

UNIVERZITET SINGIDUNUM



Departman za postdiplomske studije i međunarodnu saradnju

POSLOVNA EKONOMIJA

Finansije i bankarstvo

MASTER RAD

**KORPORATIVNE OBVEZNICE U REPUBLICI
SRPSKOJ I HRVATSKOJ**

Mentor

Prof.dr Zoran Jeremic

Student

Dejana Forcan, 401585/2011

Beograd, 2013

SADRŽAJ

I Uvod.....	4
1.1. Predmet i svrha istraživanja.....	4
1.2. Naučni i društveni doprinos.....	6
1.3. Hipoteze istraživanja.....	7
1.4. Metode istraživanja.....	8
1.5. Struktura rada.....	9
II Obveznice i karakteristike obveznica.....	10
2.1. Emisija obveznica.....	13
2.1.1. Emisija obveznica u Republici Srpskoj.....	15
2.1.2. Privatna ponuda obveznica.....	17
2.2. Vrste obveznica.....	20
2.2.1. Državne obveznice.....	23
2.2.2. Municipalne obveznice.....	23
III Korporativne obveznice.....	24
3.1. Tržište kapitala u Hrvatskoj.....	28
3.2. Korporativne obveznice i rizik neplaćanja.....	29
3.3. Tržište korporativnih obveznica u Republici Srpskoj.....	31
3.4. Banjalučka berza.....	36
3.5. Vrste korporativnih obveznica.....	40
IV Osnovne definicije marketinga.....	41
4.1. Finansijski marketing i finansijski instrumenti	42
4.2. Definicije četiri kategorije finansijskih instrumenata.....	46
V Osnove procenjivanja cena obveznica.....	54
5.1. Tržišna cena obveznica sa kuponom	57
5.2. Prinosi obveznica.....	59
5.2.1. Tekući prinos (current yield).....	60

5.2.2. Prinos do dospeća (yield to maturity).....	62
5.2.3. Prinos do opoziva (yield to call).....	65
VI Potencijalni izvori novčanog toka obveznice.....	68
6.1. Rizik investiranja.....	68
6.2. Kretanje cena obveznica tokom vremena.....	69
6.3. Prinos do dospeća nasuprot prinosu u periodu investiranja.....	70
VII Tehnike u analizi obveznica.....	72
7.1. Trajanje (duracija).....	72
7.2. Modifikovana duracija.....	73
7.3. Konveksnost obveznice.....	76
Zaključak.....	79
Literatura	82

I UVOD

1.1. Predmet i svrha istraživanja

Finansijska tržišta predstavljaju najznačajniji faktor ukupnog ekonomskog i privrednog sistema u zemljama sa razvijenom tržišnom privredom. Ona omogućavaju normalno odvijanje privrednih odnosa. Preko finansijskih tržišta vrši se alokacija akumulacije sa ciljem da se ona najefikasnije upotrebi u proizvodnji. Finansijsko tržište zadovoljava tražnju privrednih subjekata za novčanim sredstvima, a sa druge strane omogućava vlasnicima novčanih sredstava da ostvare prihod na svoju imovinu. Ako je mesto susreta ponude i tražnje organizovan prostor sa tačno utvrđenim vremenom, tržišnim pravilima kupoprodaje onda se radi o organizovanom tržištu. Finansijsko tržište je prema tome organizovano mesto i prostor na kome se traže i nude finansijsko novčana sredstva i na kome se u zavisnosti od ponude i tražnje organizovano formira cena tih sredstava. Subjekti koji raspolažu viškovima sredstava, putem kredita ili vlasničkih udela stavljaju ih na raspolaganje subjektima koji se bave proizvodnjom.¹

Finansijska tržišta predstavljaju najznačajniji i najosetljiviji deo ukupnog ekonomskog i finansijskog sistema svake zemlje. Ona omogućavaju normalno i nesmetano funkcionisanje nacionalne ekonomije. Na njima se odražavaju sva zbivanja u realnim tokovima društvene reprodukcije. Ona predstavljaju jedan od osnovnih postulata tržišne privrede. "Sigurna i efikasna finansijska tržišta su temeljni element ekonomskog rasta i razvoja i blagostanja tržišnih privreda".² Glavna podela finansijskih tržišta je na tržište novca i tržište kapitala. Osnovni kriterijum ovakve podele je rok dospeća novčanih sredstava datih debitoru, kao i kvalitativna razlika između novca i kapitala. Tržište novca (kratkoročno tržište) je segment finansijskih tržišta, za kratkoročne oblike finansijske aktive, gde se trguje žirlnim novcem i hartijama od vrednosti sa rokom dospeća kraćim od godinu dana. Osnovni učesnici su banke. Ovo tržište obezbeđuje likvidnost i solventnost privrednim subjektima.³ Tržište kapitala (dugoročno tržište) je segment finansijskih tržišta na kome se trguje finansijskom aktivom sa rokom dospeća dužim od godinu dana.⁴ Na ovom tržištu se prevashodno trguje dugoročnim hartijama od vrednosti, instrumentima duga i vlasničkim instrumentima. Emitenti na tržištu kapitala dolaze do sredstava za svoje dugoročno finansiranje. Tržište kapitala kreiraju brojne institucije i konvencije koje omogućavaju onima koji nude i traže finansijska sredstva da obavljaju transakcije. Te transakcije se odnose na kupovinu i prodaju dugoročnih hartija od vrednosti koje emituju velika privredna preduzeća, finansijske institucije ili država. U te hartije

¹Komazec S., Ristić Ž., Finansijska tržišta i berzanski menadžment; Beograd 2009; strana 129.

²Šoškić D., Živković B., Finansijska tržišta i institucije; Beograd 2009, strana 15.

³Vunjak N., Kovačević Lj., Finansijska tržišta i berze; Subotica 2009; strana 14.

⁴Brzaković T., Tržište kapitala, teorija i praksa; Čugura ptint; Beogard 2007; strana 23.

spadaju pre svega, obveznice korporacija kao tržišni instrumenti dugoročnog duga, preferencijalne i obične akcije kao eksterni izvori trajnog akcijskog kapitala, kao i obveznice koje emituje sama država. Značaj tog tržišta sastoji se, pre svega u tome da omogući onim segmentima privrede koje investiraju, ulažu u fiksna i trajna obrtna sredstva, da potreban kapital pribave emisijom i prodajom obveznica i akcija.⁵ Tržište kapitala u Republici Srpskoj ima važne funkcije. Prvenstveno, tržište je mehanizam koji omogućava prenos sredstava koja se mogu investirati od ekonomskih subjekata sa finansijskim viškom prema onima sa finansijskim manjkom. Ovo se postiže prodajom vrednosnih papira - dionica ili obveznica - onima koji imaju višak sredstava. Kao rezultat, preduzeća vlade lokalnih vlasti i slično imaju pristup većim količinama kapitala nego što bi bio raspoloživ da se moraju osloniti isključivo na stvaranje vlastitih izvora. To je takozvano primarno tržište gde se ugovaraju nove emisije trajnog kapitala ili zaduženja u obliku potpuno novih emisija kapitala ili u obliku ponude postojećim investitorima. U bilo kojem slučaju zainteresovana organizacija dobiva svež novac u zamenu za finansijsko potraživanje. Za preduzeće finansijsko potraživanje može biti u obliku trajnog kapitala (dionica) ili možda zaduženja (obveznice) dok državne vlasti Republike Srpske redovno emitiraju obveznice. Kotirati na berzi vrednosnih papira glavna je prednost preduzećima koja su na berzi uvrštena kada trebaju dodatni kapital. Druga funkcija tržišta kapitala u Republici Srpskoj jeste da ono deluje kao sekundarno tržište za vrednosne papire koji mogu biti emitovani u prošlosti. Tržište dozvoljava vlasnicima dionica ili obveznica da ih prodaju brzo i tako osigurava stepen likvidnosti koji inače ne bi bio izvodljiv. Postojanje sekundarnog tržišta čini delovanje primarnog tržišta efikasnijim. Sekundarno tržište omogućava neprekidnu realokaciju finansijskih sredstava između različitih investitora, dozvoljavajući jednima da prodaju takva sredstva dok drugi mogu koristiti svoj višak sredstava da bi ih kupili. Dobar primer sekundarnog tržišta je Njujorška berza NYSE ili NASDAQ vanberzarnski elektronski trgovački sistem. Brokeri i dileri igraju ključnu ulogu u funkcionisanju sekundarnog finansijskog tržišta. Ova tržišta, iako direktno ne obezbeđuju finansijska sredstva emitentu, obavljaju dve važne uloge: formiranju cena i obezbeđuju likvidnost već emitovanim finansijskim instrumentima. Zahvaljujući određivanju cena i obezbeđenju likvidnosti na sekundarnom finansijskom tržištu, emitenti lakše i sa manje neizvesnosti mogu prikupljati dodatna finansijska sredstva na primarnom finansijskom tržištu.⁶ Dužnički vrednosni papiri i obveznice, trezorski zapisi, blagajnički ili komercijalni zapisi, menice, konvertibilne obveznice. U ovom radu razmatraćemo korporativne obveznice.

Korporativne obveznice u razvijenim zemljama sveta predstavljaju tražen izvor finansiranja i sekundarna tržišta na kojima se dalje trguje korporativnim obveznicama su izuzetno razvijena i likvidna. Na razvijenim tržištima kapitala, korporacije nastaju

⁵ Krasulja D., Ivanišević M., Poslovne finansije; Beograd 2000; strana 445.

⁶ Šoškić D.; Živković B.; Finansijska tržišta i institucije; Beograd 2009; str 43.

kroz emisiju korporativnih obveznica da pored prikupljanja kapitala ostvare i indirektno efekte. Obveznice u Republici Srpskoj bi trebalo da predstavljaju važan elemenat za osiguranje finansijskih sredstava za potrebe rasta i razvoja korporacija.

U teorijskom smislu određivanja predmeta i smisla istraživanja, razmatramo saznanja i značaj i mesto hartija od vrednosti u savremenim finansijskim tržištima, koja se zasnivaju na naučnim postulatima, sudovima i zaključcima, na osnovu kojih analiziramo dalje stavove o predmetu istraživanja. Teorijska analiza hartija od vrednosti, tj obveznica biće podžana saznanjima o međunarodnom značaju, kako iz inostrane tako i domaće, naučne i stručne literature, kao i aktuelnih istraživanja eminentnih autora i naučnih institucija koje su nam dostupne. U teoriji se može naći veliki broj različitih definicija investicija, najveći broj autora se slaže da investicije predstavljaju odricanje, žrtvovanje sadašnjosti za realizaciju nekih ciljeva u budućnosti. Kada se o investiranju govori uopšteno moraju se istaći dve karakteristike. Prva karakteristika predstavlja vreme u okviru kojeg se odvija proces. Treba napomenuti da je period koji bi trebalo da protekne između ulaganja u sadašnjom i očekivanih efekata u budućnosti veoma dug. Druga karakteristika investiranja predstavlja neizvesnost, koja se najčešće javlja u vidu nekog rizika, koji se može kvantifikovati i na osnovu toga odrediti njegova veličina identifikacijom i grupisanjem rizičnih faktora i može se odrediti njihov uticaj na ostvarljivost formulisanih investicionih ciljeva. Svaki proces investiranja prati određen stepen neizvesnosti, naime, što je veći razmak između investiranja i očekivanih efekata, to je neizvesnost veća.⁷

1.2. Naučni i društveni doprinos

Svaka nauka a time i naučni rad mora imati predmet istraživanja kao i metod vršenja istraživanja koji su međusobno povezani i samostalno ne čine nauku. Definicija pojma "nauke" razlikuje se od autora do autora, pa čak i u više iskaza istih autora. M. Pešić smatra, a što i mi prihvatamo, da se pod naukom, u najširem smislu, "podrazumeva ljudsko saznanje o prirodi, čoveku i društvu koje relativno odgovara objektivnoj stvarnosti". Iz ovoga proizilaze osnovne karakteristike nauke:⁸

1. "da je ona čovekovo delo, rezultat njegove misaone i praktične delatnosti"
2. "da je to saznanje objektivno jer korespondira s objektivnom stvarnošću"
3. "da je naučno saznanje relativno, jer ta korespodencija nikad nije potpuna, već uvek delimična i aproksimativna".

Ono po čemu se naučno saznanje razlikuje od drugih prema nalazima savremene epistemologije jeste po svom metodološkom izvođenju. Smatra se da se sistem

⁷ Veljović A.; Informatičko upravljanje razvojem preduzeća; Beograd 2004; strana 137;

⁸ Miljević M.; Poslovna etika i komuniciranje; Beograd 2010; strana 23.

naučnog saznanja o prirodi, čovjeku i društvu temelji na četiri osnovna metodološka principa, odnosno postulate. To su: objektivnost, pouzdanost, opštost i sistematičnost.

A prema M. Markoviću: " Nauka je objektivno, kritično, metodsko izvedeno znanje" . Da bi postigla taj cilj, nauka se služi određenim društveno prihvaćenim postupcima istraživanja i odgovarajućim kriterijumima ocenjivanja da li određeni rezultat istraživanja treba prihvatiti kao objektivno istinit ili ne".

Naučni metod, tj metod naučnog saznanja "je smisleno svrsishodno racionalno konstituisan sistem ideja, koncepcija, radnji (postupaka) i sredstava odabran po naučnim kriterijumima i naučno proveren u cilju sticanja naučnog saznanja, odnosno naučnog istraživanja o predmetu ili metodi nauke". Odlika naučnog saznanja jeste da se ono u savremenim uslovima, prvenstveno, stiže naučnim istraživanjima. A naučna istraživanja su ona koja se izvode u okviru prepoznatljive paradigme, odnose se na predmet odnosno definisane predmete definisanih nauka ili naučnih disciplina i primenjuje odgovarajuće metode naučnih istraživanja". ⁹

Naučni cilj ovog istraživanja jeste naučna deskripcija elemenata analiza i razumevanje korporativnih obveznica kao jednog od elemenata dugoročnih izvora finansiranja. Naučni cilj ovog istraživanja je dostizanje naučnog saznanja o karakteristikama i ulozi korporativnih obveznica u Republici Hrvatskoj i Republici Srpskoj, odnosno njihovim ulogama na finansijskim tržištima. Društveni cilj istraživanja se ogleda u pružanju adekvatnih informacija i znanja pojedincima, grupama i organizacijama koji žele da trguju sa korporativnim obveznicama i boljem razumevanju karakteristika korporativnih obveznica i trgovanja sa njima.

1.3. Hipoteze istraživanja

Metod nauke bi bio nemoguć kada hipoteze, koje se sugerišu kao rešenja, ne bi mogle biti razrađene da bi se otkrilo šta one impliciraju. Pravi smisao jedne hipoteze treba otkriti u njenim implikacijama.¹⁰

1. "Hipoteze se istraživaču nameću na osnovu nečega što je u predmetu istraživanja i na osnovu njegovog prethodnog znanja o drugim predmetima".
2. "Hipoteze su potrebne na svakom stupnju istraživanja. Ne sme se zaboraviti da ono što se naziva opštim principima ili zakonima mogu da se primene u sadašnjem, još nezavršenom istraživanju samo s izvesnim rizikom".

⁹ Milosavljević S., Radosavljević.; Osnove metodologije političkih nauka; Službeni glasnik; Beograd 2000; strana 52.

¹⁰ Miljević M.; Metodologija naučnog rada; Filozofski fakultet Univerziteta u Istočnom Sarajevu; Pale 2007; strana 23.

3. "Hipoteze su samo misaono objašnjenje objektivne stvarnosti koje još nije provereno činjenicama te iste stvarnosti".
4. "Hipoteza podrazumeva pretpostavku koja treba da dopuni oskudno empirijsko saznanje".

Hipotetički okvir istraživanja sastoji se od glavnih i pomoćnih hipoteza.

Generalna hipoteza:

- stepen razvijenosti tržišta korporativnih obveznica je određen stepenom razvijenosti privrede, životnog standarda u Republici Srpskoj i Hrvatskoj, kao i razvijenosti finansijskih tržišta u konkretnim državama.

Posebne hipoteze su:

- najznačajniji segment obveznica sa fiksnom stopom su obveznice koje izdaju korporacije – a one su i najaktivniji emitent uopšte
- korporativne obveznice imaju višu stopu rizika u odnosu na državne, kamatne stope koju isplaćuju emitenti investitorima mora biti nešto viša u odnosu na te druge, čak i kada se radi o firmama koje imaju najviši kreditni rejting
- Hrvatska se na domaćem finansijskom tržištu zadužuje prodajom obveznica sa niskim kamatnim stopama, pa je teško očekivati prodaju novih emisija obveznica u sadašnjim inflatornim uslovima.

1.4. Metode istraživanja

Prema postavljenom cilju i hipotezama u ovom istraživanju, izvršili smo i izbor naučnih metoda koje kombinujemo u primenjenoj metodologiji.

Metode koje se koriste u uvodnom delu su univerzalne, odnosno postoje tačno utvrđene metodološke faze pri izradi prvog dela naučno istraživačkog rada. Pri tome se polazi od osnovnih metoda analitičkih i sintetičkih.

U analitičke metode spadaju: metod analize, metod apstrakcije, metod specijalizacije i metod dedukcije.

Sintetički metod obuhvataju: sinteza, konkretizacija, generalizacija i indukcija.

Pod opšte naučnim metodama smatraju se one metode koje se, kao celine, koriste ili se mogu koristiti za sticanje naučnog saznanja u svim naukama i svim naučnim disciplinama. Od opšte naučnih metoda upotrebljavane su hipotetičko-deduktivna metoda, statistička metoda i komparativna metoda.

Primenom ovih metoda, kako govore dosadašnji izvori istraživanja moguće je validno ostvarenje naučnog i društvenog cilja istraživanja. Pristup istraživanju je integrativan,

sintetički, u tom smislu što se ni jednom metodološkom pravcu ne daje isključiva prednost.

1.5. Struktura rada

U uvodnom delu dajemo kraći osvrt na predmet istraživanja, značaj i aktuelnost istraživanja, kao i hipoteze koje su korištene i metode istraživanja.

Prvi deo rada uvodi nas u osnove dužničkih instrumenata tj obveznica, njihove osnovne karakteristike, emisiji obveznica i emisija obveznica u Republici Srpskoj.

U drugom delu rada razmatramo vrste obveznica na finansijskim tržištima i njihove klasifikacije, državne, municipalne i korporativne obveznice.

U trećem delu rada objašnjavamo osnovne karakteristike korporativnih obveznica, tržište korporativnih obveznica u Republici Srpskoj, tržište kapitala u Hrvatskoj.

Četvrti deo rada odnosi se na osnovne definicije marketinga i finansijskog marketinga i finansijskih instrumenata.

Peti deo se odnosi na osnove procenjivanja cena obveznica i prinosa obveznica

U šestoj glavi razmatramo rizik investiranja i prinos do dospeća nasuprot prinosu u periodu investiranja.

Sedma glava se odnosi na trajanje to jest duraciju i konveksnost obveznice.

Zaključna razmatranja i korišćenja literature izloženi su na kraju ovog rada.

II Obveznice i karakteristike obveznica

Obveznica je finansijski instrument kojim se njen izdavalac (emitent, dužnik) obavezuje da u roku dospeća plati kupcu (investitoru) pozajmljeni iznos glavnice (Principal Value, Face Value, Par Value) sa kamatom.¹¹ Obveznice spadaju u kategoriju hartija od vrednosti instrumenata duga, što znači da imaju rok dospeća duži od godinu dana. Ova kategorija hartija odražava kreditne, tj dužničko-poverilačke odnose. U svetu postoji veliki broj pojmova, kao što su: note, debentus, bonds, itd kojima se označavaju hartije od vrednosti – instrumenti duga. Obveznica je likvidan instrument finansiranja, tj postoji sloboda prenosa kojom se omogućava kupcu povraćaj uloženog novca u slučaju potrebe prema ceni koju dobije na tržištu.”

