, 1998). Osim toga, kategorizacija trgovinskih kredita kao odvojene tehnologije finansiranja zavisi od toga da li osiguranje kredita ima elemente koji ovaj vid kreditiranja razlikuje od ostalih oblika finansiranja.

Mnoge od spomenutih tehnika koriste se u osiguranju trgovinskih kredita. Na primer, opšta ocena klijenta (credit scoring[16]) je slična kvantitativna tehnika koja je odavno deo procesa obezbeđenja kredita, koju koriste menadžeri kredita. Za velike kreditne iznose, analiziraju se finansijski izveštaji kao deo procesa obezbeđenja kredita. Takođe, „mekane" informacije i obostrano poverenje razvijano tokom vremena, nesumnjivo igraju značajnu ulogu kod nekih trgovinskih kredita, u vezi sa pozajmicama.

Dokaz u korist kategorizacije trgovinskih kredita kao zasebne tehnologije pozajmica, zasniva se na mogućim prednostima trgovinskih kredita u odnosu na ostale vrste pozajmica. Istraživači ističu komparativne prednosti u finansiranju (Schwartz, 1974), upravljanju proizvodnjom i imovinom (Emery, 1987), cenovnoj diskriminaciji (Meltzer, 1960; Schwartz i Whitcomb, 1979; Brennan, Maksimovic i Zechner, 1988; Mian i Smith, 1992; Petersen i Rajan, 1997), i garantovanju kvaliteta proizvoda (Long, Malitz i Ravid, 1994). Neki istraživači su isticali da trgovinski krediti imaju informacione prednosti u odnosu na ostale zajmodavce u oceni sposobnosti plaćanja njihovih klijenata (Emery, 1984), rešavanju problema podsticaja (Biais i Gollier, 1997), preuzimanju robe u posed i njenoj likvidaciji u slučaju neizvršenja obaveza (Mian i Smith, 1992; Peterson i Rajan, 1997), i zadržavanju budućih isporuka (Peterson i Rajan, 1997). Zbog navedenih razloga često je isticano da tehnologija trgovinskih kredita ima prednosti u odnosu na ostale tehnologije u manje razvijenim zemljama (Cook, 1999).

16 Credit scoring i slične kvantitativne tehnike su razvijene da bi se ocenjivao kreditni rizik. Ovi statistički modeli su korišćeni da se kvantifikuje verovatnoće neizvršenja ili da se izvrši klasifikacija rizika neizvršenja, i obuhvataju model linearne verovatnoće i linearnu diskriminacionu analizu (Saunders, 1997; 1999). Ovaj model je bio korišćen za potrošačke kredite tokom tri decenije, a u novije vreme se koristi za pozajmice MSP (videti Udell, 1987, 2004). Ovi modeli značajno su povezani sa finansijskom istorijom preduzetnika (Feldman, 1997). Ovo proističe iz činjenice što je za najmanja MSP, kreditna sposobnost vlasnika tesno povezana sa kreditnom sposobnošću poslova (Ang, 1992; Mester, 1997).

Na kraju, izneti su i argumenti da ako prodavci proizvoda (odnosno davaoci trgovinskog kredita) imaju informacione prednosti[17] u odnosu na ostale zajmodavce (kao što su banke) i ako imaju prednost u naplati po osnovi zaštite za naplatu potraživanja po lokalnom trgovinskom pravu, tada će manje kreditno sposobna preduzeća više koristiti trgovinske kredite (Frank i Maksimovic, 2003)[18]. Ovaj argument je konzistentan sa empirijskim nalazima Chan et al. (2001) (videti Petersen i Rajan, 1997, za potpuniji pregled teorija trgovinskog kreditiranja).

Ima, međutim, i razloga za sumnju u ograničenost istaknutih karakteristika trgovinskih kredita. Na primer, gde je dobro razvijena razmena podataka (privatni komercijalni kreditni biroi i javni kreditni registri), razvijena industrija faktoringa, ili dobro razvijeni mehanizmi osiguranja kredita, nije jasno zašto bi trgovinski kreditori imali prednost u vidu pristupa kreditnim informacijama, imajući u vidu ekonomiju obima u informacijama, koju uživaju druge institucije.

4. ULOGA FAKTORINGA U NOVIM ČLANICAMA EU

Kao što je već istaknuto, faktoring je jedna od glavnih zajmovnih tehnika, koja se koristi za finansiranje MSP. U odnosu na ostale instrumente, ovaj vid finansiranja ima i prednosti i nedostatke. Međutim, njegove prednosti sugerišu da faktoring treba da igra važnu ulogu u ZUR, kao što je njegova uloga u EU 8.

Nekoliko karakteristika faktoringa mogu mu dati prednost u EU 8. Prvo, činjenica da faktoring izdvaja potraživanja iz imovine zajmoprimca u bankrotstvu može biti korisna u zemljama sa primitivnim i neefikasnim pravnim sistemom –

17 U nekim ZUR sa slabom informacionom strukturom, faktori koriste drugačiji pristup da bi ponudili svoje usluge. Kod običnog faktoringa, faktor (zajmodavac) generalno kupuje više potraživanja od ograničenog broja prodavaca. Međutim, ovaj pristup zahteva da faktor prikupi kreditne informacije i izračuna kreditni rizik za veliki broj kupaca. U alternativnom faktoringu, koji je poznat kao povratni faktoring, zajmodavac otkupljuje potraživanja brojnih isporučilaca, ali samo od međunarodnih kupaca visokog kvaliteta. Time zajmodavac treba da prikupi samo kreditne informacije i da izračuna kreditni rizik za nekoliko velikih, transparentnih, međunarodno poznatih preduzeća. Zbog toga što je kreditni rizik u ovom slučaju manji, zajmodavci u ZUR mogu da ga prihvate, i u boljoj su mogućnosti da ponude faktoring bez prava regresa (primere ovog vida faktoringa videti kod Klapper i Vittas, 2003).

