

A man in a dark suit is seen from the back, looking out over a city skyline at sunset. The sky is a mix of orange, yellow, and blue. The city features several tall skyscrapers, some of which are illuminated. A large, dark, triangular shape is overlaid on the right side of the image.

KORPORATIVNE
OBVEZNICE



I ŠTA SU KORPORATIVNE OBVEZNICE?

Korporativne obveznice su dužničke hartije od vrednosti koje kompanije izdaju/emituju u cilju prikupljanja finansijskih sredstava od investitora.

Kroz institut emitovanja korporativnih obveznica generiše se svojevrsan odnos iz ugovora o zajmu, u kojem je kompanija koja izdaje korporativne obveznice (izdavalac obveznica) zajmoprimac, a lice kojem je obveznica izdata (investitor, odnosno imalac obveznice) zajmodavac.

U obveznici se, između ostalog, obavezno određuje njena nominalna vrednost, što je izjednačeno sa iznosom zajma koji se po ovoj obveznici uplaćuje izdavaocu obveznice od strane investitora, a po pravilu, u obveznici se određuje i kamata za isplaćena sredstva, kao i rok dospelosti, uz mogućnost predviđanja različitih modaliteta ovih elemenata obveznice.

Dakle, kompanija izdaje obveznicu investitoru, koji po tom osnovu isplaćuje određeni iznos kompaniji izdavaocu, a po dospeću obveznice, kompanija izdavalac je dužna taj iznos vratiti investitoru sa kamatom (najčešće u fiksnom iznosu) predviđenoj u obveznici (tzv. otkup obveznice), odnosno po dospelosti, investitor ima dospelu potraživanje prema kompaniji izdavaocu u iznosu glavnice i kamate.

Korporativne obveznice, po pravilu, ne daju pravo njihovom zakonitom imaocu da učestvuje u kapitalu izdavaoca obveznice (mada postoji mogućnost izdavanja „zamenljivih obveznica” koje daju mogućnost konverzije potraživanja po obveznici u kapital u kompaniji izdavaocu).

Interes investitora koji kupuje obveznice jeste profit od kamate koji će ostvariti realizacijom obveznice po dospelosti, pri čemu isti ima mogućnost i da svojim obveznicama trguje na berzi, MTP ili sekundarnom tržištu, te da ugovaranjem marže ostvari dodatni profit. Preduslov za poslednju mogućnost jeste uspostavljeno uređeno tržište na kojem bi se trgovalo ovim obveznicama.

Interes izdavaoca obveznice je obezbeđenje sopstvene likvidnosti pod samostalno određenim uslovima, što mu pruža znatno fleksibilniji model finansiranja u odnosu na kredite od banaka.

Ali, da li je zapravo sve tako jednostavno?

Obezbeđenje finansijskih sredstava putem izdavanja korporativnih obveznica otvara brojna pitanja, od kojih u nastavku navodimo samo neka najbitnija: (i) šta je prednost ovog modela finansiranja u odnosu na bankarske kredite; (ii) pitanje kreditne sposobnosti izdavaoca obveznice je bitno za određivanje rejtinga obveznice i prognoze potražnje za ovakvom obveznicom na tržištu; (iii) rejting obveznice diktira uslove koji se u njoj navode, odnosno najpre njenu „cenu koštanja” za izdavaoca (u vidu visine kamate), ali i potrebe za sredstvom obezbeđenja za investitora; (iv) koji su načini obezbeđenja investitora kao imaoca obveznice; (v) koliko je složena, ali i isplativa procedura izdavanja korporativnih obveznica; (vi) da li i na koji način država može da se uključi na tržište korporativnih obveznica i da tako doprinese poboljšanju likvidnosti izdavaoca obveznica u privatnom sektoru.

II KO MOŽE BITI IZDAVALAC KORPORATIVNIH OBVEZNICA U PRIVATNOM SEKTORU?

Prema propisima Republike Srbije, i to shodno odredama člana 2. stav 1. tačka 38) Zakona o tržištu kapitala, izdavalac može biti bilo koje domaće ili strano pravno lice koje izdaje ili predlaže izdavanje korporativnih obveznica.

Iz navedene definicije pojma izdavaoca, može se izvesti zaključak da izdavalac obveznica može biti bilo koje pravno lice, pa između ostalog, i društvo sa ograničenom odgovornošću, kao najčešća forma privrednog društva u kojoj kompanije posluju u Republici Srbiji.