Obveznica je vrsta obligacije kojom se njen izdavalac obavezuje da će licu naznačenom u obveznici (ako je u pitanju obveznica na ime) ili po njegovoj naredbi, odnosno donosiocu obveznice (kod obveznica na donosioca ili obveznica sa blanko indosamentom), naplatiti određenog dana iznos anuitetnog kupona, odnosno iznos na koji glasi obveznica ako se otplata vrši odjednom”.

Obveznica se sastoji iz dva dela: plašta i kamatnih kupona.

Elementi plašta obveznice su:¹²

- ❖ oznaku da je to obveznica
- ❖ firma i sedište izdavaoca
- ❖ firmu i naziv kupca
- ❖ oznaku da obveznica glasi na donosioca
- ❖ iznos na koji glasi
- ❖ visinu kamatne stope kada je predviđeno plaćanje kamate
- ❖ procenat učešća u dobiti
- ❖ rokovi otplate kamate i glavnice
- ❖ mesto i datum izdavanja obveznice
- ❖ serijski i kontrolni broj obveznice
- ❖ faksimil potpisa izdavaoca obveznice

¹¹ Šoškić D., Živković B.; Finansijska tržišta i institucije; Beograd 2009, strana 241.

¹² Vunjak N., Kovačević Lj.; Finansijska tržišta i berze; Subotica 2009; strana 164

Elementi kamatnog kupona su:

- ❖ Serija i broj kupona
- ❖ Visina kamate
- ❖ Datum dospeća kamate
- ❖ Način plaćanja kamate
- ❖ Potpis i pečat

Na pojedine obveznice označava se namena izdavanja, rokovi otplaćivanja glavnice i isplata kamata, odnosno anuiteta (amortizacioni plan).

Karakteristike obveznica:

Obveznica je supstitut dugoročnog kredita. Privredno društvo, dakle umesto da uzme kredit kod banke recimo na 5 godina može izdati korporativnu obveznicu sa istim periodom dospeća. Kretanje trajanja obveznica je od godinu dana pa do 30 godina. Investitori su zainteresovani da kupuju obveznice ili sa tako dugim rokom zbog mogućnosti da ih prodaju na tržištu uvek kada im zatreba novac, što znači da se to dešava samo na razvijenim tržištima koja su likvidna. Kao prva karakteristika obveznica mogao bi se uzeti rok dospeća. Rok dospeća instrumenata označava broj godišnjih perioda na kraju godine kojih emitent instrumenata treba da izvrši obećanu isplatu glavnice i kamate. Instrumenti imaju različite rokove dospeća. To zavisi od odluke emitenta. Rok dospeća uslovljava novčani tok instrumenta, njen prinos do dospeća i cenu instrumenta. Što je period dospeća duži, mogućnost promene cene instrumenta je veća. Visina kamatne stope delimično zavisi od roka, jer su dugoročne obveznice rizičnije od kratkoročnih zbog neizvesnosti opstanka emitenta do momenta dospeća obveznice. Takođe, vlasnici dugoročnih obveznica moraju dugo da čekaju na isplatu gotovine, te su ukoliko im je pre dospeća potreban novac prinuđeni da ranije prodaju obveznicu, po ceni koja zavisi od uslova na tržištu, uz diskont za period do dospeća.¹³

Druga karakteristika obveznica jeste njen kreditni rizik, tj verovatnoća da zajmoprimac neće uspeti da isplati deo kamate ili glavnice. Zajmoprimci mogu da ne izvrše svoje obaveze i da proglase bankrotstvo. U takvim slučajevima, kupci obveznica zahtevaju veću kamatnu stopu kako bi kompenzovali takav rizik. Za kupca obveznica na razvijenim finansijskim tržištima je najpogodnije da konsultuju privatne agencije (npr Standard&Poor's) koje se bave procenom kreditnog rizika različitih obveznica kako bi mogli da donose što pravilniju odluku. Kreditni rizik obveznice je rizik neizmirenja obaveza emitenta obveznice prema njenim imaočima. Sa rastom roka dospeća, kreditni rizik je sve izraženiji jer investitore izlaže riziku gubitka na duži

¹³ Jeremić Z.; Finansijska tržišta; Beograd 2009; strana 35

rok. Uz to, duži rok dospeća otvara mogućnost izmene poslovnih okolnosti i kvaliteta emitenta, pa time i nivoa kreditnog rizika obveznice.

Treća karakteristika sposobnost konverzije vezuje se za konvertibilne obveznice koje omogućavaju poveriocu, odnosno držaocu obveznica da ih zameni za određeni broj običnih akcija. To pravo opcije poverilac će iskoristiti verovatno, samo u slučaju ako je tržišna vrednost običnih akcija veća od cene konverzije obveznica. Emisije takvih obveznica često se smatraju kao indirektna prodaja akcija kao eksternih izvora trajnog kapitala pre nego dugoročno zaduživanje s obzirom da ima slučajeva da ponuđeno pravo konverzije držaoci obveznica iskoriste u potpunosti već u toku prvih nekoliko godina od dana emisije. Sa stanovništa potencijalnih kupaca obveznica pravo konverzije ima dve značajne prednosti. Prvo, on im omogućava da steknu status akcionara i da u slučaju kada preduzeće posluje uspešno ostvare veći prinos na svoja ulaganja nego što bi ga dobili kao poverioci u vidu kamate. Drugo, oni mogu zadržati povlašćeni status poverilaca i na taj način smanjiti rizik ulaganja ukoliko preduzeće posluje manje uspešno.

Kao četvrtu karakteristiku obveznica, mogućnost opoziva, koja se predviđa u skoro svim ugovorima o emisiji. Cena opoziva ne mora da bude fiksna već se ona po pravilu smanjuje u određenim vremenskim intervalima. Mogućnost opoziva smatra se naročito povoljnom sa stanovništa preduzeća koje emituju obveznice, jer se na taj način može da likvidira dugoročni dug pre roka konačnog dospeća. Ako kamatne stope na tržištu kapitala imaju tendenciju pada, preduzeće može opozvati postojeći dug i emitovati novo kolo obveznica sa nižom kamatnom stopom. Da bi moglo da proda opozive obveznice, preduzeće obično mora da plati na njih veću kamatnu stopu nego što bi platilo na neopozive obveznice sa istim ili približnim stepenom rizika. Premija za rizik koja se predviđa na opozive obveznice neposredno zavisi od očekivanja preduzeća i kupca tih obveznica u pogledu budućeg kretanja kamatnih stopa. Veća cena duga u slučaju opozivih obveznica treba da bude kompenzirana prinudom konverzije konvertibilnih obveznica u obične akcije kada je cena konverzije niža od tekuće tržišne vrednosti akcija. Da bi se obveznice učinile atraktivnijim oblikom ulaganja sa stanovništa njihovih kupaca, ponekad im se dodaju varanti. Oni predstavljaju punomoćja za kupovinu običnih akcija preduzeća koje je emitovalo obveznice. Varanti u stvari predstavljaju indirektni vid participacije obveznica u dobitku preduzeća. Unapred je ugovorena cena po kojoj se akcije mogu kupiti i ona je u momentu emisije obveznica često iznad tržišne cene akcija preduzeća.¹⁴

¹⁴ Krasulja D., Ivanišević M.; Poslovne finansije; Beograd 2000; strana 364.

2.1. Emisija obveznica

Poslovi emisije i plasmana efekata predstavljaju ukupnost tržišnih transakcija između preduzetnika emitenta i prvog kupca investitora.¹⁵ U poslovima emisije i plasmana na jednoj strani se nalazi korisnik kapitala kao emitent hartija od vrednosti koji njihovom emisijom pribavljaju potrebna sredstva a na drugoj strani se nalazi investitor koji ulaže svoja slobodna novčana sredstva u kupovinu tih hartija. Radi se, prema tome, o poslovima prve kupovine i prodaje, što se još naziva i “kupovinom iz prve ruke”. Emisija obveznica vrši se na osnovu odluke organa upravljanja emitenta. Prema našim propisima, kao emitenti se mogu pojaviti:¹⁶

1) Preduzeća ili druga pravna lica, koji obveznice izdaju u svoje ime i za svoj račun radi prikupljanja dodatnih sredstava za finansiranje tekućeg poslovanja ili za investiciona ulaganja.

2) Društveno političke zajednice, koje obveznice mogu izdavati u svoje ime i za svoj račun radi prikupljanja potrebnih sredstava. Kratkoročne obveznice se emituju radi prikupljanja potrebnih sredstava radi pokrivanja viška rashoda nad prihodima u budžetu, dok se dugoročne emituju radi prikupljanja sredstava za intervencije kod razvoja ili sanacije privrednih subjekata. Emisija se vrši na osnovu Elaboraata, koji obavezno sadrži izvore iz kojih će se prikupljena sredstva zajedno sa kamatom vratiti. Izdavanje ovih obveznica ne podleže proceduri dobijanja saglasnosti.

3) Poslovne banke, koje slično kao privredni subjekti mogu da vrše emisiju obveznica u zemlji u svoje ime i za svoj račun.

Emisija obveznica vrši se na osnovu odluke o emisiji ili na osnovu zakona. Njihov sadržaj je propisan tako što je definisan minimum elemenata koji oni moraju da sadrže.

To su:¹⁷

- ❖ namena emisije
- ❖ iznos emisije
- ❖ struktura apoeni i broj obveznica
- ❖ kamatna stopa
- ❖ vreme emisije

¹⁵ Ristić Ž.; Tržište kapitala – teorija i praksa; Beograd 1992; strana 125.

¹⁶ „Zakon o Hartijama o vrednosti“.

¹⁷ Radović R.; Berzansko i akcionarsko poslovanje; Bijeljina 1996; strana 116.

- ❖ rok otplate glavnice i plaćanje kamate
- ❖ način garantovanja (ako je predviđeno)
- ❖ način prenosa (ograničenje)

Da bi emisija uspela potrebno je da investiranje u kupovinu obveznica bude stimulativno za investitora, što se ostvaruje većom kamatnom stopom a može i davanjem mogućnosti učešća u dobiti. Osim toga, emitent mora pružiti dovoljno garancija da će o roku dospeća moći da vrati osnovni iznos i da plaća redovno kamatnu stopu, što se najčešće postiže pribavljanjem garancije banke.

Najvažnije prednosti emisije obveznica su sledeće:¹⁸

- sadašnji vlasnici zadržavaju kontinuitet kontrole nad poslovnim subjektom
- kamate na izdate obveznicu su porezno priznati rashodi
- tekuća tržišna kamatna stopa može se relativno više favorizovati u odnosu na tržišnu cenu akcija
- terećenje poslovnog rezultata kamatama može biti manje nego raspoređivanje rezultata akcije koje očekuju akcionari

A nedostaci finansiranja emisijom obveznica kao dužničkih instrumenata su sledeći:

- Finansiranje obveznicama može biti zadovoljavajuće jedino kada poslovni subjekt ima zadovoljavajuću finansijsku situaciju i zaštitu
- Kamate se moraju platiti bez obzira na finansijski situaciju i poslovni rezultat poslovnog subjekta
- Vlasnici obveznica nemaju glasačka prava
- Ako subjekt ostvaruje poslovne gubitke i ako nema dovoljno novčanog toka da plati kamate poslovnim subjektima, tada držaoci obveznica mogu na legalan način preuzeti kontrolu i izvršiti pripajanje takvog poslovnog subjekta

¹⁸ Smith J., Skousen, Intermediete Accounting, strana 633

Emisija korporativnih obveznica na Banjalučkoj berzi

Naziv emitenta	Vrsta emitenta	Iznos emisije	Kamatna stopa	Rok dospeća
CER a.d Prnjavor	Preduzeće	300.000 KM	10% p.a.	2 godine
Balkan Investment bank a.d Banja Luka	Banka	5.000.000 KM	6,05% p.a.	3 godine
NLB Razvojna banka a.d	Banka	5.000.000 KM	5,75% p.a.	3 godine
Atlantic BB d.o.o Banja Luka	Preduzeće	1.500.000 KM	7,2% p.a.	4 godine

Izvor: <http://www.blberza.com/>

2.1.1. Emisija obveznica u Republici Srpskoj

Kada emituje hartije od vrijednosti u Republici Srpskoj, emitent je dužan da objavi prospekt (javna ponuda) ili da ga dostavi unaprijed poznatim kupcima (privatna ponuda). Prospekt obavezno sadrži celovitu, tacnu i objektivnu informaciju o imovini i obavezama, gubitku ili dobitku, finansijskom položaju i perspektivama emitenta, svrsi prikupljanja sredstava, faktorima rizika, te o pravima koja daju hartije od vrijednosti na koje se odnosi prospekt, na osnovu koje potencijalni investitor može objektivno procijeniti rizike investiranja i donijeti odluku o investiranju. Prospekt ne može biti objavljen ni dostavljen unaprijed poznatim kupcima prije nego što ga odobri Komisija.

Postupak emisije obveznica u Republici Srpskoj regulisan je Zakonom o Tržištu hartija od vrednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske", broj 92/06 I 34/09) i pravilnikom o uslovima i postupku emisije hartija od vrednosti (usvojen od strane Komisije za hartije od vrednosti Republike Srpske 15.04.2010. godine). Emitenti najčešće pre početka postupka za emisiju obveznica zaključuju ugovor sa agentom emisije s ciljem da im agent emisije koristeći svoje znanje i iskustvo, olakša emisiju obveznica. Agent emisije pored pomoći u pripremi neophodna i dokumentacija (prospekt, rešenja, pribavljanje saglasnosti, itd...) ima značajnu ulogu u promociji i pronalaženju investitora koji će kupiti obveznice. Takođe, agent emisije savetuje

emitenta o visini kamatne stope i veličini emisije koja je prihvatljiva za investitore u obveznice na osnovu stanja na tržištu. Pri izboru agenta emisije, emitenti najčešće obraćaju pažnju na iskustvo i reference agenta, njegov pristup institucionalnim investitorima, kao i cenu koju će agent emisije naplatiti za svoje usluge.

- Jedan od načina emitovanja obveznica u javnoj ponudi je preko preuzimaoca emisije. U ovom slučaju, pored poslova agenta emisije, preuzimalac emisije otkupljuje od emitenta ukupnu emisiju obveznica po nižoj ceni i zatim čitavu emisiju prodaje javnosti po višoj ceni. Na ovaj način se garantuje uspešnost emisije, jer preuzimalac na sebe preuzima rizik prodaje obveznica, dok za preuzeti rizik dobija nagradu u visini razlike u ceni. U dosadašnjoj praksi emisija obveznica u Republici Srpskoj emitenti se nisu odlučivali za korišćenje usluga preuzimaoca emisije.

Postupak emisije hartija od vrednosti javnom ponudom obuhvata:

- a) izradu prospekta,
- b) donošenje odluke o emisiji,
- v) zaključivanje ugovora između emitenta i banke u svrhu otvaranja privremenog racuna za deponovanje uplata po osnovu kupovine hartija od vrednosti,
- g) podnošenje zahteva Komisiji radi odobrenja prospekta,
- d) donošenje rešenja po zahtevu emitenta,
- d) objavljivanje prospekta i javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti,
- e) upis i uplatu hartija od vrednosti,
- ž) utvrđivanje i objavljivanje rezultata emisije,
- z) upis emisije u registar emitenata kod Komisije i upis hartija od vrednosti na racune kod Registra.

Odluka o emisiji hartija od vrednosti obavezno sadrži:

- a) puni naziv i adresu emitenta,
- b) oznaku i registarski broj emitenta u registru emitenata kod Komisije,
- v) naziv organa koji je donio odluku,
- g) datum donošenja odluke o emisiji,
- d) ciljeve investiranja, način korišćenja sredstava koja će se pribaviti emisijom i očekivane efekte investiranja,
- d) vrstu emisije,
- e) redni broj emisije, oznaku vrste i klase hartija od vrednosti,
- ž) broj i nominalnu vrednost hartija od vrednosti kao i ukupnu vrednost emisije;
- z) dospeće, visinu kamate, način i rokove za isplatu glavnice i kamate (u slučaju emisije dužnickih hartija od vrednosti),
- i) ukupan broj i vrednost do sada emitovanih hartija od vrednosti iste klase i iznos registrovanog osnovnog kapitala,
- j) prava i ograničenja prava sadržanih u hartiji od vrednosti,
- k) nosioce, rok i način korišćenja prava preče kupovine, ako se emisija vrši uz takvo pravo,
- l) prodajnu cenu ili način njenog utvrđivanja,
- lj) kriterijum uspešnosti emisije,
- m) vreme početka i završetka upisa i popis mesta za upis i uplatu hartija od vrednosti,

- n) naznaku o zadržanom pravu emitenta na odustajanje od javne ponude hartija od vrednosti pre isteka utvrđenog roka za njihov upis i uplatu,
- nj) ime, prezime i funkciju ovlašćenih lica emitenata za provođenje emisije hartija od vrednosti,
- o) druge elemente u skladu sa propisom Komisije.

2.1.2. Privatna ponuda obveznica

Emisija obveznica privatnom ponudom je regulisana Zakonom o tržištu hartija od vrednosti

(Službeni glasnik Republike Srpske, broj 92/06 I 34/09), član 44 do člana 55. Osnovne zakonske različitosti privatne u odnosu na javnu emisiju mogu se pojednostavljeno objasniti na sledeći način:

Emitent može da izvrši privatnu ponudu obveznica najviše jednom u toku jedne kalendarske godine. Ovako stečene obveznice se ne mogu zalagati, prodavati i otuđivati u periodu od jedne godine od upisa u Registar osim ako se te obveznice prenose nasleđem ili po sili zakona. Svaka odluka o emisiji privatnom ponudom mora da sadrži imena investitora i visina njihovih uloga, te ograničenja u pogledu prenosa obveznica. Prospekt za emisiju obveznica privatnom ponudom emitent ne sme objavljivati. Takođe, ne sme stupiti u kontakt sa kupcima putem sredstava javnog informisanja. Ako nije upisan i uplaćen ukupan broj obveznica ponuđenih u prospektu, upis se poništava te se sve uplate i kamate na depozite vraćaju kupcima.