18 Generalna primenjivost Frank-Maksimovic-evog modela (2003) može biti ograničena. Mnoge zemlje ne odobravaju značajne kolateralne prioritete trgovinskim kreditorima. Na primer, trgovinski kreditori u SAD generalno nemaju kolateralni interes za proizvode koje su prodali, sem ukoliko ne ostvaruju kamatu na kupljene novčane instrumente. To nije uobičajeno u većini trgovinskih međuodnosa jer se mora izvršiti detaljan popis i knjiženje svake fakture.

19 Za nesolventnost pojedinih zemalja i prava kreditora videti ROSC izveštaj na http://www.worldbank.org/ifa/rosc.

uslovi koji postoje u nekim zemljama EU 8, kao što to pokazuje izveštaj Svetske banke.[19]

Drugo, kao vrsta finansiranja zasnovanog na aktivi, faktoring ima posebnu prednost u finansiranju visoko rizičnih MSP. Veoma je značajno da se rizična MSP razviju u zemljama u tranziciji, pošto se privatni sektor u ovim zemljama razvija i deluje kako bi dostigao sisteme i mehanizme u Zapadnoj Evropi.

Treće, kao tehnologija koja počiva na aktivi, faktoring može imati prednosti u odnosu na ostale kreditne proizvode prilikom pozajmica informativno zatvorenim zajmoprimcima. Faktori mogu svoje odluke o pozajmicama bazirati na osnovu stanja osnovnog računa MSP a ne na osnovu njihove ukupne kreditne sposobnosti. To je posebno važno u zemljama EU 8, gde poslovna aktivnost može biti pomerena u korist MSP koja su po prirodi stvari informativno zatvorenija od velikih kompanija. Dve karakteristike slabe informacione strukture – slabi računovodstveni standardi i malo oditovanih finansijskih izveštaja – su uobičajene karakteristike poslovnog okruženja zemalja EU 8.[20]

Međutim, drugi aspekt slabe informacione strukture mogao bi biti problematičan za faktore. Ograničene informacije o performansama plaćanja – kao što su one koje su prikupljene u javnim kreditnim registrima, privatnim poslovnim kreditnim biroima i privatnim osiguravajućim kompanijama, ili informacije koje prikupi sam faktor, mogu biti problematične za faktoring sa domaćim potraživanjem. Može biti manje problematično za faktoring sa inostranim potraživanjem, gde je obveznik u industrijskim zemljama sa jačom informacionom infrastrukturom.

Četvrto, tesno povezano sa prethodnim, je da faktoring može biti ekstremno koristan u početnim godinama razvoja MSP koja izvoze u razvijenije zemlje. Veliki faktori koji deluju u zemljama uvoza verovatno već imaju informacije o sposobnosti plaćanja uvoznika. Sem toga, domaći faktori u EU 8 već su imali faktoring poslove sa inostranim hartijama, participirajući u lancu kao što je Factros Chain International ili, u novije vreme, kupujući osiguranje kredita. Dakle, faktorima u EU 8 je lakše da razviju svoje poslove sa inostranim pre nego sa domaćim potraživanjima.

U narednom odeljku prvo se posmatra obim u kome su bile iskorišćene ove prednosti u zemljama EU 8. Zatim se istražuju karakteristike ovih zemalja koje su oblikovale razvoj svoje industrije faktoringa, koristeći se pre svega pregledom faktoring poslovanja u ovim zemljama koji daje Svetska banka. Članak se završa-

19 Za nesolventnost pojedinih zemalja i prava kreditora videti ROSC izveštaj na http://www.worldbank.org/ifa/rosc.

20 Nove članice EU se moraju povinovati zahtevima EU Acquis Communautaire u oblasti računovodstva i oditinga, što može doneti značajna poboljšanja u ovoj oblasti.

va sa nekim predlozima u pogledu mogućeg razvoja faktoringa u regionu, i sugerišu određene mere ekonomske politike koje mogu generalno doprineti olakšavanju rasta ovog vida poslovanja, kao i povećanju stepena raspoloživosti kredita.

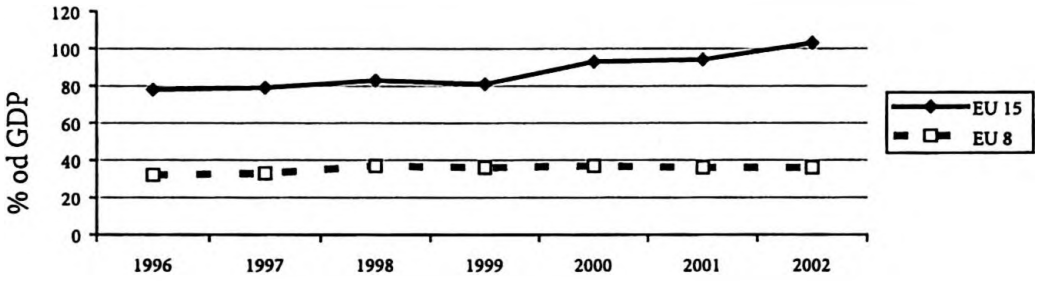
5. FAKTORING TRŽIŠTE U EU 8

U meri u kojoj su banke u mogućnosti da obezbede kredite prema finansijskim izveštajima o stanju zajmoprimca (statement lending), pozajmice na osnovi "mekanih" informacija o međuodnosima između zajmodavca i zajmoprimca (relationship lending)[21], i sredstva na osnovu opšteg stanja zajmoprimca (credit-scored lending)[22], potreba za faktoringom verovatno je manja. Slika 1. prikazuje bankarske kredite odobrene privatnom sektoru (kao učešće u GDP) u EU 8 i EU 15 (zemlje EU pre njenog proširenja na Istok 1. maja 2004. godine). Zapaža se da je znatno više kredita bilo raspoloživo u EU 15 – sugerišući značajan gep u finansiranju EU 8 i potencijalnu mogućnost da se to popuni faktoringom.