III KORPORATIVNE OBVEZNICE VS. BANKARSKI KREDITI

Prema podacima iz Udruženja banaka, čak 90% udela u finansiranju privrede Srbije zauzimaju banke, 7% udela zauzimaju državne institucije, dok ostali načini finansiranja ulaze u svega 3%.

Tržište korporativnih obveznica u Srbiji je u ovom trenutku slabije razvijeno, te je privreda (odnosno privatni sektor) trenutno više orijentisana na konzervativan pristup finansiranja od strane banaka i eventualno javnih institucija.

Prema najavama, iz navedenih razloga država namerava da interveniše na tržištu hartija od vrednosti, u segmentu korporativnih obveznica, a kako bi ovaj model finansiranja postao prijemčljiviji za privrednike i kako bi se istima omogućila likvidnost i na ovaj alternativni način – faktički angažovanjem privatnog kapitala u finansiranju privatnog sektora.

S tim u vezi, na ovom mestu napominjeno da, iako donekle slični i sa zajedničkim karakteristikama zajmavnog odnosa, ipak postoje razlike između finansiranja kompanija po principu izdavanja korporativnih obveznica u odnosu na bankarske kredite, te najznačajnije razlike prezentujemo u nastavku.

Korporativne obveznice

Bankarski krediti

Ko određuje uslove zajma?

Kompanija izdavalac samostalno određuje koliki će biti dug po obveznici, kolika će biti kamata, na koji način će se vršiti plaćanje glavnice i kamate, kada dospevaju glavnica i kamata, da li će potraživanje imaooca obveznice biti obezbeđeno i na koji način, kao i sve druge bitne elemente svog zaduženja.

Sve ove elemente zaduženja, koje kod korporativnih obveznica određuje samostalno njihov izdavalac, u slučaju bankarskih kredita određuje banka, a mogućnost pregovaranja sa bankom u vezi uslova kredita je znatno ograničena, a nekada i skoro nemoguća.

Dinamika vraćanja glavnice i kamate

Čest model formulisanja uslova obveznice u praksi je sledeći: glavnica i kamata se otplaćuju odjednom i zajedno, po dospelosti obveznice – dakle, nema plaćanja rata glavnice niti mesečnog obračuna kamate, što omogućuje rasterećenje izdavaocu obveznice u tom smislu, te istom daje mogućnost da iz svog rada i poslovanja, do dospelosti obveznice obezbedi sredstva za vraćanje duga i kamate, bez prethodnog formalnog opterećenja (dakle, fleksibilniji cash flow). Neretko se dešava da se odredi da kamata dospeva polugodišnje, što je opet povoljniji model od mesečnog opterećenja za korisnika pozajmljenih sredstava (kako je to uobičajen princip kod bankarskih kredita).

Kao što je poznato, bankarski krediti su opterećeni brojnim formalnostima i strogim formalnim rokovima za plaćanje anuiteta, odnosno rata glavnice i kamate na mesečnom nivou, sa znatno visokim kamatnim stopama i modelima kapitalizacije kamate te uvećanja kreditnog zaduženja u slučajevima kašnjenja sa plaćanjima na (najčešće) mesečnom nivou, te ovlašćenjima banaka da preduzimaju rigorozne mere u slučaju ovih kašnjenja (raskid ugovora o kreditu, zahtev za povraćaj sredstava, neodobranje naredne tranše kredita, pokretanje sudskih postupaka i sl.).



Visina kamate

Po pravilu, korporativne obveznice karakteriše niža kamatna stopa u odnosu na bankarske kredite (ovo je pravilo, od kojeg postoje izuzeci zavisno od rejtinga obveznice, odnosno kreditne sposobnosti njenog izdavaoca – što je bolji kreditni rejting izdavaoca, to je manja kamatna stopa, i obrnuto, što je slabiji kreditni rejting izdavaoca, to je kamatna stopa viša, jer sa sobom povlači veći rizik naplativosti).

Kamata je „cena koštanja” obveznice, odnosno profit koji ostvaruje investitor za stavljanje na raspolaganje novčanih sredstava izdavaocu obveznice, za koga je, s druge strane, ta kamata trošak, odnosno cena koju plaća za korišćenje dobijenih novčanih sredstava.