„Obveznice MKD Sinergija doo Banja Luka – Mikrokreditno društvo Sinergija plus d.o.o Banja Luka, organizovano kao društvo sa ograničenom odgovornošću, u oktobru 2009. godine kroz javnu ponudu obveznica ponudilo je 30000 obveznica nominalne vrednosti 100 KM, odnosno kroz emisiju obveznica odlučeno je da prikupi 3000000 KM sa rokom dospeća od tri godine i godišnjom kamatnom stopom od 8 % na preostali deo glavnice. Period kada su investitori mogli da upišu i uplate obveznice trajao je od 15 oktobra do 9 novembra 2009. godine. U tom period na Banjalučkoj berzi, uplaćeno je 21070 obveznica, što je 70,23 % od ukupnog broja ponuđenih obveznica. Na taj način Mikrokreditno društvo Sinergija plus d.o.o Banja Luka, prikupilo je 2107000 KM i obavezalo se da će u period od 2010 do 2012 godine kroz šest rata (28 maj i 28 novembar svake godine), plaćati pozajmljeni iznos uvećan za kamatu“, prema sledeće otplatnom planu:

Datum dospeća	Datum isplate	Kamatna stopa	Iznos kamate (KM)	Isplata glavnice (KM)	Ukupan anuitet (KM)	Iznos glavnice (KM)
23.05.2010.	28.05.2010.	4,00%	84.280,00	351.167	435.447	2.107.000
23.11.2010.	28.11.2010.	4,00%	70.233,33	351.167	421.400	1.755.833
23.05.2011.	28.05.2011.	4,00%	56.186,67	351.167	404.354	1.404.667
23.11.2011.	28.11.2011.	4,00%	42.140,00	351.167	393.307	1.053.500
23.05.2012.	28.05.2012.	4,00%	28.093,33	351.167	379.260	702.333
23.11.2012.	28.11.2012.	4,00%	14.046,67	351.167	365.214	351.167
		Ukupno	294.980	2.107.002	2.401.982	

Izvor: <http://www.blberza.com/>

„Nexe Grupa, najveći hrvatski proizvođač građevinskog materijala, uspešno je izdala javnom ponudom najveće korporativno izdanje obveznica u istoriji hrvatskog tržišta kapitala u visini 120 miliona evra . Obveznice su izdate u nematerijalizovanom obliku, glase na ime, nominale 1 EUR, plaćanje u HRK. Cena izdanja obveznica je 99, 499522 %. Datum izdanja je 10. 06. 2011. A datum dospeća 10. 12. 2013. Obveznice nose kamatu na glavnice po nepromenljivoj stopi od 7, 825 % godišnje, te će se isplaćivati polugodišnje u jednakim iznosima. Glavnica obveznice isplatiti će se odjednom, na datum dospeća obveznica sredstva prikupljenja izdanjem obveznica. Nexe grupa d.d. je iskoristila za delimično privremeno refinansiranje obaveza po ranije izdatim finansijskim instrumentima – obveznicama oznake: NEXE – O – 116 A, ISIN:RNEXE0116A7 i Komercijalnim zapisima oznake: NEXE – M- 124A, ISIN: RNEXE M124A3“.

„Uprava Hrvatske pošte je donela odluku 8 februara 2012, sa kojom se Nadzorni odbor Hrvatske pošte usaglasio na sedmoj sednici 13. Februara 2012. , o izdavanju korporativnih obveznica do ukupnog iznosa od 54 miliona evra sa rokom dospeća u 2015 godini, uz nepromenjenu kamatnu stopu od 7, 75 %. Svrha izdavanja obveznica je refinansiranje korporativnih obveznica u iznosu od 41 milion evra koje dospevaju prvog jula 2013. I osuguranje potrebnih

sredstava namenjenih novim ulaganjima firme. Radi se o zaduživanju iz 2009. Godine koje je preduzeće dobilo po nepovoljnim uslovima uz kamatu 9 %. Vlasnik obveznice s fiksnom kamatnom stopom izložen je riziku pada cene takve obveznice kao rezultata promene tržišnih kamatnih stopa, to jest kamatnih stopa koje na tržištu ostvaruju izdavatelji. Ako je kamatna stopa na obveznicu izdavatelja fiksirana, kamatne stope na tržištu menjaju se svaki dan. Kako se tržišne kamatne stope menjaju, tako se menja i cena obveznica, ali u suprotnom smeru. Ako tržišna kamatna stopa raste, cena obveznica sa fiksnom kamatnom stopom obično pada, dok se prinos na takvu obveznicu ne izjednači s tržišnom kamatnom stopom i obrnuto, ako tržišna kamatna stopa pada, cena obveznica raste dok se prinos na takvu obveznicu ne izjednači sa tržišnom kamatnom stopom. Ako investitor drži obveznicu do dospeća, kretanje kamatnih stopa na tržištu, koje ostvaruju drugi izdavatelji dugoročnih vrednosnih papira sličnih karakteristika, neće uticati na prinos koji će investitor ostvariti“.

U sledećoj tabeli možemo videti visinu kamatnih stopa i stopa inflacija Hrvatskih firmi koje su emitovale korporativne obvezice

	Kamatne stope	Nominalna vrednost	Stopa inflacije
Nexe grupa	7,825 %	120 000000	2,3 %
Hrvatska pošta	7,75 %	54 000000	4,7 %
Plodine	9 %	621700000	2,6 %
Agrokor	9,125 %	325 000 000	4,5 %

Veće kamatne stope znače manji profit. Ako kamatne stope rastu kompanija mora platiti više za posuđeni novac koji treba za rast. Ponekad se to prevodi u više cene njenih proizvoda i usluga te često nižoj prodaji, posebno ako kupci kupuju na kredit te moraju platiti veće kamate da bi posudili novac. Potencijalni kupac može odlučiti da sebi to ne može priuštiti. Eventualni pad prodaje i profita je nešto što investitori anticipiraju čim kamatne stope porastu. Rezultat je da cena obveznica može pasti čak pre nego što uticaji povećanih stopa stvarno pokažu na računu dobiti i gubitka kompanija.

U vreme krize domaći proizvod je ispod svog prirodnog nivoa. Prirodni nivo domaćeg proizvoda je onaj nivo koji preovladava kada je stopa nezaposlenosti jednaka prirodnoj stopi nezaposlenosti. Domaći proizvod ispod svog prirodnog nivoa – smanjenje cena- porast realne novčane mase – pad kamatnih stopa- porast domaćeg proizvoda.

Sve dok je domaći proizvod ispod svog prirodnog nivoa, nivo cena će se i dalje smanjivati sve dok se društvo ne vrati u normalu. Domaći proizvod koji je ispod svog prirodnog nivoa dovodi do niže inflacije:

- Niža inflacija dovodi do većeg rasta realne novčane mase
- Veći rast realne novčane mase dovodi do povećanja domaćeg proizvoda tokom vremena.

2.2. Vrste obveznica

Na finansijskom tržištu postoji široka lepeza dužničkih hartija od vrednosti. U zavisnosti od emitenta mogu se podeliti na:

- 1) obveznice državnog trezora
- 2) organa uprave
- 3) korporacijske obveznice

To je ujedno i najaktuelnija podela.

Klasifikacija obveznica vrši se i po kriterijumu da li su osigurane kolateralnim zalogom ili nisu osigurane.

1) Osigurane obveznice (Secured bonds) - radi povećanja vlasnika obveznica, tj u cilju smanjenja rizika da obaveza dužnika neće biti izvršena, vrši se osiguranje obveznica određenom aktivom. Vlasnici osiguranih obveznica imaju pravo na aktivu koja se koristi kao osiguranje, ili na prihod od nje u slučaju da dužnik ne izvrši svoje obaveze po osnovu duga. U zavisnosti od tipa aktive koja se koristi kao osiguranje, postoji više tipova osiguranih obveznica. Najpoznatije su:

- ❖ Hipotekarne obveznice (mortgage bonds), gde se kao osiguranje koristi realna aktiva kao što su zemlja, zgrade i slično.
- ❖ Založne obveznice (collateral trust bonds) gde se kao osiguranje koriste druge hartije od vrednosti (npr obveznice drugih firmi, obične ili preferencijalne akcije i slično). Ovaj tip osiguranja najčešće koriste holding kompanije koje raspolažu u velikoj meri diversifikovanim portfoliom hartija od vrednosti drugih firmi.
- ❖ Certifikati o opremi (equipment trust certificate) gde se kao osiguranje koristi neka specijalna oprema, mašine i slično. Kod ovoga tipa obveznica kreditori praktično dobijaju pravo vlasništva nad opremom sve dok dužnik u potpunosti ne izvrši svoje obaveze. Čest primer za emitovanje ovih obveznica su željeznice, koje imaju velika investiciona ulaganja ali i veliku vrednost opreme.¹⁹

2) Neosigurane obveznice (Unsecured bonds) - osnovna karakteristika ovih obveznica je da ne postoji formalno osiguranje nekom aktivom da će obaveze, po osnovu emitovanog duga, biti izvršene. Postoji razlika između kratkoročnih i dugoročnih obveznica. Kratkoročne neosigurane obveznice sa rokom dospeća do

¹⁹ Pitić G.,Petković G.,Erić D.,Šoškić D.,Štimac M.;Berzanski pojmovnik, II izmenjeno i dopunjeno izdanje; Beogradska berza 1996; strana 92.

jedne godine se nazivaju note. Dugoročne neosigurane obveznice su one sa rokom dospeća dužim od jedne godine i nazivaju se debenture.

Neosigurane obveznice mogu da budu i seniorske i subordinatne. Seniorske obveznice stiču prava na sredstva preduzeća tek pošto su interesi svih osiguranih poverilaca u potpunosti zadovoljeni. Pošto držaoci tih obveznica imaju status opštih poverilaca, njihova emisija može da bude uslovljena restrikcijom po kojoj se preduzeću onemogućava da emituje novo kolo tih obveznica ili da preuzima bilo koji oblik osiguranog dugoročnog duga. Zbog toga emisije seniorskih obveznica mogu da vrše samo preduzeća sa pouzdanim kreditnim bonitetom. Konvertibilne obveznice, po pravilu su seniorske obveznice.

Subordinatne obveznice su one koje su na određeni način učinjene podređenim prema ostalim oblicima dugoročnog duga. Zapravo držaoci subordinatnih obveznica imaju sekundarno pravo na kamatu i povraćaj glavnice uz likvidacione vrednosti preduzeću u poređenju sa svim drugim opštim poveriocima, ali je to pravo, ipak prioritelnije u odnosu na ono koje pripada povlašćenim i običnim akcionarima. Finansiranje putem emisije subordinatnih obveznica je po pravilu skuplje za preduzeće s obzirom da su one rizičniji oblik ulaganja sa stanovništa dugoročnih poverilaca. Prisustvo subordinatnog duga u strukturi kapitala preduzeća smatra se korisnim sa stanovništa držalaca seniorskih obveznica u slučaju njegove likvidacije.²⁰

Prema načinu ostvarivanja prava na kamatu:²¹

- Obveznice bez kupona (nula kupon obveznice, zero coupon bonds) su najprostiji tip obveznica. Njihovim vlasnicima se ništa ne isplaćuje do roka dospeća, kada ima se jednokratno isplaćuje i kamata i glavnica. To znači da obveznice bez kupona imaju samo jedno plaćanje u toku svog životnog veka i to na dan dospeća. Tipičan primer obveznica bez kupona su neke kratkoročne hartije od vrednosti – instrumenti duga kao što su komercijalni i blagajnički zapisi. Oni se prodaju uz diskont i svojim vlasnicima ne donose više nikakvo plaćanje do dospeća kada im se isplaćuju zajedno kamata i glavnica.
- Obveznice sa kuponima (Coupon bonds) – najčešći tip obveznica. One podrazumevaju periodična plaćanja kamate, najčešće dva puta godišnje, na osnovu prezentacije kupona. Na dan dospeća ovih obveznica vlasnicima se vrši isplata poslednjeg kupona i glavnice (nominalna vrednost obveznice).

²⁰Krasulja D.,Ivanišević M.; Poslovne finansije; Beograd 2000, strana 365.

²¹ Pitić G.,Petković G.,Erić D.,Šoškić D.,Štimac M.; Berzanski pojmovnik, II izmenjeno i dopunjeno izdanje; Beogradska berza 1996; strana 97.

Prema roku dospeća dele se na:

- Kratkoročne koje dospevaju na naplatu u roku koji je kraći od godinu dana
- Dugoročne koje dospevaju na naplatu u roku koji je duži od godinu dana.²²

Prema načinu označavanja vlasništva nad njima dele se na:²³

- obveznice na ime - koje na plaštu imaju navedeno ime kupca. Takve obveznice se prenose na novog vlasnika indosiranjem - pismenim izjavljivanjem vlasnika iste da svoje pravo prenosi na drugo lice. Novi vlasnik, prilikom naplaćivanja svojih prava po osnovu obveznica, obavezno mora prezentovati i sam indosament.
- Obveznice na donosioca - koje na plaštu imaju navedeno da glase na donosioca. One se na neko drugo lice prenose prostom predajom. Njihova bitna razlika u odnosu na prethodnu vrstu obveznica je u tom što emitent neće izdati vlasniku novu obveznicu u slučaju njenog gubitka.

Prema načinu obračuna kamate dele se na:²⁴

- Obveznice sa fiksnom kamatnom stopom - kod kojih je kamata u momentu kupovine poznata i ona je fiksna.
- Obveznice sa promenljivom kamatom - kod kojih je kamata obveznica promenljiva i vezuje se za kamatnu stopu nekih kratkoročnih hartija
- Obveznice sa indeksiranom kamatom - kod kojih je kamata fiksna a u momentu isplate koriguje se indeksom rasta cena na malo ili nekim drugim ugovorenim indeksom.

Prema vremenu u kome se isplaćuje glavnica dele se na:²⁵

- Jednokratne obveznice - kod kojih se glavnica isplaćuje odjednom o roku dospeća.
- Obveznice sa ratama odnosno anuitetima - kod kojih glavnica isplaćuje periodično.

Prema načinu obezbeđivanja otplate dele se na

²² U SAD i V. Britaniji obveznice sa dospećem od jedne godine do deset godina su srednjoročne; a preko deset godina (najčešće od deset do trideset godina) dugoročne.

²³ Brzaković T.;Tržište kapitala,teorija i praksa; strana 142.

²⁴ Foley B.;Tržište kapitala (Capital markets); Zagreb 1995; strana 76

²⁵ Brzaković T.;Tržište kapitala,teorija i praksa; strana 143

- Hipotekarne - kod kojih emitent zalaže svoju imovinu kao garanciju da će obaveze po osnovu obveznica biti isplaćene njihovim imaoциma. Ukoliko emitent ne bude sposoban da iste izmiri izvršiće se prodaja te imovine i tako omogućiti naplata potraživanja koje vlasnik ima prema izdavaocu obveznice
- Garantovane obveznice - za čiju isplatu o roku dospeća garantuje određeno pravno lice
- Negarantovane obveznice - kod kojih vlasnik svoja potraživanja po osnovu obveznice koje poseduje može da naplati jedino od emitenta.

2.2.1. Državne obveznice

Državne obveznice (Government bonds) - su one koje emituje država ili neki njeni organi ili agencije. Postoji veliki broj ovih hartija i one se razlikuju namene i trajanju. Kupci ovih obveznica mogu biti banke, finansijske institucije ali i privatni investitori. Kamata na državne obveznice se može isplaćivati odjednom, zajedno s glavnicom u trenutku dospeća obveznice ili periodično u ratama. Otplata u ratama po pravilu se vrši u jednakim iznosima za svako razdoblje (obveznice s fiksnim prihodom), iako može biti u različitim iznosima (obveznice s varijabilnim prihodom). Državne obveznice mogu biti kratkoročne, srednjoročne i dugoročne, te s indeksom klauzulom ili bez nje. Iako su državne obveznice prvenstveno kreditni instrument, one mogu služiti i kao platežno sredstvo prema državi (npr za plaćanje poreza).

Državne obveznice su jedan od najsigurnijih vrednosnih papira, jer za njihovu isplatu garantuje država pa nije redak slučaj prodaje i preprodaje državnih obveznica od jednog nefinansijskog subjekta drugom ili banke drugim finansijskim institucijama i nebankarskim subjektima na sekundarnom tržištu. Stoga se državne obveznice mogu koristiti i kao instrument politike otvorenog tržišta, kojom centralna banka reguliše ponudu novca na željenom nivou.

Državne obveznice su prenosivi vrednosni papiri bez obzira na to glase li na ime ili na donositelja. Investitori u državne obveznice po pravilu imaju dve mogućnosti:

- ❖ Državne obveznice držati do roka dospeća uz redovnu isplatu kamata i glavnice te tako ostvariti prinos koji je kupio
- ❖ Državne obveznice prodati u bilo koje vreme pre roka dospeća drugom investitoru uz mogućnost da pri tom ostvari kapitalni dobitak ili gubitak

2.2.2. Municipalne obveznice

Municipalne obveznice (obveznice lokalne uprave i samouprave) - su dužnički vrednosni papiri kojima lokalna uprava kao izdavalac obavezuje da će u određenom roku vratiti pozajmljena sredstva uz određenu kamatu. Identična im je svrha kao i državnim obveznicama s time da se prikupljena sredstva ulažu u projekte od lokalnog i regionalnog značaja dok državne obveznice finansiraju

projekte od opšteg nacionalnog i državnog interesa. Kamata na municipalne obveznice se može isplaćivati odjednom, zajedno s glavnicom u trenutku dospeća obveznice ili periodično tj u ratama. Municipalne obveznice mogu biti kratkoročne, srednjoročne, dugoročne te s indeksom klauzulom ili bez nje. Municipalne obveznice su pre svega odličan instrument kreditiranja, ali mogu služiti i kao platežno sredstvo prema lokalnoj državi. I municipalne obveznice su jedan od najsigurnijih vrednosnih papira, jer za njihovu isplatu garantuje država pa se ujedno njima trguje na sekundarnom tržištu vrednosnih papira.

Investitor u municipalne obveznice ima dve temeljne mogućnosti:

- municipalne obveznice držati do roka dospeća uz redovnu isplatu kamata i glavnice te tako ostvariti prinos koji je kupio
- municipalne obveznice prodati u bilo koje vreme pre roka dospeća drugom zainteresovanom investitoru uz mogućnost da pri tom ostvari kapitalni dobitak ili gubitak.

III Korporativne obveznice (Corporate bonds)

Korporativne obveznice (Corporate bonds) - su dužnički vrednosni papiri kojima se preduzeće (korporacija) kao izdavatelj obavezuje da će u određenom roku vratiti pozajmljena sredstva uz određenu (fiksnu ili promenljivu kamatu). Kamata na korporativne obveznice se može isplaćivati na različite načine: odjednom, zajedno s glavnicom u trenutku dospeća obveznica ili u ratama. Otplata u ratama po pravilu se vrši u jednakim iznosima za svako razdoblje (obveznice s fiksnim prihodom), iako može biti i u različitim iznosima (obveznice s varijabilnim prihodom). Za razliku od na primer državnih obveznica, korporativne obveznice mogu imati i fiksnu i promenljivu kamatu. Iako po definici imaju status poverioca, kao i svi drugi zajmodavci, vlasnici obveznica imaju u mnogim pravnim sistemima posebne mere zaštite. Razlog tome leži u činjenici da je korporativna obveznica opterećena rizikom naplativosti (credit risk, default risk), kojim, makar teoretski, nije opterećena državna obveznica. Ovo je glavna razlika između ove dve velike grupe obveznica. U odnosu na druge instrumente koje emituje korporacija, obveznica sadrži pravo prioritetne naplate u odnosu na vlasnike običnih i preferencijalnih akcija. Ovo pravo se odnosi kako na tokove (prihode) tako i na imovinu kompanije - emitenta i odnosi se na ukupnu obavezu emitenta prema vlasnicima obveznica (glavnicu i kupon). Korporativne obveznice su odličan prvenstveno kreditni instrument one stvaraju manje troškove za preduzeće nego npr klasični krediti. Primer, u Hrvatskoj ima izdavatelja iz gotovo svih sektora ekonomije, a neke od hrvatskih kompanija koje su izdale korporativne obveznice su Atlantic grupa, Metronet, Medica, Pliva, Belišće, Podravka, NEXE grupa, Plava laguna, Plodine, te Raiffeisen HYPO Alpe Adria Banka.