21 Ovde se radi o tzv. relationship lending (Rajan, 1992). Vremenom zajmodavci formiraju sopstvene baze podataka o zajmoprimcima i njihovim poslovima kroz davanje zajmova (Peterson i Rajan, 1994; Berger i Udell, 1995) i ostalih proizvoda (Nakamura, 1993; Cole, 1998; Mester, Nakamura i Renault, 1998; Degryse i van Cayseele, 2000). Ovaj vid pozajmica je važan za mnoge zemlje, uključujući Nemačku (Elsas i Krahnen, 1998; Harhoff i Korting, 1998), Italija (Conigliani, Ferri i Generale, 1997; Ferri i Messori, 2000), Japan (Hoshi, Kashyap i Sharfstein, 1990), Španiju (Jimenez i Saurina, 2003), i SAD (Petersen i Rajan, 1994, 1995; Berger i Udell, 1995). Čvrstina odnosa između zajmodavca i zajmoprimca često utiče na elemente finansijskih ugovora kao što su kamatne stope, kolateral, zavisnost od trgovinskih kredita i raspoloživost kredita. Nekoliko studija ukazuje da velike banke imaju sklonost da odobravaju zajmove zasnovane na tvrdim informacijama (kao što su finansijski izveštaji), dok manje banke stavljaju akcenat na "mekane" informacije (to je relationship lending), iz čega se zaključuje da pozajmice zasnovane na međuodnosima najbolje mogu da se ostvare posredstvom manjih banaka (Berger et al., 2002; Berger i Hassan, 2004; Cole, Goldberg i White, 2004; Scott, 2004). Ove studije su konzistentne sa Stein (2002), koji pokazuje da poslovanje i komunikacije zasnovane na mekanim informacijama mogu predstavljati teškoću za velike banke.

22 Ova tehnika je razvijena za ocenu kreditnog rizika.

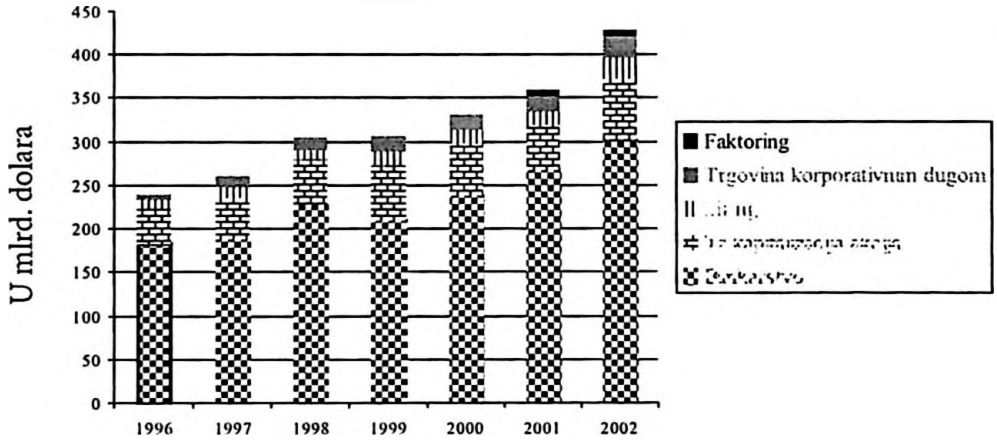
Slika 1.Bankarski krediti privatnom sektoru u EU 15 i EU 8 kao procenat GDP



Izvor: Svetska banka.

Na slici 2. se daje detaljniji pregled situacije u zemljama EU 8, pri čemu se analiziraju izvori domaćeg finansiranja privatnog sektora.

Slika 2. Izvori domaćih kredita u EU 8



Izvor: Bakker i Gross (2004).

Mada tržište akcija ima značajnu ulogu, jasno je da EU 8 imaju bankarski orijentisane finansijske sisteme. Posredno finansiranje dominira na tržištu kapitala za finansiranje čak i velikih preduzeća. Prema tome, imajući u vidu da su bankarski krediti nedovoljni u zemljama EU 8, faktoring bi mogao da bude značajan izvor finansiranja čak i velikih preduzeća.

Faktoring industrija je značajno narasla poslednjih godina u većini zemalja EU 8, kako apsolutno, tako i relativno kao procenat GDP. Najveći obim je imala

Poljska, a zatim slede Češka Republika i Estonija. Međutim, u odnosu na GDP, Estonija je daleko ispred, a prate je Letonija i Litvanija. Registrovan visok obim ovog finansiranja mogao bi se delom objasniti neuobičajenim faktoringom građevinskih papira, koji može da prenaglasi dubinu faktoringa. Najmanji prodor faktoringa je registrovan u Sloveniji. Dubina faktoringa u EU 8 je znatno niža nego u Zapadnoj Evropi, mada i u Zapadnoj Evropi značajno varira. Na primer, faktoring je znatno manje rasprostranjen u Nemačkoj nego u ostalim zemljama EU 15.[23]

6. FAKTORING OKRUŽENJE U EU 8: PREGLED REZULTATA

Da bi se bolje ocenilo faktoring okruženje u EU 8, Svetska banka je sprovela istraživanje činilaca koji utiču na poslovanje u ovim zemljama. Posmatrano je 13 subjekata (svi u privatnom vlasništvu i pod upravom faktoring kompanija), sa najmanje jednim subjektom u svakoj zemlji. Svega dva subjekta su bile filijale banaka. Većina od njih je dobijala sredstva za finansiranje kroz bankarske zajmove (verovatno od njihovih filijala ili roditeljskih firmi, mada o tome nema obaveštenja). Podaci se daju u tabeli 2.