Samim tim, može se reći da je prikupljanje novčanih sredstava izdavanjem korporativnih obveznica, po pravilu, „jeftinije” od uzimanja kredita od banke.

Načelno, pravilo je da se kamatna stopa u korporativnim obveznicama određuje u fiksnom iznosu za sve vreme životnog veka obveznice – od dana njenog izdavanja pa do dana dospelosti.

Samim tim, izdavalac obveznice ima jasnu projekciju svog troška na ime korišćenja sredstava koje je dobio od investitora – izdavalac obveznice može tačno i pouzdano da izradi finansijske projekcije u vezi svojih dugovanja po ovim obveznicama, koje karakterišu nepromenljivi faktori: glavnica je iznos naveden u obveznici, a kamatna stopa je određena kao fiksna i ne zavisi od promenljivih ekonomskih elemenata.

Izuzetno, izdavalac obveznice može u istoj odrediti i promenljivu kamatnu stopu, što onda ne bi pravilo razliku u odnosu na bankarski kredit u ovom segmentu.

Projekcija troška na ime kamate

Po pravilu, dug koji nastane izdavanjem obveznice, ne bi trebalo da ograničava različite aspekte poslovanja izdavaoca obveznice, kao što je to slučaj sa kreditima banaka.

Ograničenja u poslovanju, odnosno operativna ograničenja

U obveznici može biti data mogućnost prevremene otplate, i izdavalac obveznice određuje model iste otplate, sa ili bez penala, a po pravilu, predviđa se otplata glavnice i svih kamata koje bi dospele do dana dospelosti obveznice.

Privremena otplata

Po pravilu, bankarske kredite karakteriše viša kamatna stopa u odnosu na korporativne obveznice (uz moguće izuzetke).

Samim tim, može se reći da je prikupljanje novčanih sredstava uzimanjem kredita od banke, po pravilu „skuplje” od prikupljanja tih sredstava izdavanjem korporativnih obveznica.

Neretko se u ugovorima o kreditu određuju promenljive kamatne stope koje zavise od različitih eksternih faktora i indikatora, što korisniku kredita može stvoriti neizvesnost u pogledu planiranja svojih budućih obaveza po ugovoru o kreditu, a takođe neretko ovo dovodi do značajnog uvećanja duga korisnika koji nastaje po osnovu ugovora o kreditu.

Dakle, projektovanje budućih troškova po osnovu zaduženja kod banke, u ovom slučaju je znatno složenije, ali i neizvesnije, jer kamatna stopa može varirati u veoma kratkom vremenskom periodu, a što posledično može dovesti do većeg zaduženja korisnika kredita od onoga koje je planirano prilikom uzimanja kredita od banke.

U praksi se često javljaju različita ograničenja korisnika kredita kod ugovora o kreditu, u zavisnosti od samog kredita, npr. klijent mora imati saglasnost banaka na zaključenje ugovora o zakupu poslovnog prostora, čiju izgradnju ili rekonstrukciju finansira; klijent ne sme da se dodatno zadužuje bez odobrenja banke; klijent ne može da sprovodi statusne promene uopšte ili bez saglasnosti banke, klijent mora pribavljati prethodnu saglasnost banke kod raspolaganja sopstvenom imovinom, i sl. Sve napred navedeno, može otežati donošenje bitnih poslovnih odluka korisnika kredita, koje mogu da utiču na njihovo poslovanje i generisanje sredstava za vraćanje kredita, ali i obavljanje njegove delatnosti uopšte.

Najčešće se ugovaraju penali za prevremenu otplatu, što predstavlja dodatno finansijsko opterećenje za korisnika kredita.



Sredstva obezbeđenja

U zavisnosti od odluke izdavaoca obveznice, može se odrediti da za potraživanje imaoca obveznice prema izdavaocu postoji ili pak ne postoji sredstvo obezbeđenja (hipoteka, zaloga na potraživanjima, jemstvo, bankarska garancija i sl.).

Što je bolji kreditni rejting izdavaoca, to je bolji i rejting obveznice, što investiciju kupca obveznice čini sigurnijom, zbog manjeg rizika naplate, što posledično znači da su obveznice boljih rejtinga najčešće oslobođene davanja bilo kakvih sredstava obezbeđenja investitoru.

Međutim, ako su obveznice slabijeg rejtinga, po pravilu se za potraživanja po istima daju sredstva obezbeđenja (što posledično utiče na njihov bolji plasman na tržištu, ali i na smanjenje kamatne stope).