Korporativne obveznice baš kao i državne obveznice i municipalne obveznice mogu se prodavati i kasnije preprodavati na sekundarnom tržištu. Tržište raspoznaje vrednost različitih korporativnih obveznica pa tako npr korporativne obveznice Microsofta kotiraju drugačije nego one npr Parmalata. Korporativne obveznice su prenosivi vrednosni papiri (zavisno od toga da li glase na ime ili na donositelja). Investitor u korporativne obveznice ima dve osnovne mogućnosti:

- Korporativne obveznice držati do roka dospeća uz redovnu isplatu kamata i glavnice te tako ostvariti prinos koji je kupio
- Korporativne obveznice prodati u bilo koje vreme pre roka dospeća drugom zainteresovanom investitoru uz mogućnost da pri tom ostvari kapitalni dobitak ili gubitak.

Neke vrste investicionih fondova u svom portfelju imaju i korporativne obveznice. Naravno, imaju ih i dobrovoljni mirovinski fondovi kao i osiguravajuća društva. Veliki deo štetne komponentne premije koju osiguranici isplaćuju za svoje osiguranje života ulaže se u obveznice, ponajviše u državne ali i korporativne obveznice. Posredno, kroz premiju za investicijsko osiguranje života gde se štetni deo premije ulaže u investicijske fondove po izboru osiguranika. Potom sami investicijski fondovi ulažu u obveznice po svom izboru.

Ovo je značajna grupa obveznica gde se u ulozi emitenta pojavljuju firme. Preduzeća u razvijenim zemljama ređe u svojoj strukturi kapitala koriste kao izvor finansiranja direktno kreditiranje. Mnogo češće se kreditni odnosi sa poveriocima regulišu emitovanjem obveznica. Obveznice preduzeća predstavljaju veliku grupu instrumenata duga. Uslovi emisije ovih obveznica regulisani su ugovorom o kreditu. U pogledu izvršavanja obaveza prema emitovanim obveznicama, preduzeća moraju biti veoma oprezna. Jedna od osnovnih karakteristika ovog načina finansiranja je da

ukoliko preduzeće nije u stanju da izvrši obaveze prema poveriocima, tj vlasnicima obveznica u pogledu isplata kamata i glavnica, oni imaju pravo da preduzmu čitav niz mera, od zabrane isplate sredstava akcionarima, preko zaplene imovine do likvidacije i otvaranja stečajnog postupka. Najradikalnija mera je likvidacija preduzeća. Do nje dolazi ukoliko su obaveze po osnovu duga veće od vrednosti preduzeća. U tom slučaju, vlasnici instrumenata duga imaju pravo da prodajom preostale aktive preduzeća delimično izmire svoja potraživanja.²⁶

Likvidnost finansijskih instrumenata je važna karakteristika koju investitori vrednuju u procesu donošenja svojih investicionih odluka. Likvidnije obveznice, koje se mogu brže i lakše, tj. uz manje transakcione troškove pretvoriti u gotovinu privlačnije su za ulagače i investitori su spremni da u njih ulažu i uz nešto niže stope prinosa. Likvidnost je, po pravilu, veća kod obveznica koje imaju kraći rok dospeća i koje svojim kvalitetom i sigurnošću lako nalaze novog kupca.

Po pravilu, državne obveznice su likvidnije od korporativnih, kvalitetne korporativne su likvidnije od manje kvalitetnih, kratkoročne su likvidnije od dugoročnih i slično. Manje likvidni finansijski instrumenti moraju ponuditi više prinosa da bi privukli pažnju investitora.

Nepoznate kompanije koji proširuju svoju delatnost pokušavaju da emisijom obveznica prikupe potrebna sredstva, a kao kompenzaciju za problematična rejting nude prilično visoke kamatne stope. Prihod ovakve emisije može biti značajan, ali ukoliko razvojni poslovi u koje je uloženi kapital ne donesu planiran prihod, kompanije bankrotiraju, a kupci se naplaćuju iz stečajne mase. Upravo na primeru ovih kompanija je vidljiv značaj roka dospeća. Moguće je da obveznice koje su kraćeg roka donesu značajan prinos, dok se u dugom roku kada kompanija prestaje da bude likvidna obustavljaju isplate kamata i kasnije nastupa bankrotstvo. Naziv za ovakav tip visokorizičnih obveznica su "džank" obveznice.

Njihov nastanak je vezan za osamdesete, da bi se olakšalo finansiranje menadžera i akvizicija kompanija koje dođu u poziciju i opasnost od bankrotstva. Najčešće se koristi imovina kompanije kojom je bilo obezbeđeno emitovanje obveznice, koja se prodaje i kupuje se kompanija emitent. Velike, pouzdane korporacije, sa odličnim rejtingom (blue chip kompanije) imaju mogućnost da izdaju obveznice na veoma duge rokove. Pošto je poslovanje ovih kompanija izuzetno sigurno, godišnji prinos obveznica je tek nešto viši od kamate koja bi se mogla dobiti na osigurane depozite u bankama, što odražava i odnos rizika kapitala.

Konvertibilne obveznice kombinuju elemente običnih vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti. Kupac obveznica ima pravo da konvertuje obveznice u akciju, prema unapred utvrđenim pravilima pri emitovanju obveznice. Trade off kod ove vrste

²⁶ Pitić G., Petković G., Erić D., Šoškić D., Štimac M.; Berzanski pojmovnik, II izmenjeno i dopunjeno izdanje; Beogradska berza 1996; strana 94.

obveznica je da se privilegija investitora kompenzovana sa nižom kamatnom stopom koju donosi ovaj tip obveznica. Konvertibilne obveznice daju pogodnost kompaniji emitentu, u smislu da konvertibilni vrednosni papiri mogu biti emitovani sa nižim prinosom u odnosu na konvencionalne papire. Na taj način fondovi mogu biti jeftinije obezbeđeni za emitenta. To je slučaj zbog toga što konvertibilni papiri u sebi sadrže i konverzionu premiju, koja se nalazi iznad cene akcije ili u momentu njihove emisije. Može se reći da su konvertibilne hartije od vrednosti odloženo akcionarsko finansiranje uz određene pogodnosti za emitenta.²⁷

Korporativne obveznice mogu biti izdate kao:

- Kratkoročne hartije od vrednosti sa rokom dospeća do godinu dana
- Dugoročne hartije od vrednosti sa rokom dospeća preko godinu dana

One su izdate od strane domaćih pravnih lica i mogu biti nominirane u dinarima ili stranoj valuti. Obveznice mogu biti diskontne i kamatonosne, s tim što su diskontne mnogo pogodnije za sekundarno trgovanje.²⁸ Primarna prodaja se može vršiti putem javne distribucije ili za profesionalne ulagače. U postupku primarne prodaje obveznica, cena se može formirati kao jedinstvena cena ili kao višestruka cena. Potencijalni ulagači mogu biti sva domaća i strana pravna i fizička lica. Nakon završenog postupka primarne prodaje obveznice mogu biti predmet sekundarnog trgovanja. Likvidnost, tj mogućnost kupovine i prodaje na sekundarnom tržištu povećava atraktivnost obveznica i omogućava njihovim vlasnicima da dođu do gotovog novca pre njihovog roka dospeća. U odnosu na druge finansijske intrumente koje emituju korporacije, obveznice obezbeđuju pravo prioritetne naplate u odnosu na vlasnike akcija. Trgovanje ovim obveznicama obavlja se na zvaničnom i na slobodnom takozvanom OTC tržištu berze, što zavisi od kvaliteta odnosno rejtinga. Obveznicama visokog kvaliteta najčešće se trguje na najvišem nivou tržišta, takozvanom listingu.

S obzirom na to da korporativne obveznice karakteriše viši nivo rizika u odnosu na državne ili obveznice organa samouprave, motiv za investiranje u ovu vrstu papira je u potencijalno višem prinosu. Prilikom donošenja odluke o investiranju u dužničke hartije od vrednosti, uključujući i korporativne obveznice, investitori znatnu pažnju pridaju sigurnosti naplate svojih potraživanja odnosno sposobnosti kompanije koja je emitovala obveznice da u roku izmiri svoje obaveze. Kod nas još ne postoje specijalizovane institucije – rejting agencije, kao što je to slučaj u svetu, a među kojima su najpoznatiji Moody's Investors Service, Standard & Poor's i Fitch Rating, koje rangiraju obveznice prema riziku.

²⁷ Perić M.; Intrumenti tržišta obveznica; Beograd 2010; strana 40.

²⁸ Šoškić D.; Hartije od vrednosti: upravljanje porfoliom i investicioni fondovi; Beograd 2000; strana 22.

3.1. Tržište kapitala u Hrvatskoj

Hrvatsko tržište kapitala je jedan duži period nakon svog osnivanja bilo slabo razvijeno. De facto je postojalo samo na papiru i u zakonima ali nije ispunjavalo svoje osnovne funkcije:

- Pribavljanje kapitala potrebnog za finansiranje poslovanja i ekspanzije preduzeća
- Tržišno vrednovanje preduzeća
- Mobilizovanje decentralizovane štednje u privredne svrhe
- Povećanje stepena mobilnosti investicija

Drugim rečima, nisu stvoreni uslovi za povezivanje ponude i potražnje vrednosnih papira. Razlozi za to su bili i na strani ponude i na strani potražnje. Osnovni uzrok neatraktivnosti hartija od vrednosti bila je netransparentnost poslovanja preduzeća i njihova nelikvidnost. Nelikvidnost se ogleda u broju netrgovanja.

Tržišta u nastajanju se znatno razlikuju od razvijenih tržišta u razvijenim industrijskim zemljama koja imaju dugogodišnju istoriju postojanja. U Hrvatskoj je tržište dužničkih i tržište vlasničkih hartija od vrednosti uspostavljeno ne tako davno. Osnovne karakteristike takvog tržišta su: mala kapitalizacija u odnosu na BDP, mali broj vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti koje kotiraju na berzi, nedostatak transparentnosti likvidnosti i kratka istorija trgovanja. Nedostatak transparentnosti na tržištu kapitala može se videti i u neprihvatanju međunarodnog načela učestalog izveštavanja i objavljivanja od strane svih preduzeća koja imaju raspršeno vlasništvo, netransparentnom vrednovanju rada posloводства. Hrvatsko tržište kapitala nije segmentirano tržište i aktivnosti na tom tržištu se mogu posmatrati u okviru globalnih tržišta kapitala, odnosno njihove performanse su određene kretanjima na svetskim tržištima. Pored toga, osetljivost tržišta na politička zbivanja i promene, daleko je veća nego na razvijenim tržištima.

„U Republici Hrvatskoj prve korporativne obveznice emitovane su 2002. godine, dok je značajnije emitovanje ove vrste finansijskih instrumenata bilo 2004. godine a potom je 2006. godine emitovano šest novih obveznica tih dužničkih papira korporacija. Nakon nekoliko izdavanja državnih obveznica i odličnog prijema takvih obveznica na tržištu te formiranja dugoročne hrvatske krivulje prinosa, korporativni izdavaoci su našli interes za izdavanje obveznica. Prvo je to učinila Raiffeisen bank Austrija d.d Zagreb sa do tada najvećim pojedinačnim izdanjem korporativne obveznice i drugim kunkskim izdanjem. Time se pokušavalo doći do novih izvora finansiranja za rast, a izbegavajući direktno i skupo zaduživanje u inostranstvu. Uskoro su usledila i tri nova značajna izdavanja korporativnih obveznica: Podravke od 375 miliona kuna, Nexe grupe od 750 miliona kuna i Metroneta od 120 miliona kuna. Međutim, prvo kunksko izdanje korporativnih obveznica je bilo 2003 godine (Hypo banka) paralelno s prvim kunkskim državnim izdanjem“.



Tržište korporativnih obveznica omogućuje poslovanje čije finansiranje nije vezano samo uz bankovni sastav, već proizilazi i iz razvoja drugih finansijskih institucija koje primarno posluju na tržištu kapitala i stvarajući novu potražnju omogućuju povoljnije uslove za izdavanje hartija od vrednosti. Stope rasta investicijskih fondova i mirovinskih fondova su visoke i njihov udeo na tržištu je sve viši a njihova potražnja stalno raste.

3.2. Korporativne obveznice i rizik neplaćanja

Mnoge strane kompanije i vlade pozajmljuju sredstva u SAD – u. Istovremeno, američke korporacije mogu pozajmljivati sredstva u dolarima ili drugoj valuti izdajući svoje obveznice u drugim državama. Na primer, mogu izdati dolarske obveznice u Londonu koje će se prodavati investitorima širom sveta.

Postoji važna razlika između obveznica koje izdaju kompanije i onih američkog Ministarstva finansija. Nacionalne vlade ne bankrotiraju jednostavno štampaju više novca. Dakle, investitori se ne moraju brinuti da Ministarstvo finansija SAD –a neće platiti svoje obaveze po dospeću. Za kompanije koje su vlasnici tih obveznica to predstavlja najbolji scenarij: kompanija nikada neće platiti više od obećanih novčanih tokova, ali u lošim vremenima se može dogoditi da plati manje. Rizik da izdavalac obveznice neće platiti svoje obaveze naziva se rizik neplaćanja (kreditni rizik). Ne iznenađuje činjenica da kompanije pri pozajmljivanju moraju plaćati veću kamatu od Ministarstva finansija zbog većeg rizika neplaćanja. Razlika između obećanog prinosa na korporativne obveznice i prinosa na obveznice Ministarstva finansija naziva se premija za rizik neplaćanja. Što je veća mogućnost da će se kompanije naći u problemima, to je veća premija za rizik neplaćanja koju zahtevaju investitori.

Sigurnost većine korporativnih obveznica može se proceniti analizom rejtinga obveznica koji dodeli Moody's, Standard & Poor's ili druge rejting agencije. Sistem rejtingovanja koje primenjuju Moody's Investor Service i Standard and Poor's Corporation može se prikazati na sledeći način:²⁹

²⁹ Kenneth M., Dabić S.; "U obliku novca – vodič kroz hartije od vrednosti"; IQ media; Beograd 1995; strana 88.

Moody's	Standard & Poor's	Sigurnost
Aaa	AAA	Najbolji rejting, sposobnost otplate kamate i glavnice je vrlo snažna
Aa	AA	Vrlo velika verovatnoća da će kamata i glavnica biti otplaćene.
A	A	Snažna sposobnost otplate, ali i određena izloženost promenama okolnosti.
Baa	BBB	Aдекватna sposobnost otplate, dodatna izloženost promenama ekonomskih okolnosti.
Ba	BB	Znatna neizvesnost u vezi sposobnosti otplate
B	B	Verovatnoća otplate kamata i glavnice tokom dužih perioda je pitanje
Caa	CCC	Za obveznice u klasi Caa/CCC i Ca/CC je možda već došlo do neplaćanja kamata i glavnice ili će se to uskoro dogoditi.
Ca	CC	
C	C	
		Mala je verovatnoća da će kamata i glavnica ikad biti naplaćeni.

Izvor: Moody's Investors Service, Standard & Poor's (2011).

Tabela 1.1 prikazuje moguće rejtinge obveznica od najkvalitetnijeg prema nekvalitetnom

Na primer, obveznice kojima Moody's dodeli najviši rejting poznate su kao Aaa ili (trostruko A) obveznice. Nakon toga dolaze Aa (dvostruko A), A, Baa obveznice. Za obveznice s rejtingom Baa kaže se da su obveznice s investicionim rejtingom dok se za one s rejtingom Ba i niže kaže da su špekulativnog rejtinga, s visokim prinosom ili jednostavno džank obveznice.



FitchRatings

Retko se događa da obveznice s visokim rejtingom ne isplate svoje obaveze. Na primer, od 1971 manje od jedne od 1000 obveznica s rejtingom trosruko A nije isplatilo svoje obaveze u desetogodišnjem periodu nakon izdavanja. Međutim, kad obveznica s rejtingom pogodnim za investiranje ne isplati svoje obaveze, talas troškova može biti izrazito snažan. Na primer, u maju 2001 Vorldkom je izdao 11,8 milijardi dolara obveznica s investicionim rejtingom. Za manje od godinu dana Vorldkom je proglasio bankrot, a vlasnici obveznica su izgubili 80 posto uložениh sredstava. Kod izdanja sa špekulativnim rejtingom neizvršenje obaveza nije tako retka pojava. Na primer, skoro polovina obveznica kojima je Standard & Poor's kod izdanja dao ocenu CCC, barem jednom nije izvršilo svoje obaveze u deset godina nakon izdanja. Prinos na korporativne obveznice varira sa rejtingom obveznica. Razlika u prinosima raste kako se smanjuje sigurnost naplate. Na primer, kako je ekonomija bila u recesiji 1990, obećani prinos na džank obveznice se povećao gotovo za deset posto iznad prinosa na obveznice Ministarstva finansija. Možda biste došli u iskušenje zbog visokog prinosa koje nude rizičnije obveznice, međutim te obveznice ne ispunjavaju uvek obećanje.

3.3. Tržište korporativnih obveznica u Republici Srpskoj

Tržište kapitala usmerava raspoloživa finansijska sredstva i ima značajan uticaj na razvoj privrede, poslovanje privrednih društava kao emitenata hartija od vrednosti, kreiranje novih investicionih mogućnosti, te privlačenje novih i zadržavanje postojećih investitora. Počeci razvoja tržišta kapitala u Republici Srpskoj vezuju se za proces privatizacije i formiranje institucija tržišta kapitala. Komisije za hartije od vrednosti 2000. godine, Centralnog registra hartija od vrednosti i Banjalučke berze hartija od vrednosti 2001. godine. Prva transakcija na Banjalučkoj berzi obavljena je u martu 2002 godine. Malo tržište, neadekvatan razvoj privatizovanih preduzeća, te problemi

nastali u procesu privatizacije imali su opredeljujući uticaj na stepen razvoja tržišta kapitala Republike Srpske.

Osnovni problem u Republici Srpskoj je tržište kapitala plitko, odnosno nelikvidno. Na strani potražnje nema dovoljno investitora. Na razvijenim tržištima, najveći kupci obveznica su institucionalni investitori, (osiguravajuće kuće, penzioni i investicioni fondovi). S obzirom da, osim nekoliko osiguravajućih kuća, Republika Srpska nema pravih institucionalnih investitora, otuda i činjenica da je tražnja za ovim hartijama slaba, tj ako neko preduzeće izda obveznice i pronađe dovoljno investitora zbog nelikvidnog sekundarnog tržišta, tj investitori će veoma teško nekom drugom prodati tu hartiju, ukaže li se za to potreba.

Iako na razvijenim tržištima kapitala, korporacije nastoje kroz emisiju korporativnih obveznica da pored prikupljanja kapitala ostvare indirektno efekte (prvenstveno publicitet), obveznice u Republici Srpskoj trebalo bi da predstavljaju važan elemenat za osiguranje finansijskih sredstava za potrebe rasta i razvoja korporacija.

„U Republici Srpskoj ukupno je šest kompanija emitovalo korporativne obveznice: CER a.d Prnjavor, Farmland a.d Nova Topola, Jahorina OC a.d Pale, MKD Sinergija plus d.o.o Banja Luka, UNIS fabrika cevi a.d Derventa i Atlantik BB d.o.o Banja Luka. Npr, naziv emitenta CER a.d Prnjavor, hotelsko - ugostiteljsko preduzeće. Sedište emitenta – Svetosavska 15, Prnjavor; matični broj: 01046225; vrsta hartije - obveznica; lokalna oznaka hartije – CERP-O-B; broj hartije – 450; nominalna vrednost hartije – 1000.00 KM; ukupna nominalna vrednost emisije – 450000.00 KM; rok dospeća – 5 godina, tj do 17.12.2013. Emisija navedenih registrovanih hartija od vrednosti uspisana je u Registar emitenta kod Komisije za hartije od vrednosti Republike Srpske po rešenju broj 01-03-RE-500/08 od 01.12.2008. Kod obveznica CER a.d Prnjavor, iznos prve emisije obveznica bio je 300.000 KM u denominaciji od 1000 KM koje nose datum izdavanja 31.10.2005, a ukupna vrednost upisanih i uplaćenih obveznica je 300.000 KM, što predstavlja 100% upisa i predstavlja uspešnu emisiju. Zatim, vrednost odobrene druge emisije obveznica je 500.000 KM u denominaciji od 1000 KM koje nose datum izdavanja 02.10.2008. po fiksnoj kamatnoj stopi 10 % godišnje sa rokom dospeća od 5 godina“.