Tabela 2.Rezime nalaza o faktoringu u zemljama EU 8

Porezi	Regulativa	Pravni propisi	Praksa faktoringa	Prepreke rastu
Porez na dodatu vrednost (VAT) ·Primenjen na avansno finansiranje - Litvanija (18%) ·Primenjen na proviziju na usluge -Estonija, Letonija, Litvanija i Slovenija (č18%)	**Tela za nadgledanje** ·Centralna banka: Estonija, Letonija, Litvanija ·Banka supervizor: Mađarska **Prekogranično regulisanje faktoringa** ·Letonija i Litvanija **Dozvole za faktoring**	**Mere faktoringa obuhvaćene javnim ili trgovačkim pravom** ·Estonija, Letonija, Litvanija, Slovenija **Zakoni o hartijama od vrednosti dozvoljavaju zajmodavcima da obrtni kapital obezbede aktivom (potraživanja, imovina i sl.)**	**Izvori finansiranja** ·Bankarski zajmovi (88%) ·Akcije (44%) ·Maloprodajni depozit (17%) ·Obveznice korporacija (0%) **Sa potvrdom** ·Sve zemlje **Sa ili bez prava na regres** **Izvori**	**Nedovoljno razumevanje faktoringa; smatra se poslednjim izvorom likvidnosti** **Teškoće u oceni kreditnih informacija i predviđanju kreditnog rizika** **Usporeno oživljavanje pravnog sistema**

23 Podaci u ovom delu teksta su navedeni prema Factors Chain International.

Porez na dokumente Ne postoji **Gubici faktora ne tretiraju se kao poreski trošak** Poljska	·Mađarska: č4.000$ (potreban minimalni iznos kapitala) (5 meseci) ·Češka Republika i Slovačka Republika: č30$ (jedan mesec) **Pravo za potreban inicijalni iznos kapitala** ·Da: Mađarska, Letonija, Litvanija, Slovenija ·Ne. Češka Republika, Estonija, Poljska, Slovačka Republika	**Računovodstveni sistem omogućuje pravo zadržaja potraživanja**	**informacija o kupcima** ·Lični izvori ·Matična banka ili osiguravajuća kompanija ·Kreditni biroi -Javni: Češka Republika, Litvanija, Slovačka Republika, Slovenija -Privatni: Poljska **Izvori informacija o obveznicima po hartijama** ·Dun &Bradstreet ·Kreditni biroi	**Nestašica refinansiranja** **Ne postoji klauzula o prenosu (Poljska)** **Nepovoljno poresko zakonodavstvo**

Izvor: Svetska banka.

Kao što je već istaknuto, poreska struktura zemlje spada među najvažnije činioce koji određuju da li će faktoring biti zadovoljavajući oblik kreditiranja. U analizi je postavljeno nekoliko pitanja u vezi sa oporezivanjem faktoringa u EU 8. Samo u jednoj zemlji (Litvanija) postoji porez na kamate na prefinansiranje (tabela 2). U 4 zemlje VAT se ne primenjuje na proviziju na usluge administriranja hartijama iz faktoringa i usluge naplate ovih hartija, dok se u druge 4 zemlje ovaj porez naplaćuje (sa poreskim stopama u sve 4 zemlje oko 18%). Čak je možda i važnije, faktori u svim zemljama EU 8 ukazali su na nepostojanje poreza na dokumente i ostalih dažbina na prenos dokumenata kod faktoring poslova. U nekim zemljama porezi na dokumenta predstavljali su glavno ograničenje za razvoj faktoringa. Samo je jedna zemlja (Poljska) ukazala da se porez ne naplaćuje na loše hartije kod faktoringa. Avansno finansiranje kod faktoringa (kao suprotnost ex post saznanju o gubicima u faktoringu) sa problematičnim hartijama po pravilu nije dozvoljeno u zemljama EU 8. Međutim, pošto je većina faktora koja je odgovorila na pitanja iz pregleda bila u vlasništvu banaka, različit poreski tretman u ovom pogledu (sa mogućnošću da banke smanje proviziju) nije identifikovan kao glavno pitanje. Posmatrano u celini, poresko okruženje u zemljama EU 8 izgleda da pogoduje razvoju faktoringa.

U anketi je bilo postavljeno pitanje da li zemlje EU 8 imaju odgovarajući akt o faktoringu ili odgovarajuće zakonodavstvo (javno ili trgovačko), koje pravno prepoznaje faktoring kao finansijsku uslugu. Ovo prepoznavanje razjašnjava prirodu transakcije – na primer, eksplicitno prepoznavanje faktoringa u pravu jasno određuje koja pravila se moraju primeniti u sudstvu prema faktoru u slučajevima neizvršenja obaveza prodavca ili kupca. Raspoznavanje ima tendenciju da ozakoni faktoring industriju. Samo polovina EU 8 ima tako eksplicitne pravne mere. Obim faktoringa (kao procenat GDP) veći je u zemljama sa eksplicitnim pravnim prepoznavanjem faktoringa, mada postojanje ovih mera može delimično da bude odgovor na formiranje domaćih faktora.