Po pravilu, banka zahteva da korisnik kredita obezbedi sredstva obezbeđenja za vraćanje kredita, i to neretko više sredstava obezbeđenja za jedan kredit (hipoteke na nepokretnostima, zaloga na pokretnim stvarima, zaloga na potraživanjima korisnika kredita prema njegovim dužnicima, visoki novčani depoziti, jemstva trećih lica, i sl.).

Obezbeđenje navedenih tzv. kolaterala može dodatno opteretiti korisnika kredita, i učiniti proceduru dobijanja kredita znatno složenom, a ujedno, postojanje tereta na imovini korisnika kredita uslovljava otežano raspolaganje tom imovinom od strane korisnika kredita.

Odobranje, odnosno isplata sredstava

Kod korporativnih obveznica se, po pravilu, sredstva odobravaju, odnosno isplaćuju od strane imaoca izdavaocu obveznice u celini, a ne u tranšama.

Ovaj princip kod obveznica omogućuje efikasne i ekonomične finansijske injekcije u izdavaoca obveznice, odnosno omogućuje značajno brži i efikasniji tzv. „cash flow”.

Banke često ne odobravaju korisniku povlačenje kredita u celosti, već u tranšama (npr. kod kredita za investicije u oblasti građevinarstva, neretko je puštanje tranši kredita vezano za dinamiku izgradnje objekta koji se tim kreditom finansira).

Ujedno, korisnici bankarskih kredita su ograničeni da sredstva od kredita koriste isključivo u namene za koje je kredit odobren, što podleže kontroli od strane banke.

Proceduralna pitanja

Po pravilu, postupak izdavanja korporativnih obveznica počesto je veoma složen i zahteva angažovanje značajnih finansijskih resursa, na ime troškova sprovođenja tog postupka (što opet zavisi od slučaja do slučaja).

Međutim, prema najavama, država namerava da proceduru izdavanja korporativnih obveznica pojednostavi, te da redukuje iznose troškova postupka njihovog izdavanja.

Po pravilu, procedura dobijanja kredita jeste administrativno složena, ali ipak u manjoj meri nego u slučaju izdavanja korporativnih obveznica.

Dodatno, prema pojedinim analizama iz uporedne prakse stranih zemalja, troškovi odobranja kredita bivaju niži u odnosu na troškove postupka izdavanja korporativnih obveznica.

IV REJTING OBVEZNICA I OBEZBEĐENJE DUGA

Pravilo je sledeće: što je bolji kreditni rejting izdavaoca, to je bolji rejting obveznice, a rizik investitora manji, te je i potreba za obezbeđenjem potraživanja investitora manja ili uopšte ne postoji. S tim u vezi, što je bolji kreditni rejting izdavaoca, to je manja kamata po izdatim obveznicama, pa su i budući troškovi zaduženja izdavaoca obveznice manji. Ove obveznice su u stranim državama izuzetno popularne na tržištu na kojem se kotiraju, što je po pravilu regulisano tržište, odnosno berza, ili MTP.

Sa pogoršanjem kreditnog rejtinga izdavaoca, pogoršava se rejting obveznica koje bi ovaj izdavalac emitovao, što povećava rizik investitora, a što dalje zahteva angažovanje kolaterala. Kamata po ovim obveznicama je ujedno znatno viša u odnosu na prethodni slučaj. Takve obveznice su manje popularne na tržištu (a neretko se njima trguje na sekundarnom tržištu). Međutim, ukoliko se pruže pogodna sredstva obezbeđenja ovih obveznica, one u izuzetnim slučajevima mogu biti i bolje kotirane na tržištu od neobezbeđenih obveznica čiji izdavaoci imaju bolji kreditni rejting.

Sredstva obezbeđenja potraživanja po obveznicama mogu biti različita: **(i)** hipoteka, **(ii)** zaloga pokretnih stvari; **(iii)** zaloga potraživanja izdavaoca obveznice prema svom dužniku; **(iv)** bankarska garancija; **(v)** osiguranje potraživanja; **(vi)** državna garancija (prema važećem Zakonu o javnom dugu, državna garancija se može dati samo za izmirenje duga lokalne vlasti i javnih preduzeća i drugih pravnih lica, čiji je osnivač Republika Srbija, pa samim tim, država ne može davati garancije za korporativne obveznice prema postojećim propisima).