„Centralni register je dana 29.03.2011. izvršio registraciju hartija od vrednosti sa sledećim podacima i karakteristikama: naziv emitenta – Akcionarsko društvo Olimpijski centar Jahorina Pale; sedište emitenta - Jahorina bb, 71423 Pale; matični broj emitenta – 01454471; vrsta hartije – obveznica; lokalna oznaka hartije – OCJH-OKA; broj hartija – 15.000.000; nominalna vrednost hartije – 1000 KM; ukupna nominalna vrednost emisije – 15.000.000 KM, redni broj i tip emisije – prva emisija, javna ponuda ISIN kod BA100CJHOKA1, CKI code DCFUBR; Predmetna emisija je upisana u Registar emitenta kod Komisije za HOV RS; rešenje broj: 01-03-RE-726/11 od 15.03.2011. Kod obveznica Olimpijskog centra Jahorina a.d Pale, iznos prve emisije obveznica bio je 15 000 000 KM u denominaciji od 1 KM, sa standardnim povećanjem cene od 0, 01 KM sa početkom ponude 13.01.2011, a

završetkom 14.03.2011. po fiksnoj kamatnoj stopi 6 % sa dospećem emisije 15 godina. Razmatrajući teorijska određenja u nominalnoj vrednosti obveznica koja zavise od potencijalnih investitora u konkretnom slučaju CER a.d Prnjavor ističe se visok nominalni iznos obveznice 1000 KM, dok se u slučaju Jahorina Olimpijski centar a.d Pale ističe nizak nominalni iznos 1 KM“.

Korporativne obveznice kao dužničke vrednosne papire koje najčešće izdaju velike i uspešne kompanije u cilju prikupljanja potrebnih novčanih sredstava predstavljaju važnu polugu ubrzanja rasta i razvoja, a njihova tržišna kretanja odražavaju mnogostruke aspekte poslovanja kako same korporacije tako i užeg i šireg okruženja. Budući da se takva aktivnost preduzeća najčešće vrši u slučajevima kada je novac na tržištu kapitala jeftiniji i pristupačniji nego novac dobijen putem klasičnih bankarskih kredita, okosnicu izdavanja obveznica svakako čine strateške odluke same korporacije u kontekstu dugoročnih razvojnih planova. Sekundarno tržište korporativnih obveznica je neuređeno i nerazvijeno a obveznice sve više predstavljaju finansijske instrumente s kojima se ništa ne može uraditi do njihovog dospeća.

S obzirom na političku i ekonomsku nestabilnost Republike Srpske kao posledicu građanskog rata, BiH, ima visok državni rizik, tako da svako njeno preduzeće nosi visok kreditni rizik. Kreditni rejting koji u sebi sadržava temeljnu ocenu boniteta te njegov rast ili pad kroz vreme ima ključni uticaj na kretanje cene neke obveznice. BiH je potpisala ugovore za izradu i praćenje suverenog kreditnog rejtinga sa dve s međunarodne agencije – Moody' s Investors Service i Standard & Poor's. Tako je kreditni rejting za BiH za 2010. godinu, prema oceni međunarodne agencije za kreditni rejting Standard & Poor's ostao nepromenjen B+ sa stabilnim izgledima, što podrazumeva špekulativnu kreditnu sposobnost, uz visok kreditni rizik. Agencija Standard & Poor's je u 2011. godini izmenila BiH izgled sa stabilnog na negativan izgled suverenog kreditnog rejtinga B+. Isto tako agencija Moody's Investors Service u 2011 godini je izmenila BiH izgled sa stabilnog na negativan izgled suverenog kreditnog rejtinga B2.

Aktuelni rejting Republike Srpske

	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
Rejting	B2/ negativni izgledi	B+ / negativni izgledi
Datum	16.05.2011.	28.07.2011.
Aktivnost	Izgled izmenjen	Izgled izmenjen

Izvor: Moody's Investors Service, Standard & Poor's (2011).

U Republici Srpskoj nema kompanija sa visokim kreditnim rejtingom (investment grade) te bi se manje-više sve izdate obveznice na ovom prostoru mogle klasifikovati kao špekulativne obveznice ili obveznice visokog rizika (junk bonds). Neznanje i neupućenost menadžera u Republici Srpskoj, predstavlja osnovni uzrok nerazvijenosti, za sada, nepopularnosti ovog načina prikupljanja kapitala.

Kreditni rejting B2, odnosno B koje su Republiku Srpsku odredile ove agencije ukazuje da se Republika Srpska ima špekulativnu kreditnu sposobnost sa visokim kreditnim rizikom. Ovim se Republika Srpska približila na jedan korak od ocene

“ loša kreditna sposobnost sa veoma visokim kreditnim rizikom”, što se smatra potpuno neatraktivnim za ulaganje.³⁰

Izveštaj o rejtingu daje se samo kao mišljenje, a ne kao preporuka. Ipak rejtingovanje ima nekoliko prednosti:³¹

- Rejtingovanje je nezavisno, brzo i komparativno predviđanje kreditnog kvaliteta emisije, odnosno emitenta u tržišnom kontekstu.
- Rejtingovanje i specifični kriterijumi za rejtingovanje imaju važnu ulogu u donošenju brojnih kreditnih odluka, polazeći od regulative i uobičajene prakse ulaganja.
- Rejtingovanje je mera buduće likvidnosti određene hartije od vrednosti ukoliko se ona prodaje.

Informacije na osnovu kojih se vrši rejtingovanje prikupljaju se iz različitih izvora. Nekima od tih informacija raspolazu same rejting organizacije, neke se prikupljaju na tržištu odnosno berzi, dok neke dostavlja sam klijent odnosno emitent obveznica.

Od kategorizacije obveznica, odnosno njihovih emitenata zavisi i cena obveznica. Ako je obveznica odnosno emitent rejtingovan na nekom nižem nivou, što se naziva degradiranjem, investitori koji bi ulagali u ove obveznice zahtevaju veći prinos. Cena ovih obveznica na sekundarnom tržištu pada, a kod emisije novih obveznica zahteva se veća kamatna stopa.

Finansiranje vlasničkim kapitalom - kompanije često odaberu finansiranje vlasničkim kapitalom kao sredstvo prikupljanja potrebnih finansija za kontinuirani rast. Takva vrsta prikupljanja finansija se uobičajeno razmatra kada su dug ili druge obaveze na bilansu previsoke. Kompanije se mogu finansirati vlasničkim kapitalom kroz:³²

- zadržavanje dobiti
- izdavanje dionica putem privatnog plasmana

³⁰ <http://www.cbbh.ba/>

³¹ Radović R.; Berzansko i akcionarsko poslovanje; Bijeljina 1996; strana 124;

³² <http://ecf.hu/hr/financeraising.php>

- prodaja novih dionica široj javnosti i investicijskim institucijama

Može se činiti da je lakši način osiguranja potrebnih finansija za poslovanje zadržavanje dobiti nego raspodela iste vlasnicima. Odluke o optimalnoj kapitalnoj strukturi te politika isplate dividendi zahtevaju ne samo stručnost nego i objektivno, neovisno stajalište investicijskog savetnika. Često zadržana dobit nije dovoljna za mogućnost rasta na tržištu, te da bi se osigurale dodatne finansije potrebno je razmotriti mogućnosti povećanja kapitala. Izdavanje dionica kapitala se može obaviti putem privatnih plasmana ili preko javne ponude. Proces putem privatnih plasmana je mnogo jednostavniji nego proces javne ponude te vremenski manje zahtevan. Ali, najveći nedostatak procesa putem privatnih plasmana je nemogućnost oglašavanja ponude te direktno pregovaranje transakcije s kupcem. Javne ponude su čest kod manjih, mlađih kompanija koje drže kapital za razvoj, ali ne i velikih privatnih kompanija koje žele da se njihovim dionicama trguje na berzama. Javnim ponudama koje su povezane sa kotacijom na berzi kompanija je u mogućnosti skupiti više kapitala i po povoljnijoj ceni nego putem privatnih plasmana. Osim toga, biti javna kompanija ima i prednosti:

- jeftiniji pristup kapitalu
- razni izvori kapitala
- likvidnost za vlasnike kapitala
- zanimanje medija i povećani javni imidž
- povećana svest potrošača i poverenje
- mogućnost akvizicija putem zamene dionica

Finansiranje putem banke - u normalnim okolnostima banke najčešće daju kredite, ali odobravanje bankovnog kredita je često dug proces koji zahteva detaljnu pripremu i dokumentaciju. Trenutno smanjena kreditna aktivnost komercijalnih banaka često dovodi kompanije u poziciju da traže dodatne načine finansiranja putem duga. Alternativno rešenje za veće kompanije je diversifikacija strukture kapitala putem izdavanja korporativnih obveznica.

Prednosti izdavanja u korporativne obveznice:

- izdavanje obveznica nosi porezne olakšice radi poreznog štita
- dug ne razređuje vlasnički udeo u kompaniji
- zajmodavci (imatelji obveznica) generalno imaju pravo samo na otplatu dogovorene glavnice i kamata, ali nemaju pravo na sudelovanje u budućoj dobiti kompanije.

Finansiranje poslovanja privrednog društva izdavanjem obveznica i javnom ponudom i prikupljanje novca na tržištu kapitala ima brojne prednosti u odnosu na druge vrste eksternog finansiranja, jer se na taj način, između ostalog izbegava direktna zavisnost od bankarskih kredita, omogućava se pristup širem krugu investitora likvidnom tržištu, niži su troškovi finansiranja a duži rokovi dospeća. Sekundarni efekat javne ponude korporativnih obveznica, tj obveznica koje izdaju privredna društva, se ogleda i u promociji izdavaoca koji postaje “ vidljiv” investitorima.³³

Ljudi ulažu u korporativne obveznice za određeni broj različitih razloga. Prvenstveno oni predstavljaju stabilne prilike obveznica ulaganja. Korporativne obveznice su ocenjene po sastavu kreditnog kvaliteta po Standard & Poor's, Moody Investors usluga i Fitch Ratings. Korporativne obveznice su dostupne u multiples od 1000 I 5000. To ih čini povoljnim za širok spektar ljudi od profesionalnih investitora do amaterske hobisti. Ove obveznice pružaju pouzdan prihod u obliku kamata i glavnice. Korporativne obveznice mogu ponuditi različite mogućnosti ulaganja. Ove vrste obveznica su dostupne u širokom rasponu sektora od zdravstva do teške industrije. Korporativne obveznice takođe nude različite karakteristike kvaliteta kredita i pružaju raznovrstan spektar mogućnosti da bi odgovarali individualnim investicijskim ciljevima. Ako kamatne stope naglo padnu, tada treba prodati korporativnu obveznicu ili tako napraviti dobru zaradu. To znači da nove obveznice će biti izdane s nižim cenama, a možete prodati obveznice koje ste kupili za za visoke kamatne stope za profit. Ako su kamatne stope porasle, a prodajete obveznice tada možete napraviti gubitke. Firma koja izdaje obveznice mora biti osigurana ili zauzimati visoko mesto pre nego što prodajete. Ako firma postala manje stabilna nećete moći prodavati svoje obveznice za dobru cenu. Prodaja korporativnih obveznica se mora upravljati pažljivo, kako bi se izbegli potencijalni gubiti, tako da je najbolje prvo dobiti savet profesionalnih pre nego napraviti potez.

3.4. Banjalučka berza

Banjalučka berza je organizovano tržište na kome se obavlja sekundarno trgovanje hartijama od vrednosti. Trguje se pet puta sedmično svakim radnim danom od ponedeljka do petka. Trgovanje na Banjalučkoj berzi se odvija preko berzanskih posrednika, članova berze. Koristi se elektronski sistem trgovanja razvijen na Ljubljanskoj berzi. Članovi berze ne moraju da budu akcionari berze.

Na organizovanom berzanskom tržištu berzanski posrednik trguje hartijama od vrednosti:

- Na službenom berzanskom tržištu
- Na slobodnom berzanskom tržištu

³³ http://www.tasiclaw.com/pdf/procedura_za_izdavanje_zamenljivih_obveznica.pdf

Na službenom berzanskom tržištu trguje se kontinuiranim sistemom trgovanja, dok na slobodnom berzanskom tržištu trguje se aukcijskim sistemom trgovanja.

Obveznice se mogu uvrstiti na službeno berzansko tržište, ako su, pored opštih uslova, ispunjeni i posebni uslovi:

Godine poslovanja	2
Realnost i objektivnost računovodstvenih izvještaja	Izvještaj o reviziji godišnjih finansijskih izvještaja sastavljen u skladu sa zakonom, sa izraženim pozitivnim mišljenjem ili mišljenjem sa rezervom.
Ukupan kapital emitenta prema posljednjem revidiranom finansijskom izvještaju	2.000.000 KM
Ukupna nominalna vrijednost emisije	1.000.000 KM

Obveznice čiji je emitent Bosna i Hercegovina, Republika Srpska, Federacija BiH, Brčko Distrikt BiH ili su za njih dali garanciju ili saglasnost za njihovo emitovanje, uvrštavaju se na službeno berzansko tržište.

Na slobodnom tržištu nalaze se hartije od vrijednosti koje ispunjavaju opšte uslove za uvrštenje:

- ❖ da su u potpunosti uplaćene,
- ❖ da su neograničeno prenosive,
- ❖ da su emitovane u nematerijalizovanom obliku..

Kontinuiranom metodom se trguje akcijama emitenata na berzanskoj kotaciji, kao i akcijama sa slobodnog berzanskog tržišta koje ispunjavaju kriterijume likvidnosti.³⁴

Kriterijumi likvidnosti:³⁵

- ❖ Vrednost trgovanja sa hartijama od vrednosti podeljena sa brojem mogućih dana trgovanja veća ili jednaka 1000 KM.
- ❖ Broj transakcija sa hartijom od vrednosti podeljen sa brojem mogućih dana trgovanja veća ili jednak aod 3
- ❖ Broj dana trgovanja hartijom od vrednosti podeljen sa brojem mogućih dana trgovanja veći ili jednak od 0,50

³⁴ www.khov-rs.org

³⁵ www.cbbh.ba

Aukcijskim metodom se trguje akcijama emitenata na slobodnom berzanskom tržištu koje ne ispunjavaju uslove likvidnosti.

Trgovanje je podjeljeno u tri faze:

- u periodu od 08:30 do 12:00 + "random time" (nasumično izabran broj od 0 do 120 sekundi) dozvoljen je unos, promena, zadržavanje, oslobađanje i povlačenje prodajnih i kupovnih naloga u BST.
- u 12:00 + "random time" otvaranje tržišta.

Otvarajuća cena se formira na osnovu sledećih kriterijuma:

- količinski najveći obim prometa,
- minimalni ostatak,
- ako ostatak postoji na strani kupovine uzima se najviša cena, a ako je na strani prodaje uzima se najniža cena,
- prosečna cena između dve selektirane cene po prethodnim kriterijumima.

Kada je formirana preovlađujuća cena, poslovi se sklapaju prema sledećim prioritetima:

- Cena,
- Starija vremenska oznaka.

Dozvoljen je unos sljedećih tipova naloga:

- limitirani nalozi
- nalozi sa dodatnim uslovima količine izvršenja (nalog sve ili ništa, nalog sa minimalnom količinom svih zaključenih poslova)
- nalozi sa dodatnim uslovima vremena izvršenja (dnevni, do određenog datuma, otvoreni)

Prekinute aukcije traju 60 minuta. Dinamičke granice su na $\pm 3\%$.

Obveznice čiji je emitent Bosna i Hercegovina ili Republika Srpska, ili su za njih dale garanciju, uvrštavaju se na službeno berzansko tržište bez obzira na ispunjavanje kriterijuma.

Nakon završetka trgovine, Banjalučka berza šalje Centralnom registru izvještaj o poslovima koji su zaključeni taj dan.

Izvještaj sa Banjalučke berze, koji Centralni registar dobije u elektronskom obliku, sadrži sledeće podatke:³⁶

- oznaku hartije od vrijednosti koja je predmet trgovine,

³⁶ www.bl.berza.rs

- količinu hartije od vrijednosti,
- cenu koja je postignuta na berzi,
- šifru brokerske kuće prodavca i brokerske kuće kupca,
- broj računa klijenta prodavca i broj računa klijenta kupca.

Strategija Banjalučke berze je da dalje unapređuje kvalitet, kreira jeftin servis za svoje članove i obezbeđuje fer i transparentno okruženje za domaće i inostrane investitore.

Ciljevi Banjalučke berze:³⁷

- Zaštita interesa investitora
- Promocija investiranja u hartije od vrednosti
- Obezbeđuje likvidnost i dubine tržišta kapitala Republike Srpske
- Uvođenje novih finansijskih instrumenata na tržištu kapitala u Republici Srpskoj
- Obezbeđenje uslova kompanijama za prikupljanje kapitala u svrhu finansiranja njihovih razvojnih planova
- Promovisanje prednosti berzanske kotacije
- Privlačenje inostranih investitora kroz promotivne aktivnosti
- Povezivanje sa regionalnim tržištima kapitala

Strateški ciljevi

U prethodnih desetak godina stvoreni su dobra infrastruktura i regulatorni okvir tržišta kapitala Republike Srpske. Razvoj tržišta zasnivao se prvenstveno na konceptu masovne privatizacije državnog kapitala u preduzećima. Globalna ekonomska i finansijska kriza je naglasila slabosti tek uspostavljenog tržišta kapitala, manifestujući se kroz velike padove cena akcija i prometa. Kriza je istovremeno ponudila i nove prilike za razvoj tržišta kapitala. Nove mogućnosti proizlaze iz velike potrebe privrednih subjekta za novim kapitalom, koja je uslovljena njihovom neadekvatnom strukturom finansiranja. Budući razvoj Banjalučke berze zasnivaće se na korišćenju novonastalih okolnosti na finansijskom tržištu za promovisanje tržišta kapitala kao dominantnog izvora finansiranja. Koncept razvoja zasnivaće se na unapređenju infrastrukture tržišta kapitala te aktivnom pristupu u stvaranju povoljnog okruženja za razvoj tržišta kapitala u Republici Srpskoj.

Prioritetni strateški ciljevi Banjalučke berze su:

- Unapređenje likvidnosti tržišta
- Pобољшanje ponude hartija od vrijednosti
- Unapređenje efikasnosti berzanskog sistema trgovanja
- Podrška razvoju primarnog tržišta

³⁷ www.blberza.com

- Međunarodna promocija domaćeg tržišta kapitala i privlačenje stranih investitora
- Sistemski pristup edukaciji
- Partnerski odnos sa institucijama tržišta kapitala i listiranim kompanijama.

3.5. Vrste korporativnih obveznica

Većina korporativnih obveznica je slična 5,5 procentnim obveznicama Ministarstva finansija. Drugim rečima, obećavaju isplatu fiksnog nominalnog kupona svake godine do dospeća, kad se obećava isplata glavnice. Postoji više vrsta s obzirom na način na koji su korporativne obveznice dizajnirane.