Nekoliko pitanja u Upitniku Svetske banke se odnosilo na regulisanje faktoringa. Subjekti iz 4 zemlje EU 8 su odgovorili da nisu bili predmet regulisanja. Svi ispitanici u ovim zemljama su bile filijale banaka. U tri druge zemlje (Estonija, Letonija, Litvanija) centralne banke regulišu aktivnosti faktora (svi su u stvari banke ili njihove filijale). Ispitanici u Mađarskoj, koji nisu bili filijale banaka, su istakli da njihov rad reguliše odgovarajuće državno telo za superviziju. Ispitanici u 4 ostale zemlje su odgovorili da regulativa podrazumeva izveštavanje.

Ispitanicima je bilo postavljeno nekoliko pitanja o ostalim oblicima pozajmljivanja, uključujući i pitanje da li banke odobravaju zajmove prihvatajući kao kolateral odgovarajuće hartije (ovo se može interpretirati kao zajmovi bazirani na aktivi). Većina ispitanika je ukazala na postojanje takvih zajmova. Ujedno je skrenuta pažnja da je trgovačko pravo koje se odnosi na sigurnost – koje uverava kreditore da će njihovo pravo zadržavanja kolaterala biti ostvareno i da će imati prioritet u slučaju bankrotstva – nedovoljno razvijeno i teško za primenu. Osim toga, većina je ukazala da u njihovim zemljama ne postoji sistem registrovanja prava pridržavanja hartija. Ove slabosti pravnih sistema verovatno faktoringu daju određene prednosti u odnosu na obezbeđene zajmove, pod uslovom da sudovi koji se bave bankrotstvom prepoznaju faktoring kao prodaju i kupovinu (to znači da hartije iz faktoring poslova nisu deo stečajne mase).

Sledeće pitanje ispitanicima je bilo koji deo njihovog domaćeg i inostranog faktoringa je imao karakter faktoringa sa pravom regresa. U proseku, 66% faktoringa sa domaćim hartijama je predstavljalo faktoring sa pravom regresa, dok je samo 35% međunarodnog faktoringa bilo sa pravom regresa. Ovi rezultati se slažu sa nalazima do kojih je došao Sopranzetti (1998), koji su izneti ranije, da se pravo regresa češće javlja ako su hartije u rukama prodavca lošijeg kvaliteta (pretpostavlja se da su inostrane utržive hartije kupaca većeg kvaliteta od domaćih hartija).

Upitnik je ispitanicima postavio i pitanje o njihovim primarnim izvorima informacija o njihovim kupcima (zajmoprimcima). Za kupce je, 6 od 13 ispitanika,

odgovorilo da informacije potiču od kreditnih biroa ili drugih izvora informacija (po pravilu Dun and Bradstreet ili domaći supervizori). Pet ispitanika je odgovorilo da koriste informacije iz sopstvene baze podataka. Zbog velikog obim faktoringa sa pravom regresa, kreditna sposobnost zajmoprimaca (prodavaca hartija u faktoringu) je važnija u zemljama EU 8 nego u mnogim razvijenim zemljama.

Možda su zanimljiviji nalazi u pogledu glavne odgovornosti u faktoringu. Samo 4 ispitanika su odgovorila da se oslanjaju, u celini ili delimično, na njihovu vlastitu bazu podataka – ističući da faktori u EU 8 nisu izgradili vlastite baze podataka do tačke na kojoj bi bili superiorni u odnosu na ostale izvore, mada postoje mogućnosti za unapređenje ovog izvora informacija, u skladu sa razvojem ove industrije. Osam ispitanika je odgovorilo da se oslanja, u celini ili delimično, na poslovne kreditne biroe, a dva se, u celini ili delimično, oslanjaju na emitente kredita. Dakle, treći izvor informacija bi mogao da bude važniji u pripremi informacija o performansama plaćanja nego o faktorima, kako su to utvrdili Jappelli i Pagano (2001).

7. PRAVNO OKRUŽENJE U EU 8

U ovom odeljku se ukazuje na pravno okruženje u EU 8 i njegov uticaj na faktoring iz različitih uglova, ocenjujući značaj uloge prava, trgovinskog prava, izvršenja ugovora i procedura bankrotstva.

7.1. ULOGA PRAVA

Stepen primene prava u zemlji utiče na nivo obostranog poverenja u poslovima između državnih institucija, običnih građana i preduzeća (EBRD, 2003a). Arrow (1972, 1974) označava poverenje kao "važno mazivo" u trgovačkim transakcijama, i empirijski pokazuje da poverenje utiče na uslove pod kojim banke odobravaju pozajmice MSP (Harhoff i Korting, 1988).

U istočnoj Evropi postoji pozitivna veza između uloge prava i strukturnih i institucionalnih reformi. Tako su zemlje sa najrazvijenijim pravom imale najviše uspeha u tranziciji. Ove zemlje su takođe imale najveći stepen poverenja (mereno zahtevima prodavaca za avansnim plaćanjem) i najniži stepen korupcije (mereno varijablom „kontrola korupcije" koju koristi Svetska banka i „indeksom opažaja korupcije" koji koristi Transparency International).

7.2. TRGOVAČKO PRAVO

Poslednjih godina su urađene brojne analize uticaja trgovačkog prava na sigurnost poslovanja u zemljama istočne Evrope, posebno u grupi EU 8. Na primer, Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) lansirala je novi indikator stan-

ja prava, koji se koncentriše na sigurnost transkacija. U izveštaju koji je pripremila EBRD ocenjuje se u kojoj meri je pravo ovih zemalja usklađeno sa međunarodnim standardima. Ove ocene su potkrepljene analizom slučajeva u kojima se ocenjuje u kojoj meri su pravni sistemi doprineli porastu efikasnosti.