V ZAKONODAVNI OKVIR U SRBIJI – UOPŠTE O POSTUPKU IZDAVANJA, PROMETA I OTKUPA IZDATIH KORPORATIVNIH OBVEZNICA

Vlada Republike Srbije je dana 10. aprila 2020. godine donela Uredbu kojom se pojednostavljuje postupak izdavanja korporativnih obveznica.

Regulativa ove uredbe biće obrađena u nastavku ovog izveštaja, zajedno sa opštim pravilima iz Zakona o privrednim društvima i Zakona o tržištu kapitala.

Pre svega, Zakon o privrednim društvima ne reguliše pojam korporativne obveznice, već ovaj zakon prepoznaje samo institut zamenljivih obveznica.

Za razliku od korporativnih, zamenljive obveznice njihovom imaoocu daju pravo na zamenu obveznica za obične akcije u akcionarskom društvu.

Korporativne obveznice, s druge strane, kao što je napred već objašnjeno, daju pravo njihovom imaoocu da po dospelosti potražuju od izdavaoca obveznice glavnicu i kamatu, i ove obveznice može izdavati bilo koje domaće (mada i strano) pravno lice.

Dakle, korporativne obveznice su dužničke, a ne vlasničke hartije od vrednosti, i one ne omogućavaju bilo kakvo učešće investitora – imaooca obveznice, u kapitalu izdavaoca obveznice niti mu daju upravljačka ili osnivačka prava. Ove obveznice zapravo predstavljaju samo mehanizam za prikupljanje finansijskih sredstava – injektiranjem privatnog kapitala u privatni sektor (cash flow).

S tim u vezi, krovni zakon koji reguliše pitanje postupka izdavanja i prometa korporativnim obveznicama je Zakon o tržištu kapitala (u daljem tekstu: Zakon).

Dodatno, ona privredna društva koja su donela odluku o izdavanju dužničkih hartija od vrednosti (pa i korporativnih obveznica), za vreme vanrednog stanja u Republici Srbiji, odnosno u roku od 180 dana od dana prestanka vanrednog stanja, imaju mogućnost da ove obveznice izdaju u pojednostavljenoj proceduri predviđenom Uredbom o postupku za izdavanje dužničkih hartija od vrednosti ("Sl. glasnik RS", br. 54/2020 – u daljem tekstu: Uredba), i aktima koji budu doneti na osnovu ove Uredbe.



i. Izdavanje korporativnih obveznica

Odluka o izdavanju obveznica

Izdavalac samostalno određuje sve uslove finansiranja.

Sastavljanje prospekta

Prospekt mora da sadrži sve informacije koje omogućavaju investitorima da izvrše objektivnu procenu imovine i obaveza, finansijskog stanja, poslovnih dobitaka i gubitaka, potencijalnih poslovnih rezultata izdavaoca i garanta ukoliko postoji, kao i prava iz obveznica koje se izdaju.

Odobrenje prospekta od strane Komisije za HoV

U skladu sa Uredbom, KHoV donosi rešenje o objavljivanju prospekta u roku od 10 radnih dana od dana prijema urednog zahteva

Objavljivanje prospekta

U roku od 15 dana od dana prijema rešenja KHoV.

Sastavni deo prospekta je i javni poziv koji, između ostalog, sadrži i podatke o datumu otpočinjanja upisa i uplate, kao i roku za upis i uplatu obveznica, koji počinje da teče najkasnije u roku od 15 dana od dana prijema rešenja KHoV.

Uključenje obveznica na regulisano tržište, odnosno MTP

Izdavalac podnosi zahtev CRHoV, a potom i Belex-u za uključenje obveznica na tržište

Kupovina obveznica od strane investitora

Isplata nominalne vrednosti od strane investitora davaocu.

Upis obveznica na račun investitora kod CRHoV.

Period do dospelosti obveznice

U ovom periodu, izdavalac slobodno koristi dobijena finansijska sredstva, a imalac obveznice - investitor ubira prihod od kamate (ako je predviđena periodična isplata kamate), i u ovom periodu može slobodno da trguje obveznicom.

Otkup obveznice

Izdavalac po dopelosti isplaćuje investitoru nominalnu vrednost po obveznici, i eventualno dospele, a neplaćene kamate.