Prema oblasti poslovanja korporativne obveznice mogu biti:

- obveznice javnih preduzeća
- obveznice transportnih preduzeća
- obveznice industrijskih preduzeća
- obveznice banaka i slično.

Prema metodu otplate mogu biti:

- diskontne obveznice
- kamatne obveznice
- dohodne (prihodne) obveznice

Prema načinu obezbeđanja otplate ove obveznice mogu biti :

- obične
- hipotekarne
- garantovane.

IV Osnovne definicije marketinga

Marketing je kovanica anglosaksonskog porekla. Etimološko značenje je stavljanje na tržište (market je tržište a sufiks ing ima više značenja). Za sada nije poznato da je u nekoj zemlji nađen adekvatan prevod tog termina. Marketing je termin koji se ne može adekvatno prevesti na naš jezik.³⁸

Marketing predstavlja sektor za proizvodnju kupaca.³⁹

Marketing se definiše kao “ društveni i upravljački proces kojim – putem stvaranja, ponude i razmene proizvoda od vrednosti s drugima, pojedinci i grupe dobijaju ono što im je potrebno ili što žele”.⁴⁰

Detaljnija definicija marketinga glasi:

“Marketing je poslovna funkcija koja prepoznaje neispunjenje potrebe i želje, definiše i meri njihovu jačinu i potencijalnu isplativost, određuje koja to ciljna tržišna organizacija može na najbolji način da usluži, odlučuje o tome koji proizvodi, usluge i programi odgovaraju izabranim tržištima i apeluje na sve u organizaciji da misli o kupcu i stoji mu na usluzi”.⁴¹

Filozofija marketinga zasnovana je na postojanju određenih ljudskih potreba i želja. Ljudska potreba se definiše kao stanje koje se javlja uskraćivanjem nekih osnovnih zadovoljstava, a želju kao žudnju za posebnim zadovoljenjem dubljih potreba. Želje koje se zasnivaju na kupovnoj moći pretvaraju se u potražnju za posebnim bankarskim proizvodima, a koja utiče na kreatore, motivišući ih na zadovoljenje nastalih potreba.⁴²

“Marketing je organizaciona funkcija i set procesa kreiranja, komuniciranja i isporuka vrednosti potrošačima i upravljanja odnosa sa kupcima, na način koji donosi korist organizaciji i njenim stakeholderima” – Filip Kotler.

Pored toga što je definisao marketing, Kotler je razradio i suštinu marketinga u sledećim tezama:

- Marketing je nauka prodavca, a glavni cilj je doneti odluku o tome šta treba proizvesti i kako to prodati;

³⁸ Milisavljević M.;Marketing; Beograd 1999; strana 3.

³⁹ Kotler F.;Marketing od A do Z; 2006; strana 11.

⁴⁰ Kotler F.;Upravljanje marketingom 1; Informator, Zagreb 1989; strana 11.

⁴¹ Kotler F.;Marketing od A do Z, Novi Sad; 2006, strana 13.

⁴² Petrović P., Živković A.;Marketing u bankarskoj industriji; Beograd 2011; strana 18.

- Preduzeća trebaju biti relativno slobodna u utvrđivanju svog marketing miksa i svog tržišnog cilja;
- Preduzeća će biti efikasnija u meri u kojoj proučavaju i služe potrebama i željama kupaca;
- Preduzeća treba da variraju svoje ponude što je moguće više kako bi se zadovoljile različite želje različitih kupaca;
- Konceptom marketinga treba maksimizirati dobit potrošača.

Marketing ima za cilj da doprinosi pravilnoj usmerenosti proizvodnje da bi se uočene potrebe građana kao potrošača, privrede i društva adekvatno zadovoljile. U tom smislu on je svrsishodna proizvodnja iako se njegova uloga neposredno manifestuje u razmeni. Osnovna funkcija tržišta je da dovede u kontakt prodavce i kupce a osnovni zadatak marketinga je da doprinese efikasnosti procesa razmene. Uloga marketinga je da se proizvodnja usmerava na zadovoljenje novih, kvalitetno viših potreba proizvođača.⁴³

“Za rad u procesima razmene potrebno je puno rada i znanja. Marketing menadžment se dešava kada bar jedna strana potencijalne razmene razmišlja o sredstvima postizanja željenog odgovora drugih strana. Marketing menadžment smatramo umetnošću i naukom izbora ciljnih tržišta i sposobnošću pridobijanja, zadržavanja i povećanja broja kupaca putem stvaranja, isporuke i komuniciranja superiorne vrednosti za kupca.”⁴⁴

Marketing, kao proces upravljanja, identifikovanja i zadovoljavanja zahteva klijenata, sa ciljem podizanja profitabilnosti i uvećanja vrednosti za korisnike i akcionare, uklapa se i prožima sa finansijama, pod okrinjem zajedničkih postulata – razvijanja poverenja klijenata.

4.1. Finansijski marketing i finansijski instrumenti

Finansijski menadžment mora poznavati, ali i efikasno koristiti u ostvarivanju određenih finansijskih i razvojnih ciljeva, celi spektar različitih finansijskih instrumenata, preko kojih se provodi odgovarajuća finansijska politika. Ovde se pre sve ima u vidu: kapitalni ulog, subvencije, krediti, fondovi za razvoj, riziko kapital, lizing, zajednička ulaganja akcija i dr. Upravljanje novčanim resursima, izbor ciljeva razvoja, ostvarivanje profitabilnih ulaganja, održavanje optimalne likvidnosti, održavanje stabilnih uslova poslovanja, držanje pod kontrolom procesa transformacije jednog u drugi novčani oblik, ali i držanje (i planiranje) novčanih i finansijskih tokova, je vrlo složen zadatak svakog preduzeća, korporacije, sve do

⁴³ Milisavljević; Marketing; devetnaesto izdanje, Ekonomski fakultet; Beograd 1999; strana 6.

⁴⁴ Kotler F.; Keler R.; Marketing menadžment; Data status, dvanaesto izdanje, 2006; strana 6

države. To se može videti i iz strukture finansijskih instrumenata sektora preduzeća, ali i sektora stanovništva.

Finansijski menadžment u uslovima razvijenih finansijskih instrumenata i razvijenog finansijskog tržišta ima za zadatak da svesno i planski poveže i drži pod kontrolom (i usmerava), odnosno vrši stalnu transformaciju jednog u drugi oblik ulaganja radi ostvarenja najefikasnijeg oblika ulaganja (profita) . Finansijski menadžment mora da spoji tri funkcije u svom strategijskom delovanju:

- 1) Optimalno održavanje strukture pojedinih novčanih oblika (da bi se spojio princip profitabilnih ulaganja i likvidnosti)
- 2) Održavanje pod kontrolom procesa transformacije jednog u drugi oblik ulaganja (što se provodi finansijskom i poslovnom politikom)
- 3) Stalni trend povećavanja ukupnih sredstava (finansijskog potencijala), uz izmenu njegove strukture u pravcu porasta profitonosnih (kamatonosnih) oblika, uz odgovarajuće snižavanje nekamatonosnih oblika ulaganja (angažovanje sredstava).⁴⁵

Finansijski menadžment i marketing odnose se na proces i politiku prikupljanja (mobilizacije), koncentraciju, distribuciju i efikasnu alokaciju finansijskih resursa (novčanih sredstava). Finansijski marketing je integralni deo finansijske funkcije preduzeća. U tom kontekstu, marketing koncept je izuzetno važan za organizaciju finansijskog poslovanja preduzeća, pošto je marketinški pristup u finansijskom poslovanju imanentan robno - novčanoj privredi i tržišnoj konkurenciji. Osnovni ciljevi i zadaci finansijske funkcije odražavaju se kroz pribavljanje finansijskih sredstava za normalno i kontinuirano odvijanje poslovnog procesa preduzeća, kroz racionalno i efikasno korišćenje novčanih sredstava i kroz kontrolu sredstava u kružnom toku novca. Zadaci finansijskog marketinga rasprostiru se do potrebe izrade plana potrebnih sredstava, utvrđivanje rokova, namena i izvora sredstava, namenskog ulaganja u proces reprodukcije, vraćanja uložених sredstava, naplate dospelih potraživanja, praćenja priliva i odliva novčanih sredstava, ispitivanje pravilnosti finansijskog poslovanja, praćenja promena na tržištu novca i kapitala, kolebanja deviznih kurseva i kamatnih stopa, finansijske evaulacije rentabilnosti poslovanja (upotreba novca, kapitala i hartija od vrednosti), ocene promena finansijske strukture preduzeća, usmeravanja cirkulacije finansijskih sredstava, ocenjivanja investicionih projekata, ocene rizika, analiza dobiti.

Iznalaženje izvora finansiranja je važan problem finansijskog marketinga, pošto oni mogu biti ili "poticati" iz finansijskog okruženje, iz realizacije zaliha, poluproizvoda i gotove robe (transformacije raspoloživih sredstava u tzv. likvidna sredstva) i iz

⁴⁵ Finansijski menadžer mora veoma dobro poznavati unutrašnje(racunovodstvene, investicione, poslovne) i spoljne finansijske uslove(tržište novca i tržište kapitala).Odluke su mu vezane za neizvesnosti(rizik). Kod finansijskog menadžementa mora se redovno povećavati: prinos(profit), vreme(dugi,srednji, kratki rok)i rizik.

akumulacije i amortizacije. Potrebno je determinisati odnos između politike i finansiranja sopstvenim sredstvima i politike finansiranja tuđim sredstvima. Odnos između internih i eksternih finansijskih resursa od presudnog je značaja za stabilnost i vitalnost finansijske politike za politiku likvidnosti i za strategiju dugoročnog razvoja. Samofinansiranje predstavlja politiku jačanja sopstvene finansijske snage preduzeća na principu diversifikacije poslovne strukture dimenzioniranja programirane veličine preduzeća i njegove proizvodne snage. U načelu, tržište determiniše granicu samofinansiranja i utiče na rentabilnost poslovanja preduzeća sopstvenim sredstvima. Finansijska politika preduzeća mora voditi računa da ne povećava osetljivost preduzeća na kolebanja i na tržišne oscilacije, koje doprinose neefikasnoj alokaciji investicionih resursa. Finansijski marketing zato mora da planira razvoj samofinansiranja na principu tržišne regeneracije sopstvenih sredstava.

Finansijski marketing mora posebno da respektuje finansiranje tuđim sredstvima, naročito u uslovima visoke i rastuće inflacije i visoke i rastuće kamatne stope. Raspolaganje tuđim resursima limitirano je vremenom i uslovima dobijanja i vraćanja eksternih sredstava. Ti problem su povezani sa politikom likvidnosti korisnika tuđih sredstava, sa eventualnim negativnim implikacijama na tekuće poslovanje i kontinuitet proizvodnog procesa. Jer, nestabilni uslovi privređivanja, koji su i opterećeni visokom inflacijom indukuju opadajuću tendenciju dugoročnih izvora u pasivi. Time se postepeno degradira finansijska struktura, što sa rastućim kamatama povećava troškove finansiranja. Rastuće kamate i rastući troškovi finansiranja uvode problem postepenog skraćivanja rokova amortizacije sredstava uzetih iz dugoročnih izvora. U takvim uslovima preduzeće se izlaže sve većim rizicima cene kapitala, pogotovo u uslovima nedostatka trajnih obrtnih sredstava i permanentnog opadajućeg učešća privrede u ukupnoj novčanoj masi.⁴⁶ Kada se na to doda i preduzetnički rizik i rizik od smanjenih mogućnosti naplate potraživanja po osnovu realizacije robe i usluga na tržištu, onda se otvara problem neutralisanja rizika, problem "prebacivanja" rizika i problem pokrića rizika. Finansijski marketing u takvim okolnostima prima novi zadatak: da stvara rezervne fondove za pokriće rizika, da pretvara rizike u troškove poslovanja, da plaćanjem premija "prevodi" rizik na osiguravajuće institucije i da pretvara kratkoročne u dugoročne kredite sa očekivanim inflacionim topljenjem sadašnjih kamatnih troškova.

U uslovima sprovođenja politike skupog novca, finansijski marketing implicira usklađivanje nabavke i prodaje, usklađivanje priliva i odliva novčanih sredstava i usklađivanje robnih i finansijskih tokova.

Finansijski menadžment i marketing nastoje da se prikupljaju novčana sredstva u skladu sa planom potrebnih sredstava, koja se jednim delom transformišu u materijalna sredstva, dok se svojim drugim delom koriste za tekuća plaćanja. Finansijski marketing usmerava prikupljenja novčana sredstva finansijskim planiranjem i distribucijom sredstava s ciljem da se poveća obrt sredstava, proširi

⁴⁶ Howekss P. I Blain K.; Financial Market and Institution, Harlow; Longman 1990.

obim proizvodnje i diversifikuje plan prodaje. On, dakle, sledi sve aktivnosti koje su povezane sa kružnim tokom kretanja osnovnih i obrtnih sredstava.

Finansijski marketing sadrži pet instanci. U prvoj instanci aktivnost je skoncentrisana na problematici utvrđivanja kvantuma raspoloživih novčanih resursa i na planiranju novčanih sredstava, što u osnovi reflektuje finansiranje u užem smislu. Finansijski marketing preduzeća dinamizira finansijsku funkciju, dajući joj aktivnu i mobilizatorsku ulogu u procesu kreiranja i sprovođenja razvojne politike preduzeća. Akcenat se stavlja na finansijsko planiranje u okviru čije delatnosti se nalaze izgrađeni programi finansiranja i planovi osiguravanja sredstava po utvrđenoj dinamici u skladu sa kružnim kretanjem sredstava.

U drugoj instanci pribavljaju se novčana sredstva za standardno finansiranje preduzeća, odnosno za tekuće poslovanje. Radi se u osnovi o permanentnim problemima finansiranja, odnosno o brizi za novčana sredstva potrebna za obrtna sredstva. Od ovog segmenta ciklusa finansijske funkcije najviše zavisi odvijanje normalnog toka poslovanja i finansijski rezultat preduzeća. Ovaj tok traži uspostavljanje "čvrste" kontrole upravljanja zalihama kako bi se potrebna novčana sredstva kretala u tzv. zoni niske tražnje, pogotovo u uslovima visoke inflacije i visokih kamatnih stopa.

Treća instanca finansijskog marketinga je problem finansiranja, kao trajni zadatak finansijske funkcije preduzeća unutar koje finansijski marketing insistira na iznalaženju optimum potrebnih sredstava za tekuće poslovanje i na istraživanju racionalnih izvora sredstava za investicije. Zadatak finansijskog marketinga je da analizira:

- Izvore sredstava
- Tekuće obaveze
- Novčana sredstva
- Zalihe

U četirtoj instanci razrešava se karakterističan problem finansiranja zaliha gotovih proizvoda i kupaca, preko koga se uspostavlja koordinacija finansijske i komercijalne funkcije. Kamata je teški problem za finansijski marketing preduzeća, pošto racionalnu politiku nominalnih i realnih kamatnih stopa u hiperinflacionoj euforiji nije adekvatno rešio ni bankarski ni monetarno - kreditni sistem.

U petoj instanci karakteristična je problematika vraćanja pozajmljenih finansijskih resursa kako bi se očuvao potreban nivo likvidnosti i solventnosti. Finansijski plan treba da predvidi potencijalna sredstva za povraćaj dospelih finansijskih obaveza u vidu kredita, dok finansijska politika treba da sagleda racionalnost i opravdanost kratkoročnih kredita, konvertovanje kratkoročnih u dugoročne kredite i uslove kreditiranja sa fiksnim ili varijabilnim kamatnim stopama i sa fiksnim rokovima

dospeća. U uslovima inflacije od posebnog je značaja mogućnost sprečavanja formiranja dužničke dobiti i pretvaranja dohotka poverioca u dužničku dobit.

Marketing koncept finansijskog poslovanja preduzeća po pravilu “ ne trpi” preterano decentralizovani model upravljanja finansijama. Razloge vidimo u brojnim slabostima predimenzionirane decentralizacije koje se ispoljavaju kroz teritorijalizaciju novčanih tokova preduzeća, povećanje troškova platnog prometa, multiplikaciju žiro - računa, smanjivanje koeficijenta obrta novčanih sredstava, nekorišćenje efekata obima sredstava, povećanje troškova reprodukcije. Multinacionalne i transnacionalne kompanije u svetu napustile su decentralizovani model i okrenule su se povećanju centralizacije finansijske funkcije, čije se prednosti ogledaju kroz smanjenje troškova finansiranja, koncentraciju finansijskih sredstava, efikasniju politiku zaštite od finansijskog rizika, uspostavljanje kontrole nad alokacijom akumulacije, eliminisanje prelivanja profita. Centralizovano finansiranje preko moderne računarske tehnologije omogućava elektronsku komunikaciju između finansijskih centara i kontrolu nad finansijskim tokovima bez organizacione decentralizacije. Takav pristup finansijskom marketingu bio bi koristan i za nas, pogotovo ukoliko želimo da racionalno organizujemo finansijski inženjering i planiranje cash flow na “vrhu” preduzeća i banaka.⁴⁷

4.2. Definicije četiri kategorije finansijskih instrumenata

Finansijsko sredstvo ili finansijska obaveza po fer vrednosti kroz bilans uspeha je finansijsko sredstvo ili finansijska obaveza koja zadovoljava bilo koji od sledećih uslova:

1) klasifikovano je kao ono koje se drži radi trgovanja. Finansijsko sredstvo ili finansijska obaveza se klasifikuje kao ono koje se drži radi trgovanja ako je:

- stečeno ili nastalo prvenstveno radi prodaje ili ponovne kupovine u bliskoj budućnosti;
- pri početnom priznavanju deo portfelja identifikovanih finansijskih instrumenata kojima se zajedno upravlja ili za koje postoji dokaz o nedavno aktuelnom modelu kratkoročnog ostvarenja dobiti; ili
- derivat (osim derivat koji je naznačen i efektivan instrument zaštite).

2) posle početnog priznanja naznačen je od strane entiteta po fer vrednosti kroz bilans uspeha.

Investicije koje se drže do dospeća su nederivatna finansijska sredstva sa fiksnim ili odredivim isplatama i fiksnim dospećem koja entitet definitivno namerava i može da drži do dospeća, osim:

⁴⁷ Ristić Ž., Komazec S.; Menadžerske finansije; ABC Glas Beograd, 1992; strana 422.

- onih koje entitet nakon početnog priznavanja naznači po fer vrednosti kroz bilans uspeha;
- onih koje entitet naznači kao raspoložive za prodaju;
- onih koja zadovoljavaju definiciju zajmova i potraživanja.

Entitet ne klasifikuje neko finansijsko sredstvo kao ono koje se drži do dospeća ako je entitet, tokom tekuće finansijske godine ili tokom dve prethodne finansijske godine prodao ili reklasifikovao više od beznačajnog iznosa investicija koje se drže do dospeća pre njihovog dospeća, osim prodaja ili reklasifikacije koje:

- su toliko blizu dospeća ili datuma poziva na plaćanje finansijskog sredstva da promene tržišne kamatne stope ne bi imale značajan uticaj na fer vrednost finansijskog sredstva;
- se dešavaju pošto je entitet suštinski sakupio prvobitnu glavnica finansijskog sredstva kroz planski raspoređena plaćanja ili avanse; ili
- se mogu pripisivati izolovanom događaju koji je van kontrole entiteta, koji se ne ponavlja i koje entitet nije mogao sa sigurnošću predvideti.