U ovom pregledu se pokazuje da su tranzicione privrede ostvarile značajan napredak na području dovođenja svog trgovačkog zakonodavstva o obezbeđenju transakcija na nivo međunarodnih standarda. Na nekim područjima ovaj napredak je bio sporiji, kao u oblasti aktiva koje treba osigurati, u javnom oglašavanju, sprovođenju odluka i prioriteta. Mada u principu većina zemalja ima mogućnost osiguranja većine pokretnih stvari (utržive hartije od vrednosti i oprema), ograničenja često postoje na području opšteg prava – posebno na području specifičnog opisa svake aktive koja služi kao kolateral. Takva ograničenja sprečavaju korišćenje brojnih modernih tehnika finansiranja koje obuhvataju davanje osiguranja za grupe aktiva. Među zemljama EU 8, samo Mađarska i Slovačka Republika nemaju problema na ovom području (EBRD, 2003a).

7.3. FAKTORING U EU 8

Sazrevanjem privreda zemalja EU 8, njihova finansijska tržišta su sve više integrisana u unutrašnje tržište EU, tako da se stvaraju uslovi za jačanje i rast faktoring industrije. Imajući u vidu značaj faktoringa kao izvora finansiranja MSP (posebno obrtnog kapitala), vlade zemalja EU 8 nastoje da unaprede razvoj sopstvene industrije. Na tom putu zemlje EU 8 jačaju prava kreditora tako što unapređuju pravnu regulativu koja se odnosi na bankrotstvo i kreditnu informacionu strukturu. Na tom putu značajnu pomoć pruža unapređenje računovodstvenih standarda MSP – mada većina MSP još uvek priprema svoje finansijske izveštaje koristeći standarde poreskog izveštavanja koje utvrđuje ministarstvo finansija, dok je manje zastupljeno finansijsko izveštavanje zasnovano na međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja. Estonija je zahtevala od svojih MSP da pređu na međunarodne standarde još pre nekoliko godina, tako da se uspešan razvoj njene faktoring industrije delimično može pripisati visokom kvalitetu finansijskog izveštavanja.

Mada nema jakih dokaza o potrebi državnog regulisanja i nadgledanja faktoring industrije, jedan vid formalizacije aktivnosti faktoring kompanija sigurno bi doprineo razvoju industrije[24].

Podsticanje faktoring kompanija da koriste iste računovodstvene standarde kada pripremaju svoje finansijske izveštaje može doprineti širenju ove industrije.

24 Na primer, Bank of Italy je verovatno najdalje otišla od zemalja EU na području finansijskog regulisanja primenjujući prudencionu kontrolu i propisujući zahteve izveštavanja faktoring kompanija (Muschella, 2003).

Stvaranje faktoring udruženja može značajno doprineti unapređenju interesa faktoring kompanija.

Imajući u vidu ova iskustva zemalja EU 8 može se oceniti da bi razvoj faktoring industrije u Srbiji značajno doprineo jačanju izvoza kao jednog od prioriteta domaće ekonomske i razvojne politike.

LITERATURA

Ando, F. 1985. "Access to Capital by Subcategories of Small Business." Report prepared for the U.S. Small Business Administration. JACA Corporation, Fort Washington, Penn. Ang, J. S. 1992. "On the Theory of Finance for Privately Held Firms." *Journal of Small Business Finance* 1: 185–203.

Arrow, Kenneth J. 1972. Gifts and Exchanges, *Philosophy and Public Affairs* I (Summer).

Arrow, Kenneth J., 1974, *The Limits of Organisation* (New York: WW Norton).

Bakker, M., and A. Gross. 2004. "Development of Non-Bank Financial Institutions and Capital Markets in European Union Accession Countries,." Working Paper No. 28. World Bank, Washington D.C.

Berger A. and I. Hassan, 2004, „Further Evidence on the Link between Finance and Growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance", Journal of Financial Services Reserch, forthcoming.

Berger, A. N., N. Miller,M. Petersen, R. Rajan, and J. Stein. 2002. "Does Function Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of Large and Small Banks." Harvard Institute Research Working Paper, Boston.

Berger, A. N., and Gregory F. Udell. 1990. "Collateral, Loan Quality, and Bank Risk." *Journal of Monetary Economics* 25: 21–42.

Berger, A. N., and Gregory F. Udell. 1992. "Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing." *Journal of Political Economy* 100: 1047–77.

Berger, A. N., and Gregory F. Udell. 1994. "Did Risk-based Capital Allocate Bank Credit and Cause a 'Credit Crunch' in the US?" *Journal of Money, Credit and Banking* 26: 585–628.

Berger, A. N., and Gregory F. Udell. 1995. "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance." *Journal of Business* 68: 351–82.

Berger, A. N., and Gregory F. Udell. 1998. "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle." *Journal of Banking and Finance* 22, 613–73.

Berlin, M., and L. J. Mester. 1993. "Debt Covenants and Renegotiation." *Journal of Financial Intermediation* 2: 95–133.

Biais, B., and C. Gollier. 1997. "Trade Credit and Credit Rationing." *Review of Financial Studies* 10: 903–37.

Booth, J. R. 1992. "Contract Costs, Bank Loans, and the Cross- monitoring Hypothesis." *Journal of Financial Economics* 31: 2–41.

Brennan, M., V. Maksimovic, and J. Zechner. 1988. "Vendor Financing." *Journal of Finance* 43: 1127–41.