Obveznice se povlače sa tržišta i poništavaju.



Obveznice se izdaju u dematerijalizovanoj formi, kao elektronski zapis na računu hartija od vrednosti u Centralnom registru, depo i kliring hartija od vrednosti (u daljem tekstu: **CRHoV**).

Između ostalih, obveznica obavezno sadrži i sledeće elemente: **(i)** nominalni iznos na koji glasi, iznos glavnice; **(ii)** podatke o kamatnoj stopi, načinu i tokovima obračuna kamate (ako je kamata određena); **(iii)** podatke o dospeću obaveza izdavaoca; **(iv)** podatke o prevremenom otkupu, ako je određen, kao što su otkupna vrednost ili koji drugi uslovi za prevremeni otkup; **(v)** datum dospelosti.

Obveznice mogu biti izražene u dinarima ili u stranoj valuti (u kom slučaju je potrebna saglasnost NBS).

U nastavku će biti sumarno prikazan postupak izdavanja obveznica, u skladu sa važećom regulativom, a koji je prigazan na prethodnom dijagramu.

Nakon donošenja odluke o izdavanju obveznica, a pre njihovog emitovanja na tržištu (pa i same prodaje), izdavalac je dužan da sačini dokument pod nazivom **prospekt**, koji sadrži najbitnije informacije o izdavaocu, obveznicama i drugim pitanjima relevantnim za ocenu investitora da li će predmetne obveznice kupiti.

U skladu sa Uredbom, prospekt mora biti sačinjen u obliku jednog dokumenta (tzv. jedinstveni prospekt), i ovaj prospekt ne sadrži tzv. „skraćeni prospekt”, što pojednostavljuje njegovu sadržinu. U pogledu ostalih elemenata prospekta, napominjemo da je Uredbom predviđeno da će Komisija za hartije od vrednosti (u daljem tekstu: **KHoV**), najkasnije u roku od 15 dana od dana stupanja na snagu ove Uredbe, propisati pojednostavljenu formu i minimalnu sadržinu informacija koje treba uključiti u prospekt koji se odnosi na dužničke hartije od vrednosti (što podrazumeva i korporativne obveznice).

Izdavalac je dužan da podnese zahtev za odobrenje prospekta KHoV, sa svim propisanim priložima. Uredbom je donekle uprošćena sadržina prospekta i priloga, te je predviđeno da se informacije o izdavaocu iz prospekta, pod uslovom da su dostupne u javnim registrima, odnosno na internet stranici izdavaoca, kao i informacije koje se odnose na finansijske i revizorske izveštaje izdavaoca, mogu u prospektu prikazati upućivanjem, odnosno direktnim linkovanjem. Ujedno, shodno Uredbi, izdavalac nije dužan da podnese dokumentaciju koja je javno dostupna u javnim registrima.

U skladu sa Uredbom, KHoV donosi rešenje o objavljivanju prospekta u roku od 10 radnih dana od dana prijema urednog zahteva.

U roku od 15 dana od dana prijema rešenja KHoV, izdavalac obveznica je dužan da objavi prospekt u skladu sa zakonom. Sastavni deo prospekta je i javni poziv koji, između ostalog, sadrži i podatke o datumu otpočinjanja upisa i uplate, kao i roku za upis i uplatu obveznica, koji počinje da teče najkasnije u roku od 15 dana od dana prijema rešenja KHoV.

U roku od 5 radnih dana od dana okončanja javne ponude, izdavalac, preko svog brokera, podnosi CRHoV zahtev za otvaranje računa i upis u CRHoV podataka o licima koja su kupila obveznice, CRHoV potom u roku od tri radna dana od prijema zahteva sprovodi prenos obveznica na račune investitora.

Nakon izvršenog upisa, CRHoV o tome odmah obaveštava KHoV i brokera izdavaoca, te berzu, odnosno MTP.

Napomene radi, izdavalac nije u obavezi da podnese zahtev za uključenje obveznica na tržište hartija od vrednosti. Na zahtev izdavaoca obveznice se mogu uključiti na listing berze ukoliko ispunjavaju za to predviđene uslove. Ukoliko to nije slučaj, na zahtev izdavaoca, obveznice se mogu uključiti u trgovanje na poseban segment berze, odnosno MTP.