Zajmovi (kredit) i potraživanja su nederivatna finansijska sredstva sa fiksnim ili odredivim isplatama koja nisu kotirana na aktivnom tržištu osim:

- sredstva koja entitet namerava da proda odmah ili u kratkom roku i koja bi onda bila klasifikovana kao sredstva koja se drže radi trgovanja i ona koja entitet posle početnog priznavanja naznači po fer vrednosti kroz bilans uspeha;
- ona koja entitet posle početnog priznavanja naznači kao raspoloživa za prodaju ili
- ona za koja imalac ne može u značajnoj meri povratiti svoju celokupnu početnu investiciju, osim ako to nije zbog pogoršanja kredita, ili koja će biti klasifikovana kao raspoloživa za prodaju.

Učešće stečeno u paketu sredstava koja nisu zajmovi (kredit) ili potraživanja (na primer učešće u zajedničkom fondu ili sličnim fondovima) nije zajam (kredit) ili potraživanje.

Finansijska sredstva raspoloživa za prodaju su nederivatna finansijska sredstva koja su naznačena kao raspoloživa za prodaju i nisu klasifikovana kao

- zajmovi (kredit) i potraživanja
- investicije koje se drže do dospeća
- finansijska sredstva naznačena po fer vrednosti kroz bilans uspeha

Definicije ugovora o finansijskoj garanciji

Ugovor o finansijskoj garanciji je ugovor kojim se od emitenta zahtevaju određene isplate kojima se nadoknađuje gubitak vlasnika nastao usled neizvršenja plaćanja određenog dužnika koje je dospelo u skladu sa prvobitnim ili izmenjenim uslovima dužničkog instrumenta.

Definicije koje se odnose na priznavanje i odmeravanje

Amortizovana vrednost finansijskog sredstva ili finansijske obaveze je iznos po kome se finansijsko sredstvo ili finansijska obaveza odmerava prilikom početnog priznavanja umanjen za isplate glavnice, uz dodavanje ili oduzimanje kumulirane amortizacije primenom metoda efektivne kamate za sve razlike između početnog iznosa i iznosa pri dospeću i uz oduzimanje svakog umanjenja po osnovu umanjenja vrednosti ili nenaplativosti.

Metod efektivne kamate je metod izračunavanja amortizovane vrednosti finansijskog sredstva ili finansijske obaveze i raspodele prihoda od kamate ili rashoda od kamate tokom relevantnog perioda.

Efektivna kamatna stopa je stopa koja tačno diskontuje očekivane buduće gotovinske isplate ili primanja tokom očekivanog roka trajanja finansijskog instrumenta ili gde je prikladno, tokom kraćeg perioda na neto knjigovodstvenu vrednost finansijskog sredstva ili finansijske obaveze. Kada izračunava efektivnu kamatnu stopu entitet treba da proceni tokove gotovine uzimajući u obzir sve ugovorne uslove finansijskog instrumenta, ali ne treba da razmatra buduće kreditne gubitke. Izračunavanje treba da uključi sve naknade i stavke plaćene ili primljene između ugovornih strana koje su sastavni deo efektivne kamatne stope, troškove transakcija i sve druge premije ili diskonte. Postoji pretpostavka da se tokovi gotovine i očekivano trajanje grupe sličnih finansijskih instrumenata mogu pouzdano proceniti. Međutim u onim retkim slučajevima kada nije moguće pouzdano proceniti tokove gotovine ili očekivano trajanje finansijskog instrumenta entitet treba da koristi ugovorne tokove gotovine tokom celog ugovornog perioda finansijskog instrumenta.

Prestanak priznavanja znači uklanjanje prethodno priznatog finansijskog sredstva ili finansijske obaveze iz izveštaja o finansijskoj poziciji entiteta.

Fer vrednost je iznos za koji se neko sredstvo može razmeniti ili obaveza izmiriti između obaveštenih, voljenih strana u okviru nezavisne transakcije.

Redovan način kupovine ili prodaje je kupovina ili prodaja finansijskog sredstva prema ugovoru čiji uslovi zahtevaju isporuku sredstva u okviru vremenskog ograničenja koje je opšte uspostavljeno propisima ili konvencijama na tržištu o kome je reč.

Troškovi transakcije su inkrementalni troškovi koji se mogu direktno pripisati sticanju, emitovanju ili otuđenju nekog finansijskog sredstva ili finansijske obaveze.

Inkrementalni trošak je onaj koji ne bi nastao da entitet nije stekao, emitovao ili otuđio finansijski instrument.

Definicije koje se odnose na računovodstvo zaštite

Utvrđena obaveza je obavezujući sporazum za razmenu određene količine resursa po određenoj ceni na određeni budući datum ili datume.

Predviđena transakcija je neizvršena, ali očekivana buduća transakcija.

Instrument zaštite je naznačeno derivatno (samo za zaštitu rizika od promene deviznih kurseva) naznačeno nederivatno finansijsko sredstvo ili nederivatna finansijska obaveza za čije se fer vrednosti ili tokove gotovine očekuje da kompenzuju promene fer vrednosti ili tokove gotovine naznačene stavke zaštite.

Stavka zaštite je sredstvo, obaveza, utvrđena obaveza, vrlo očekivana predviđena transakcija ili neto investicija u inostrano poslovanje koje:

- izlaže entitet riziku od promena fer vrednosti ili promena budućih tokova gotovine
- naznačena kao predmet zaštite

Efektivnost zaštite je stepen do koga se promene fer vrednosti ili tokova gotovine stavke zaštite koje se mogu pripisati riziku zaštite kompenzuju sa promenama fer vrednosti ili tokova gotovine instrumenata zaštite.

Ostale definicije

Sekuritizacija je proces kojim se finansijska sredstva pretvaraju u hartije od vrednosti.

Sporazum o reotkupu je sporazum kojim se neko finansijsko sredstvo prenosi na drugu stranu u zamenu za gotovinu ili drugu nadoknadu i istovremeno preuzima obaveza ponovnog sticanja tog finansijskog sredstva na neki budući datum za iznos koji je jednak gotovini ili drugoj nadoknadi koja je data u zamenu, uvećanom za kamatu.

Ugrađeni derivati

Ugrađeni derivat je komponenta hibridnog (kombinovanog) instrumenta sa takvim uticajem da neki tokovi gotovine kombinovanog instrumenta, koji pored ugrađenog derivata sadrži i nederivatni osnovni ugovor, variraju na sličan način kao što je to kod samostalnog derivata. Ugrađeni derivati uzrokuje da se neki ili svi tokovi gotovine, koje bi inače zahtevao ugovor, menjaju na osnovu određene kamatne stope, cene finansijskog instrumenta, cene robe, deviznog kursa, indeksa cene, kreditnog rejtinga ili neke druge varijable pod uslovom da se u slučaju nefinansijske varijable, ta varijabla nije specifična za neku ugovornu stranu. Derivat koji je povezan sa finansijskim instrumentom, ali se prema ugovoru može preneti nezavisno od tog instrumenta, ili ima različitu kontra stranu u odnosu na taj instrument, ne predstavlja ugrađeni derivat, već poseban finansijski instrument.

- Ugrađeni derivat treba da se odvoji od osnovnog ugovora i da se računovodstveno obuhvati kao derivate po ovom standardu ako su ispunjeni svi od navedenih uslova:
- ekonomske karakteristike i rizici ugrađenog derivata nisu blisko povezani sa ekonomskim karakteristikama i rizicima osnovnog ugovora;
- odvojeni instrument sa istim uslovima kao i ugrađeni derivat, zadovoljio bi definiciju derivata;
- hibridni (kombinovani) instrument ne odmerava po fer vrednosti sa promenama fer vrednosti koje se priznaju u bilansu uspeha.

Ako se ugrađeni derivat odvoji, osnovni ugovor se računovodstveno obuhvata po ovom standardu ako je on sam finansijski instrument, a u skladu sa drugim relevantnim standardima ako nije finansijski instrument. Ovaj standard se ne bavi time da li će ugrađeni derivat biti prezentovan kao posebna stavka u izveštaju o finansijskoj poziciji.

Priznanje i prestanak priznanja

Početno priznavanje

Preduzeće priznaje finansijsko sredstvo ili finansijsku obavezu u svom bilansu stanja kada i samo kada postane jedna od ugovornih odredbi instrumenta.

Prestanak priznavanja finansijskog sredstva

Preduzeće prestaje da priznaje finansijsko sredstvo ili deo finansijskog sredstva kada, i samo kada, preduzeće izgubi kontrolu nad ugovornim pravima koja čine to finansijsko sredstvo. Preduzeće gubi tu kontrolu ukoliko ostvari prava na koristi koje su navedene u ugovoru, ukoliko prava prestanu da važe ili ukoliko preduzeće ustupi ta prava.

Entitet treba da prestane da priznaje finansijsko sredstvo samo kada:

- Ugovorna prava na tokove gotovine od finansijskog sredstva prestanu da važe;

Entitet vrši prenos finansijskog sredstva samo kada, on ili:

- Prenosi ugovorna prava na primanje na tokove gotovine od finansijskog sredstva; ili
- Zadržava ugovorna prava na primanje tokova gotovine jednom ili više primalaca prema ugovoru koji zadovoljava uslove koji će biti izneti u sledecem paragrafu.

Kada entitet zadrži ugovorna prava da prima tokove gotovine od finansijskog sredstva, ali preuzima ugovornu obavezu za plaćanje tih tokova gotovine jednom ili više entiteta, entitet tretira tu transakciju kao prenos finansijskog sredstva samo ako su zadovoljena sledeća tri uslova.

Entitet nema obavezu da plaća iznose krajnjim primaocima osim ako ne sakupi ekvivalentne iznose od originalnog sredstva. Kratkoročni avansi, za koje entitet ima pravo na puni povraćaj pozajmljenog iznosa plus obračunata kamata po tržišnim stopama ne krše ovaj uslov.

Utvrđivanje da li je preduzeće izgubilo kontrolu nad finansijskim sredstvom zavisi kako od pozicije preduzeća, tako i od pozicije strane na koju je sredstvo preneto. Prema tome, ukoliko pozicija bilo kojeg od tih preduzeća ukazuje na to da je prenosilac zadržao kontrolu, prenosilac ne uklanja to sredstvo iz svog bilansa stanja.

Prema ugovoru o prenosu, entitetu je zabranjeno da prodaje ili zalaže originalno sredstvo osim kao obezbeđenje krajnjim primaocima za obavezu da im plaća tokove gotovine.

Entitet ima obavezu da doznači sve tokove gotovine koje sakupi u korist krajnjih primalaca bez većeg odlaganja. Pored toga, entitet nema ovlašćenja da reinvestira takve tokove gotovine, osim kada je reč o investicijama u gotovinu ili gotovinske ekvivalente tokom kratkog međuperioda od datuma sticanja gotovine do datuma zahtevane doznake krajnim primaocima, i kamata dobijena od takvih investicija se takođe prenosi na krajnje primaoce.

Kada entitet vrši prenos finansijskog sredstva, on treba da proceni stepen do kog je zadržao rizike i koristi od vlasništva nad finansijskim sredstvom. U ovom slučaju:

a) ako entitet u značajnom meri prenosi sve rizike i koristi od vlasništva nad finansijskim sredstvom, entitet treba da prestane da priznaje finansijsko sredstvo i da zasebno prizna kao sredstvo ili obaveze sva prava i obaveze stvorene ili zadržane prilikom prenosa.

b) ako entitet u značajnom meri zadrži sve rizike i koristi od vlasništva nad finansijskim sredstvom, entitet treba da nastavi da priznaje finansijsko sredstvo.

c) ako entitet niti izvrši prenos niti u značajnom meri zadrži sve rizike i koristi od vlasništva nad finansijskim sredstvom, entitet treba da odredi da li je zadržao kontrolu nad finansijskim sredstvom. U ovom slučaju:

ako entitet nije zadržao kontrolu, on treba da prestane da priznaje finansijsko sredstvo i da zasebno prizna kao sredstva i obaveze sva prava i obaveze koje su stvorene ili zadržane prilikom prenosa.

Ako je entitet zadržao kontrolu, on treba da nastavi da priznaje finansijsko sredstvo po stepenu svog stalnog učešća u finansijskom sredstvu.

Prilikom prestanka priznanja, razlika između iskazanog iznosa sredstva koje je preneto na drugu stranu i zbira sredstava koja su primljena ili se imaju primiti i svih prethodnih korekcija u cilju izražavanja poštene vrednosti tog sredstva koje je bilo iskazano u sopstvenom kapitalu, uključuje se u neto dobitak ili gubitak perioda.

Prestanak priznanja dela finansijskog sredstva

Ukoliko preduzeće prenese deo finansijskog sredstva drugim licima, a deo zadrži za sebe, iskazani iznos finansijskog sredstva se raspodeljuje između zadržanog dela i prodatog dela na osnovu njihovih relevantnih poštenih vrednosti na datum prodaje.

⁴⁸Dobitak ili gubitak se priznaje na osnovu priliva od prodatog dela. U retkim slučajevima kada poštena vrednost dela sredstva koji je zadržan ne može pouzdano da se izmeri, onda se iznos tog sredstva iskazuje u iznosu koji je jednak nuli. Celokupan iskazani iznos tog finansijskog sredstva se pripisuje prodatom delu, a dobitak ili gubitak se prikazuju kao razlika između priliva ili prethodno iskazanog iznosa finansijskog sredstva uvećana ili umanjena za sve prethodne korekcije koje su bile iskazane u sopstvenom kapitalu u cilju izražavanja poštene vrednosti tog sredstva.

Prestanak priznavanja sredstva uz istovremeno priznavanje novog finansijskog sredstva ili obaveze

Ukoliko preduzeće prenese kontrolu nad celokupnim finansijskim sredstvom, ali pri tom stvori novo finansijsko sredstvo ili preuzme novu finansijsku obavezu, preduzeće priznaje novo finansijsko sredstvo ili finansijsku obavezu po poštenoj vrednosti i priznaje dobitak ili gubitak iz transakcije na osnovu razlike između:

a) priliva

b) iskazanog iznosa prodatog finansijskog sredstva uvećanog za poštenu vrednost bilo koje nove preuzete finansijske obaveze i umanjenog za poštenu vrednost bilo kojeg stečenog finansijskog sredstva i uvećanog ili umanjenog za bilo koju korekciju koja je bila prethodno iskazana u sopstvenom kapitalu u cilju izražavanja poštene vrednosti tog sredstva.

Prestanak priznanja finansijske obaveze

Preduzeće uklanja finansijsku obavezu iz svog bilansa stanja kada, i jedino kada, je ta obaveza ugašena, odnosno kada je obaveza koja je navedena u ugovoru ispunjena, otkazana ili istekla.

Početno merenje finansijskih sredstava i finansijskih obaveza

Prilikom početnog priznavanja, preduzeće meri finansijsko sredstvo ili finansijsku obavezu po njegovoj ili njenoj nabavnoj vrednosti koja predstavlja poštenu vrednost nadoknade koja je data ili primljena za njega ili nju. Transakcioni troškovi su uključeni u početno merenje svih finansijskih sredstava ili obaveza.

Posle početnog priznavanja, preduzeće meri finansijska sredstva, uključujući i derivate koji su sredstva, po njihovim poštenim vrednostima, bez bilo kakvog

⁴⁸ Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja; Beograd 2004; strana 524.

umanjivanja za transakcione troškove koje može načiniti prilikom prodaje ili drugog otuđenja, izuzev za sledeće kategorije:

- a) Zajmovi i potraživanja koji su potekli od strane preduzeća i koji se ne drže radi trgovanja
- b) Ulaganja koja se drže do dospeća
- c) Bilo koje finansijsko sredstvo koje nema kotiranu tržišnu cenu na aktivnom tržištu i čija se poštena vrednost ne može pouzdano izmeriti.

Nakon početnog priznavanja, preduzeće meri sve finansijske obaveze po amortizovanoj vrednosti, osim obaveza koje drže radi trgovanja i derivate koji predstavljaju obaveze. Nakon početnog priznavanja, preduzeće meri obaveze koje se drže radi trgovanja i derivate koji predstavljaju obaveze po poštenoj vrednosti, izuzev derivatne finansijske obaveze koja je povezana sa i koja se mora izmiriti izvršenjem nekotiranog instrumenta kapitala čija poštena vrednost ne može da se pouzdano izmeri, koja se meri po nabavnoj vrednosti.

Preduzeće nema pozitivnu nameru da drži do dospeća ulaganje u finansijsko sredstvo sa fiksnim rokom dospeća ukoliko je bilo koji od sledećih uslova ispunjen:

- a) preduzeće ima nameru da drži finansijsko sredstvo samo u neodređenom roku;
- b) preduzeće je spremno da proda finansijsko sredstvo kao odgovor na promene u tržišnim kamatnim stopama ili rizicima, potrebama za likvidnošću, promene u raspoloživosti i prinosu od alternativnih ulaganja, promene u izvorima i uslovima finansiranja ili promene rizika strane valute;
- c) emitent ima pravo da izmiri finansijsko sredstvo u iznosu koji je značajno ispod njegove amortizovane vrednosti.

Ukoliko, usled promene namere ili sposobnosti, više nije svrsishodno da se ulaganje koje se drži do dospeća iskazuje po amortizovanoj vrednosti, ono se ponovo meri po poštenoj vrednosti.

Poštena vrednost finansijskog instrumenta može pouzdano da se meri ukoliko:

- a) promenljivost raspona razumnih procena poštene vrednosti nije značajna za taj instrument
- b) ukoliko se verovatnoće različitih procena u tom rasponu mogu razumno proceniti i iskoristiti u procenjivanju poštene vrednosti. Preduzeće će često biti u stanju da izvrši procenu poštene vrednosti finansijskog instrumenta koja je dovoljno pouzdana za korišćenje u finansijskim izveštajima. Ponekad je promenljivost raspona razumnih procena poštene vrednosti toliko velika, a verovatnoća različitih ishoda je toliko teško proceniti, da se negira korisnost bilo koje procene poštene vrednosti.

V Osnove procenjivanja cena obveznica

Vrednost obveznice se može iskazati direktno ili u novčanom iznosu ili preko stope otplate koja je zagarantovana na osnovu predvidivih promena u budućnosti i pod uticajem određenih događaja.

Pošto se kamata i glavnica otplaćuju više meseci ili godina u budućnosti, cena koju je investitor spreman da plati za pravo na ove isplate zavisi od vrednosti novca koji će primiti u budućnosti u poređenju sa novcem koji poseduje danas.⁴⁹

Izračunavanje vrednosti obveznice predstavlja diskontovanje budućih gotovinskih tokova kupona plus diskontovanje buduće nominalne vrednosti obveznice po dospeću. Ovo izračunavanje sadašnje vrednosti (present value PV) zasniva se na pretpostavci reinvestiranja svake isplaćene sume.

Sadašnja vrednost obveznice je novčani iznos koji se izračunava diskontovanjem očekivanih budućih prinosa iz očekivanog gotovinskog toka obveznice. Tokovi gotovine obveznice predstavljaju periodične kamatne isplate njenom držaocu, kao i isplatu glavnice po dospeću obveznice. Iznos godišnje kamate, po jedinici nominalne vrednosti obveznice, zavisi od broja ukamaćivanja u jednoj godini, odnosno termina dospeća kamate za isplatu.