Calomiris, C., C. Himmelberg, and P. Wachtel. 1995. "Commercial Paper, Corporate Finance and the Business Cycle: A Microeconomic Perspective." *Carnegie- Rochester Series on Public Policy* 42:203–50.

Carey,M., M. Post, and S. A. Sharpe. 1998. "Does Corporate Lending by Banks and Finance Companies Differ? Evidence on Specialization in Private Debt Contracting." *Journal of Finance* 53: 845–78.

Carey, M., S. Prowse, J. Rea, and G. F. Udell. 1993. "The Economics of Private Placements: A New Look." *Financial Markets, Institutions and Instruments* 2.

Charpentier, D. 2003. "Factoring and Credit Insurance: Competitors or Complements?" Paper presented at theWorld Bank Conference on the Factoring Industry as a Key Tool for SME Development in EU Accession Countries, 23–24 October, Warsaw, Poland.

Chan, K., L. K. C. Chan, N. Jegadeesh, and J. Lakonishok. 2001. "Earnings Quality and Stock Returns." NBER Working Paper 8308. National Bureau of Economic Rese-

arch, Cambridge, Mass.

Clark, D. E. 1999. "US Asset-Based Lenders: Accessing the Canadian Market." *The Secured Lender* (June): 38–45.

Cole, R. A. 1998. "The Importance of Relationships to the Availability of Credit." *Journal of Banking and Finance* 22.

Cole, R.A., L. Goldberg, and L. White. 2004. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (forthcoming).

Conigliani, C., G. Ferri, and G. Generale. 1997. „The Impact of bank-firm Relations on the Propagation of Monetary Policy Squeezes: An Empirical Assessment for Italy." Banca Nazionale del Lavoro *Quarterly Review* 50: 271–299.

Cook, L. 1999. "Trade Credit and Bank Finance: Financing Small Firms in Russia." *Journal of Business Venturing* 14: 493–518.

Cornett, M., and A. Saunders. 1999. *Fundamentals of Financial Institutions Management.* Boston: Irwin McGraw Hill.

Coyle, R. C., and J. R.Waters. 2000. "Opportunities and Pitfalls for US Asset-Based Lenders in Europe." *The Secured Lender* (May/June): 24–26.

Coyle, R. C., and J. R.Waters. 2002. "Funding GAPs: A Symposium." *Economic Journal* 112: 1–16.

Degryse, H., and P. V. Cayseele. 2000. "Relationship Lending Within a Bank-based System: Evidence from European Small Business Data." *Journal of Financial Intermediation* 9: 90–109.

De Meza, D. 2002. "Overlending?" *Economic Journal* 112: 17–31.

European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). 2003a. *Transition Report 2003.*

European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). 2003b. "Insolvency Law Assessment Project: Report on the Results of the Assessment of the Insolvency Laws of Countries in Transition.

Elsas, R., and J.P. Krahnen. 1998. "Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-file data in Germany.", *Journal of Banking and Finance* 22: 1283–1316.

Emery, G. W. 1984. "A Pure Financial Explanation for Trade Credit." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19.

Emery, G. W.. 1987. "An Optimal Financial Response to Variable Demand." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22: 209–25.

Evans, D., and B. Jovanovic. 1989. "An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints." *Journal of Political Economy* 97 (4): 808–27.

Evans, D. S., and L. S. Leighton. 1989. "Some Empirical Aspects of Entrepreneurship." *American Economic Review* 79: 519–35.

Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, and B. Petersen. 1988. "Financing Constraints and Corporate Investment." *Brookings Papers on Economic Activity* 1. Washington, D.C.: Brookings Institution.

Feldman, R. 1997. "Banks and a Big Change in Technology Called Credit Scoring." *The Region*

(September): 19–25. Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Fenn, G., N. Liang, and S. Prowse. 1997. "The Private Equity Market: An Overview." *Financial Markets, Institutions and Instruments* 6.

Ferri, G., Messori, M. 2000. "Bank-firm Relationships and Allocative Efficiency in Northeastern and Central Italy and in the South." *Journal of Banking and Finance* 24: 1067– 1095.

Frank, M. Z., and V. Maksimovic. 2003. "Trade Credit, Collateral, and Adverse Selection." Working paper. University of Maryland Finance Department, College Park, Md.

Harhoff, D. and T. Korting. 1998. "Lending Relationships in Germany: Empirical Results from Survey Data" *Journal of Banking and Finance* 22: 1317–1354.

Holtz-Eakin, D., D. Joulfaian, and H. S. Rosen. 1994. "Entrepreneurial Decisions and Liquidity Constraints." *Rand Journal of Eco-*

nomics 25: 334–47.

Hoshi, T., A.K Kashyap, and D. Sharfstein. 1990. "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan." *Journal of Financial Economics* 27: 67–88.

IMF (2003), *Trade, Finance and Financial Criese: Assessment of Key Issues*, Washington, D.C.

Jaffee, D. M., and T. Russell. 1976. "Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing." *Quarterly Journal of Economics* 90: 651–66.

Jappelli, T., and M. Pagano. 2001. "Information Sharing, Lending and Defaults: Cross-Country Evidence." *Journal of Banking and Finance* 26: 2023–2054.

Jimenez, G., and J. Saurina. 2003. "Loan Characteristics and Credit Risk." Paper presented at the

Federal Reserve Bank of Chicago Conference on Bank Structure, May.

Kallberg, J., and G. F. Udell. 2003a. "Private Information Exchange in the United States." In *Credit Reporting Systems and the International Economy*. M. Miller, ed. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Kallberg, J., and G. F. Udell. 2003b. "The Value of Private Sector Business Credit Information Sharing: The US Case." *Journal of Banking and Finance* 27: 449–469.