Kada su obveznice uključene u trgovanje na berzi, odnosno MTP, istima se može trgovati i van berze, odnosno MTP, dok za vlasničke hartije od vrednosti (npr. akcije) to nije slučaj, s obzirom da se njihovim trgovanjem menja vlasnička struktura kompanije što zahteva veću transparentnost.

Treba napomenuti da Društvo ima i troškove izdavanja obveznica, za koje se najavljuje da će biti redukovani na najviše 18.500 EUR, pri čemu se očekuje donošenje propisa koji bi regulasali ovu materiju.



ii. Šta ako je država kupac obveznica?

U slučaju da se kao kupac obveznica javlja država, onda je procedura donekle jednostavnija, jer u tom slučaju, nije potrebno sačinjavanje prospekta i njegovo odobrenje od strane KHoV.

U ovom slučaju, izdavalac bi bio dužan da državi stavi na raspolaganje informacije koje odgovaraju informacijama koje treba da sadrži prospekt, te da ispoštuje proceduru otvaranja računa i prenosa obveznica na ime države u CRHoV.

iii. Javne ponude kod kojih nije obavezno objavljivanje prospekta

Pored slučaja kada je javna vlast (država i sl.) kupac obveznica, prospekt, između ostalog, nije obavezno objaviti ni u slučaju sledećih javnih ponuda: (i) ponuda koja je upućena fizičkim ili pravnim licima u Srbiji čiji broj ne može biti veći od 100, a koji nisu kvalifikovani investitori (npr. država, lokalna vlast, NBS i sl.); (ii) ponuda koja je upućena investitorima koji će za upisane obveznice uplatiti iznos od najmanje 50.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po investitoru za svaku pojedinačnu ponudu; (iii) ponuda obveznica čija pojedinačna nominalna vrednost iznosi najmanje 50.000 evra u dinarskoj protivvrednosti; (iv) ponuda sa ukupnom naknadom za obveznice koja je manja od 100.000 evra u dinarskoj protivvrednosti, pri čemu se ovaj iznos računa tokom perioda od 12 meseci;

iv. Trgovina obveznicama na tržištu

Po upisu obveznica na ime investitora na računu CRHoV, investitor postaje njihov zakonski imalac, te isti ovim obveznicama može slobodno raspolagati.

Pa tako, investitor ovim obveznicama može trgovati na berzi, tako što će ih prodavati drugim investitorima, koji, nakon sprovedene transakcije kupovine obveznica, stupaju na mesto prvobitnog investitora i postaju poverioci izdavaoca obveznica po istim obveznicama, kao i titulari svih prava iz obveznica.

v. Cena obveznice na tržištu

Cena korporativnih obveznica na tržištu diktirana je uslovima tržišta.

Kao i kod svih hartija od vrednosti, cena korporativne obveznice zavisi od ponude i potražnje za obveznicama u datom trenutku.

Pored toga, visina kamate koju diktira tržište, ima direktan uticaj na cenu obveznice u sekundarnom prometu. Naime, kako je već napred navedeno, kamatna stopa se u obveznicama, po pravilu, izražava u fiksnom iznosu. Samim tim, ta kamatna stopa se sama po sebi ne može menjati.



Međutim, promena tržišnih kamatnih stopa utiče na cenu već izdatih obveznica – što je tržišna kamatna stopa manja od kamatne stope iz obveznice, to je veća cena iste obveznice na tržištu.

Primeru radi, investitor je kupio obveznicu u kojoj je kamatna stopa određena u fiksnom iznosu od 7%. U određenom trenutku, na tržištu može doći do takvih promena da tržišna kamatna stopa po nekim drugim obveznicama rezultira sa 3%. To znači da investitor, koji poseduje obveznicu sa kamatnom stopom 7%, ima mogućnost da obveznicu proda po boljoj, odnosno višoj ceni – očekivani prinos od takve obveznice je veći od očekivanog prinosa drugih obveznica u kojima je kamatna stopa 3%, kako se to formulisalo na tržištu.

I obrnuto, ako investitor poseduje obveznicu sa kamatnom stopom u fiksnom iznosu od 7%, a tržišna kamatna stopa iznosi 10%, to će obveznica ovog investitora biti manje poželjna za kupovinu, jer je stopa njenog prinosa manja od prinosa koji se može ostvariti kupovinom neke druge obveznice na tržištu.

Napominjemo da je napred naveden najjednostavniji primer uticaja kamate na cenu, te da cena zavisi i od drugih faktora, što njeno formulisanje čini znatno složenijim (recimo, ako je u obveznici određena promenljiva kamatna stopa).

Takođe, za određivanje cene je vaoma značajan i rok dospelosti obveznice – što je rok dospelosti obveznice bliži, to je cena obveznice bliža njenoj nominalnoj vrednosti.



VI HIPOTETIČKI PRIMER FINANSIRANJA PUTEM KORPORATIVNIH OBVEZNICA

Društvo XY doo Beograd (u daljem tekstu: **Društvo**) ima potrebu za obezbeđenjem finansijskih sredstava u iznosu od 1.000.000,00 RSD, i namerava da ova sredstva obezbedi iz pozajmljenog kapitala. U te svrhe, skupština Društva donosi odluku o izdavanju korporativnih obveznica i potom pristupa izradi prospekta (osim u slučaju kada izrada prospekta nije potrebna).

Dakle, Društvo nudi obveznice u ukupnom nominalnom iznosu od 1.000.000,00 RSD i određuje da će pojedinačna nominalna vrednost svake obveznice iznositi 100.000,00 RSD, što znači da Društvo izdaje 10 obveznica.

Kamatna stopa po kojoj društvo izdaje obveznice iznosi 5% na godišnjem nivou, koja će se na godišnjem nivou i isplaćivati. Rok dospelosti obveznice je 2 godine od dana izdavanja. Društvo neće davati sredstva obezbeđenja za obveznice, s obzirom da je kreditni rejting društva A+ (Standard and Poor's rejting lista).

Društvo sačinjava prospekt u skladu sa Zakonom i Uredbom, i isti dostavlja KHoV na davanje odobrenja. Po dobijanju odobrenja, Društvo podnosi zahtev CRHoV i berzi za uključenje obveznica na tržište i otpočinje postupak plasmana i prodaje ovih obveznica.



Zainteresovani investitori kupljuju svih 10 obveznica, i preko računa u CRHoV, isplaćuju na račun Društva iznos od 1.000.000,00 RSD. Društvo ovako stiče finansijska sredstva koja može odmah koristiti, a na godišnjem nivou svakom imaoocu obveznice isplaćuje iznos od 5.000,00 RSD na ime kamate, po obveznici. Po dospelosti, odnosno po proteku 2 godine, Društvo otkupljuje obveznice od investitora, tako što investitorima isplaćuje 100.000,00 dinara po obveznici, dok im je prethodno isplatilo dva puta po 5.000,00 dinara na ime kamate na godišnjem nivou po obveznici.

Rekapitulacija:

- investitori su uložili 1.000.000,00 RSD u obveznice;
- društvo je slobodno koristilo ova sredstva 2 godine;
- po dospelosti obveznice, društvo vraća ovih 1.000.000,00 RSD investitorima, uvećano za ukupno 100.000,00 dinara na ime kamate (5% na godišnjem novou za dve godine).
- zarada svakog imaooca obveznice je 10.000 RSD po obveznici (ukupna kamata po obveznici, nakon 2 godine).

Društvo ima i trošak izdavanja obveznica, koji se obračunava za svako izdavanje odvojeno.

Primer izgleda upisa obveznice u CRHoV:

ISIN	(šifra)	CFI kod	(kod)	Tiker	(šifra)
FISN	Društvo XY doo Beograd				
Valuta	RSD	Ukupno emitovano	10		
Datum dospeća	14.04.2022.	Ukupno prodato	10		
Nominalna vrednost jedne hartije	100.000,00	Ukupna nominalna vrednost	1.000.000.00		
Datum upisa	14.04.2020	Datum dospeća	14.04.2020		
Opis CFI	Obveznice, Fiksna stopa (sve isplate kamate su poznate u trenutku emitovanja i ostaju nepromenjene tokom čitavog životnog ciklusa hartije), Neobezbeđeno/negarantovano (neposredna obaveza emitenta zavisi isključivo od njegove opšte kreditne sposobnosti), Fiksno dospeće bez mogućnosti otkupa (izdavalac i zakonski imalac obveznice ne mogu zahtevati otkup pre fiksnog datuma dospeća), Registrovano (hartija od vrednosti je registrovana na ime vlasnika u knjigama emitenta ili registracionog tela i može se preneti na drugog vlasnika samo uz dozvolu registrovanog vlasnika)				