Kaufmann, D., A. Kraay, and M. Mastruzzi. 2003. "Governance Matters III: Governance Indicators for 1996–2002." World Bank Policy Research Working Paper.

Klapper, L. 1998. "Short-Term Collateralization: Theory and Evidence." Working paper. World Bank, Washington, D.C.

Klapper, L. 2000. "The Determinants of Global Factoring." In *World Factoring Handbook 2000*. BCR Publishing, Kent, United Kingdom.

Klapper, L., and D. Vittas. 2003. "The Use of Reverse Factoring." World Bank, Washington, D.C.

La Porta, R., F. Lopez-de-Sinanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. "Law and Finance." *Journal of Political Economy*. 106: 1113–55.

Lazere, M. R. 1968. *Commercial Financing*. New York: Commercial Finance Association.

Lel, U., and G. F. Udell. 2002. "Financial Constraints, Start-up Firms and Personal Commitments." Working paper. Indiana University Finance Department, Bloomington, IN.

Long, M. S., I. B. Malitz, and S. A. Ravid. 1994. "Trade Credit, Quality Guarantees, and Product

Marketability." *Financial Management* 22: 117–27.

Love, I., and N. Mylenko. 2003. "Credit Reporting and Financing Constraints." World Bank Policy Research Working Paper 3142 (October).

Meltzer, A. H. 1960. "Mercantile Credit, Monetary Policy, and Size of Firms." *Review of Economics and Statistics* 42: 429–37.

Mester, L. J. 1997. "What's the Point of Credit Scoring?" *Business Review* (September/October): 3–16. Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Mester, L. J., L. I. Nakamura, and M. Renault. 1998. "Checking Accounts and Bank Monitoring." Working paper. Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Meyer, J. 1999. "Securing Your Collateral Outside the US." *The Secured Lender* (June): 56.

Mian, S., and C. Smith. 1992. "Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence." *Journal of Finance* 47: 169–200.

Miller, M. J. 2003. "Credit Reporting Systems around the Globe: The State of the Art in Public Credit Registries and Private Credit Reporting Firms." In *Credit Reporting Systems and the International Economy*. M. Miller, ed. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Muschella, D. 2003. "The Italian Factoring Industry." Paper presented at the World Bank Conference on the Factoring Industry as a Key Tool for SME Development in EU Accession Countries, 23–24October, Warsaw, Poland.

Nakamura, L. I. 1993. "Commercial Bank Information: Implications for the Structure of Banking." In M. Klausner and L. J. White, eds., *Structural Change in Banking*. Homewood, Ill: Irwin.

Papadimitriou, D. B., R. J. Phillips, and L.R. Wray. 1994. "Community-Based Factoring Companies and Small Business Lending." Working Paper 108. Jerome Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, NY.

Peek, J., and E. S. Rosengren. 1995. "Bank Regulation and the Credit Crunch." *Journal of Banking and Finance* 19: 679–92.

Petersen, M. A., and R. G. Rajan. 1994. "The Benefits of Firm- creditor Relationships: Evidence from Small Business Data." *Journal of Finance* 49: 3–37.

Petersen, M. A., and R. G. Rajan. 1995. "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships." *Quarterly Journal of Economics* 110: 407–43.

Petersen, M. A., and R. G. Rajan. 1997. "Trade Credit: Theories and Evidence." *The Review of Financial Studies* 10: 661–669.

Rajan, R. G. 1992. "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-length Debt." *Journal of Finance* 47: 1367–99.

Rutberg, S. 1994. *The History of Asset-Based Lending*. New York: Commercial Finance Association.

Salinger, F. R. 1999. *Factoring: The Law and Practice of Invoice Finance*. London: Sweet & Maxwell.

Saunders, A. 1997. *Financial Institutions Management*. Boston: Irwin-McGraw Hill.

Saunders, A. 1999. *Credit Risk Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, New York: John Wiley & Sons, Inc.

Scott, J. A. 2004. "Small Business and Value of Community Financial Institutions." *Journal of Financial Services Research* 25: 207–230.

Schwartz, R. A. 1974. "An Economic Model of Trade Credit." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 9: 643– 57.

Schwartz, R. A., and D. Whitcomb. 1979. "The Trade Credit Decision." In J. Bicksler, ed., *Handbook of Financial Economics*. Amsterdam: North-Holland.

Sopranzetti, B. J. 1998. "The Economics of Factoring Accounts Receivable." *Journal of Economics and Business* 50: 339–59.

Stein, J.C., 2002. "Information Production and Capital Allocation: Decentralized vs. Hierarchical

Firms." *Journal of Finance* 57: 1891–1921.

Stiglitz, J. E., and A.Weiss. 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *American Economic Review* 71 (June): 393–410.

Udell, G.F., 1987. *Designing the Optimal Loan Review Policy: An Analysis of Loan Review in Midwestern Banks*. Madison: Herbert V. Prochnow Education Foundation— Prochnow Reports.

Udell, G. F. Forthcoming. *Asset-Based Finance*. New York: Commercial Finance Association.

World Bank (2002a), *Lithuania, Insolvency and Creditor Rights System*, February 2002.

World Bank (2002b), *Slovak Republic, Insolvency and Creditor Rights System*, February 2002.

World Bank (2003), *Czech Republic, Policy Note: Insolvency and Creditor Rights System*, Fourth Draft, October 15, 2003.

Worthy, R. G. 2003. "Factoring: Modern American Style." Paper presented at the World Bank Conference on the Factoring Industry as a Key Tool for SME Development in EU Accession Countries, 23–24 October, Warsaw, Poland.

WTO (1999), *Trade, Finance and Financial Crises*, Special Studies 3, Geneva.