Vrednost obveznica se dobija kao zbir sadašnje vrednosti kamata koje će se isplaćivati kupcu do roka dospeća obveznice i sadašnje vrednosti glavnice koja će se isplatiti po isteku perioda na koji je obveznica emitovana. Za određivanje cene obveznice tržišna kamatna stopa je zahtevana stopa prinosa.⁵⁰

Postoje dva osnovna tipa vrednosti obveznice. Svaka obveznica ima svoju nominalnu vrednost koja je uvek jednaka njenoj knjigovodstvenoj vrednosti po kojoj se obveznice evidentiraju u knjigovodstvu preduzeća emitenta. Praktično, nominalna vrednost predstavlja glavicu duga, odnosno vrednost koja će biti isplaćena vlasnicima obveznica na dan njihovog dospeća. Cena obveznica u sekundarnom prometu, po pravilu, nije jednaka njenoj nominalnoj vrednosti. Na bazi nominalne vrednosti se izračunava tržišna cena, koja se iskazuje u procentu (%) od njene nominalne vrednosti. Tržišna vrednost može biti niža, jednaka ili viša od nominalne vrednosti obveznice. Projekcija tržišne vrednosti obveznice predstavlja definisanje sadašnje vrednosti budućih prinosa obveznice. Projekcija sadašnje vrednosti se vrši putem diskontovanja budućih prihoda. Tačno definisanje tržišnih vrednosti obveznice zavisi od toga o kojoj se obveznici radi i kakav je način plaćanja kamata prema vlasniku obveznice. Postoje i drugi bitni faktori kao što su kriza ili prosperitet u kojima se obveznice i akcije različito ponašaju. Nominalna vrednost obveznice je naznačena na samoj obveznici i koja će se isplatiti o njenom roku dospeća. Ona je istovremeno i

⁴⁹ Bodie Z., Kane A., Marcus J. A.; Osnovi investicija; Beograd 2009; str. 284

⁵⁰ Jeremić Z.; Finansijska tržišta i finansijski posrednici, Beograd 2011; str 59

knjigovodstvena vrednost i po njoj se obveznica evidentira u knjigovodstvu preduzeća emitenta. Ukoliko vlasnik obveznice želi da je proda na sekundarnom tržištu i tako pre roka dospeća dođe do novčanih sredstava, tržišna vrednost obveznice će prevashodno zavisiti od odnosa nominalne kamatne stope i kamatnih stopa na tržištu u momentu prodaje te obveznice. Tržišna vrednost izdate obveznice može biti veća ili manja manja od nominalne vrednosti u zavisnosti od sledećih uslova:

Tržišna vrednost obveznice i visina kamatnih stopa na tržištu	
Ako je nominalna kamatna stopa obveznice	Tržišna vrednost obveznice će biti:
1. jednaka preovlađujućoj kamatnoj stopi na tržištu	jednaka nominalnoj
2. manja od kamatne stope na tržištu (kamatne stope na tržištu su porasle)	manja od nominalne (prodaja uz diskont)
3. veća od kamatna stopa na tržištu (tržišne kamatne stope su manje u odnosu na nominalnu)	veća od nominalne (prodaja uz premiju)

Izvor: Finansijska tržišta i finansijski posrednici, strana 61.

Nominalna bezrizična kamatna stopa jednaka je zbiru realne bezrizične stope prinosa i premije u odnosu na realnu stopu koja predstavlja nadoknadu za očekivanu inflaciju. Pored toga, pošto većina obveznica nije bezrizična, diskontna stopa sadrži i dodatnu premiju koja odražava karakteristike koje su specifične za datu obveznicu, kao to su rizik neizmirenja obaveza, likvidnost, poreska obeležja, rizik opoziva i tako dalje.

Da bi se investitor opredelio za investiranje/dezinvestiranje u obveznice mora da poznaje sadašnju vrednost očekivanog novčanog toka (cash flow) iz obveznice. Sadašnja vrednost očekivanog novčanog toka iz obveznice investitor upoređuje sa tržišnom cenom i na taj način određuje opravdanost investiranja/dezinvestiranja. Osnovni rizik investiranja u obveznice usled divergentnih kretanja cena i kamata i nesigurnosti procene budućeg kretanja cena i kamata i nesigurnosti procene budućeg kretanja kamata na tržištu.⁵¹

Da bismo odredili cenu hartije do vrednosti, diskontovaćemo njene očekivane novčane tokove pomoću odgovarajuće diskontne stope. Novčani tokovi obveznice

⁵¹ Dr Živković A. I DR Ristić Ž., „Finansijske institucije i tržišta“, Viša poslovna škola Beograd, 1995, strana 19.

sastoje se od kuponskih isplata do datuma dospeća i konačne isplate nominalne vrednosti, što znači da je:

$$\text{Vrednost obveznice} = \text{Sadašnja vrednost kuponskih isplata} + \text{sadašnja vrednost nominalne vrednosti}$$

Ako datum dospeća označimo sa T , a diskontnu stopu sa r , vrednost obvezice se može zapisati na sledeći način:

$$\text{Vrednost obveznice} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{kupon}}{(1+r)^t} + \frac{\text{nominalna vrednost}}{(1+r)^T}$$

Znak sume ($\sum$) govori nam da sabiramo sadašnju vrednost svake kuponske isplate; svaka kuponska isplata se diskontuje na osnovu vremena koje treba da prođe pre nego što bude izvršena. Prvi član na desnoj strani izraza predstavlja sadašnju vrednost anuiteta, dok drugi član predstavlja sadašnju vrednost jednog iznosa a to je poslednja isplata nominalne vrednosti obveznice.

$$V = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

gde je:

V = vrednost obveznice;

r = kamatna stopa;

C = kupon;

n = broj kupona;

M = nominalna vrednost obveznice po dospeću

Tržišna cena beskuponske obvezice:

$$P = \frac{NV}{(1+r)^n}$$

Pošto se obveznice bez kupona isplaćuju jednokratno, one se moraju ponuditi po ceni koja je niža od nominalne, odnosno one se prodaju uz diskont. Na ovaj način se rešavaju dve stvari: rešava se način plaćanja kamate i povećava njihova atraktivnost.

5.1.Tržišna cena obveznice sa kuponom

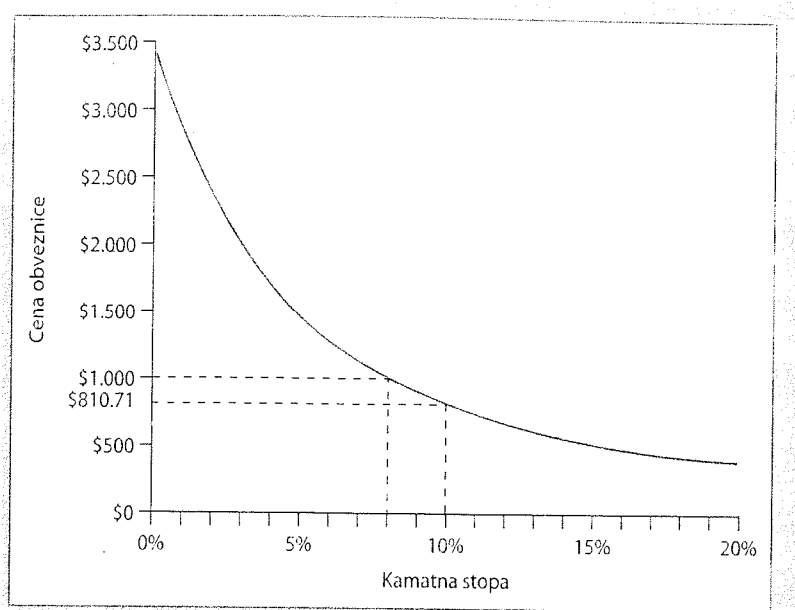
Sadašnja vrednost obveznice sa kuponima koje se mnogo češće emituju, dobija se diskontovanjem budućih periodičnih primanja po osnovu kamata i glavnice na dan dospeća:

$$P = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C+NV}{(1+r)^n}$$

Karakteristike obveznica sa kuponom jesu da vlasnicima donose periodičnu isplatu kamate (po dostavljanju kupona emitentu) i glavnice na dan dospeća obveznice.

Pri višoj kamatnoj stopi, sadašnja vrednost isplata koje će primiti vlasnik obveznice je manja. Dakle, cena obveznica pada s porastom tržišnih kamatnih stopa, što je ključno pravilo kod vrednovanja obveznica. Kada kamatne stope rastu, cene obveznica moraju pasti, zato što se sadašnja vrednost budućih isplata na ime obveznice dobija diskontovanjem po višoj kamatnoj stopi.⁵²

Slika1.1.Negativna korelacija cena i prinosa obveznice. Cena 8 – postotne kuponske obveznice sa rokom dospeća od 30 godina, koja donosi polugodišnje kuponske isplate



Izvor: Osnovi investicija, Zvi Bodie/ Alex Kane / Alan J. Marcus, Data Status, Beograd 2009, strana 286

Na slici su prikazane različite cene obveznica sa rokom dospeća od 30 godina i kuponskom stopom od 8 % za različite kamatne stope, koje uključuju 8 % kada se

⁵² Ivanišević M. , Krasulja D, Poslovne finansije, Beograd 2000, strana 368.

obveznica prodaje po nominalnoj vrednosti i 10 % kada se prodaje za 810, 71 dolara. Opadajuća kriva ilustruje negativnu korelaciju cene i prinosa. Može se zaključiti da oblik krive ukazuje na to da povećanje kamatne stope rezultuje smanjenjem cene manjim od rasta cene koji proizilazi iz smanjenja kamatne stope za isti iznos. Ovo obeležje cene obveznice naziva se konveksnost zbog konveksnog oblika krive koja prikazuje cene obveznice. Ta kriva odražava činjenicu da postupni rast kamatnih stopa rezultuje postupno manjim smanjenjem cene obveznica. Cenovna kriva postaje sve ravnija kako kamatna stopa raste.

Korporativne obveznice se obično izdaju po nominalnoj vrednosti. To znači da pokrovitelji emisije obveznica (firme koje plasiraju obveznice na tržište u ime korporacije emitenta) moraju odabrati kuponsku stopu koja je vrlo blizu tržišnim prinosima. U primarnoj emisiji obveznica, pokrovitelji teže da novoizdate obveznice prodaju direktno svojim kupcima. Ako kuponska stopa nije odgovarajuća, investitori neće biti spremni da kupe obveznice po nominalnoj vrednosti.

Nakon što se obveznice izdaju, vlasnici obveznica mogu njima trgovati na sekundarnom tržištima, kao što su tržište kojim upravlja NYSE ili vanberzansko tržište (OTC), gde se trguje većinom obveznica. Na ovim sekundarnim tržištima cene obveznica se kreću u skladu sa tržišnim prilikama. Cene obveznica se kreću inverzno u odnosu na tržišnu kamatnu stopu. Inverzna relacija između cene i prinosa ključno je obeležje hartija od vrednosti sa fiksnim prihodom. Promene kamatnih stopa predstavljaju glavni izvor rizika na tržištu obveznica.

Cena obveznice na tržištu može biti:⁵³

- Jednaka nominalnoj vrednosti (kada je tržišna kamatna stopa jednaka nominalnoj)
- Uz diskont (kada kamatne stope na tržištu za finansijski instrument istog stepena rizika porastu, pa se obveznica prodaje uz diskont da bi kupac kroz kapitalnu dobit kompenzirao manju kuponsku stopu od one na tržištu).
- Uz premiju (kada je kuponska stopa viša od tržišne kamatne stope, pa vlasnik obveznice ostvaruje premiju, jer je kuponska stopa viša od tržišne).

Vrednovanje obveznica u Excelu

Excel i većina ostalih programa za tabelarne proračune imaju funkcije za izračunavanje cena i prinosa obveznica. Obično se od korisnika traži da unese datum kupovine obveznice (settlement date) i datum dospeća obveznice.

Excelova funkcija za cenu obveznice jeste:

⁵³ Jeremić Z., Finansijska tržišta i finansijski posrednici, Beograd 2011; str 66

PRICE (datum kupovine, datum dospeća, godišnja kuponska stopa, prinos do dospeća, otkupna vrednost kao procenat nominalne vrednosti, broj kuponskih isplata godišnje)

- Ako isplata ili dospeće nije ispravan datum, PRICE vraća vrednost pogreške #VALUE!.
- Ako je prinos < 0 ili ako je stopa < 0, PRICE vraća vrednost pogreške #NUM!.
- Ako je otkup ≤ 0, PRICE vraća vrednost pogreške #NUM!.
- Ako je učestalost broj koji nije 1, 2 ili 4, PRICE vraća vrednost pogreške #NUM!.
- Ako je temelj < 0 ili ako je temelj > 4, PRICE vraća vrednost pogreške #NUM!.
- Ako je isplata ≥ dospeće, PRICE vraća vrednost pogreške #NUM!.
- PRICE se izračunava na sledeći način:

$$PRICE = \left[\frac{redemption}{\left(1 + \frac{yld}{frequency}\right)^{\left(N-1 + \frac{DSC}{E}\right)}} \right] + \left[\sum_{k=1}^N \frac{100 \times \frac{rate}{frequency}}{\left(1 + \frac{yld}{frequency}\right)^{\left(k-1 + \frac{DSC}{E}\right)}} \right] - \left(100 \times \frac{rate}{frequency} \times \frac{A}{E} \right)$$

gde je:

- DSC = broj dana od plaćanja do sledećeg kuponskog datuma.
- E = broj dana u kuponskom razdoblju koje sadrži datum plaćanja.
- N = broj kupona plativih između datuma plaćanja i datuma otkupa.
- A = broj dana od početka kuponskog razdoblja do datuma plaćanja.

5.2. Prinosi obveznica

Svako ko želi da svoj kapital uloži u obveznice, analizira njihov prinos i rizik u vezi sa njima. Cilj svakog investitora jeste da maksimizira prinos. Prinos je motivaciona sila u procesu ulaganja, on je nagrada za preduzeto investiranje.

Važno je napraviti razliku između ostvarenog i očekivanog prinosa.⁵⁴ Ostvareni prinos je prinos koji jeste ili je mogao biti ostvaren. Ima značajnu ulogu u proceni budućih prinosa. Očekivani prinos je procenjeni prinos od neke investicije, koji će kako investitori očekuju ostvariti u nekom budućem periodu. Pošto je prinos očekivan podložen je neizvesnosti i može se, ali ne mora, realizovati. Ako se ne realizuje ostvareni prinos će biti različit od očekivanog prinosa. Prinos od obveznice sastoji se

⁵⁴ www.bonds-online.com

iz dva elementa: prihod u vidu kamate i kapitalne dobiti. Kamata je osnovni element prinosa. Predstavlja periodični priliv novca od ulaganja. Kapitalna dobit ili kapitalni gubitak, odnosi se na povećanje ili smanjenje cene obveznice. Investitor koji kupi obveznicu po nominalnoj vrednosti i drži je do roka dospeća, imaće stalan prihod u vidu kamate. Ukoliko obveznicu kupi po nižoj ceni i drži je neko vreme, a zatim proda po višoj ceni, obveznica će mu obezbediti i prihod i kapitalnu dobit. Investitor može ostvariti i kapitalni gubitak, ukoliko bude prinuđen da obveznicu proda po nižoj ceni od one koju je za nju platio. Nominalni prinos ili kuponski prinos obveznice je prinos koji obezbeđuje po osnovu njenog posedovanja u skladu sa iznosom kuponske stope. Nominalni prinos se ne menja tokom životnog veka obveznice i kao takav, nakon emitovanja nije osetljiv na tržišne faktore. Zbog toga, za investitore prilikom analize prinosa, dominantan značaj ima stvarni prinos.

Konvencionalne mere prinosa:

- ❖ Tekući prinos (current yield)
- ❖ Prinos do dospeća (yield to maturity)
- ❖ Prinos do opoziva (yield to call)

5.2.1. Tekući prinos (current yield)

Tekući prinos pokazuje odnos godišnjih isplata investitoru u odnosu na tekuću tržišnu cenu obveznice, odnosno pokazuje korisnost za investitora koji zahteva sigurne novčane prinose tokom svake godine.⁵⁵

Tekući prinos jednak je količniku godišnje isplate po kuponima i tekuće tržišne cene⁵⁶

$$\text{Tekući prinos} = \frac{\text{godišnja isplata po kuponima}}{\text{tekuća tržišna cena}}$$

Na primjer, ako obveznica po ceni od 95,75 dolara i ima godišnji kupon od 5,10 dolara, tekući prinos obveznice je 5,33%. Ako obveznica je 10-godišnja obveznica s devet godina, a vi ostali samo su planirali da ga drže za jednu godinu, te će primati 5,10 dolara, ali vaš stvarni povratak će ovisiti o cijeni obveznice kada ga prodao. Ako u tom razdoblju, kamatne stope porasle i cene svoje obveznice pala je na 87,34 dolara, vaš stvarni povratak za razdoblje će biti -3,5% (- 3,31 dolara / 95,75 dolara), jer iako ste stekli 5,10 dolara u dividendama, vaš kapitalni gubitak bio 8,41 dolara.

Stopa prinosa za jedan period, odnosno stopa prinosa za period držanja obveznice u posedu predstavlja odnos zbira cenovnog dobitka ili gubitka u periodu držanja

⁵⁵ Brzaković T., Tržište kapitala, teorija i praksa, Beograd 2007, str 152

⁵⁶ <http://www.investopedia.com/terms/c/currentyield.asp#ixzz2LFcvrk8t>

obveznice i kuponske kamate ako je ima podeljeno sa nabavnom cenom na početku perioda posedovanja.

$$\text{Stopa prinosa} = \frac{\text{cenovni dobitak (gubitak) u periodu držanja obveznice} + \text{kuponska kamata}}{\text{nabavna cena na početku perioda posedovanja}}$$

Ova stopa se mora izračunavati za svaki različit period držanja obveznice. Negativna vrednost stope se dobija kada pad cene obveznice prevaziđe kuponska plaćanja tokom perioda posedovanja.

Tekući prinos je najjednostavnija mera prinosa.

$$CY = \frac{C}{P_c} * 100, \text{ gde je:}$$

CY- tekući prinos od obveznice (%)

C- kuponska stopa % (godišnja isplata kupona za obveznicu)

P_c - čista cena, tj. cena koja ne uključuje akumuliranu kamatu, tekuća tržišna cena obveznice

S obzirom da tekući prinos služi kao mera tekuće zarade iz obveznice kao procenat njene cene, ovo je veoma važno za investitore koji žele tekuća gotovinska sredstva u svojim investicionim portfeljima. Primer ovakvog investitora bila bi osoba koja je penzionisana i živi od svog investicionog prihoda. Tekući prihod ima malu upotrebu kod investitora koji su fokusirani na celokupni povrat zato što se na ovaj način isključuje značajna kapitalna dobit ili komponenta gubitka.

Osobine tekućeg prinosa kao konvencionalne mere prinosa obveznice.⁵⁷

- Gruba mera cene hartija od vrednosti
- Uvažava jedino kuponsku stopu i nijedan drugi izvor priliva koji će uticati na investitorov prinos
- Ne uzima se u obzir kapitalna dobit koju će investitor ostvariti ukoliko kupi diskontnu obveznicu i zadrži je do roka dospeća, niti kapitalni gubitak ukoliko kupi premijsku obveznicu i zadrži je do datuma dospeća
- Vremenska vrednost novca se takođe ignoriše
- Ukoliko je period dospeća obveznice dug, a varijabilnost cene neznatna, tekući prinos postaje relativno pouzdana mera prinosa obveznice, obzirom da su u tom slučaju efekti kapitalnih dobitaka (gubitaka) mali
- Rast tekućeg prinosa uvek ukazuje na rast prinosa do dospeća
- Tekući prinos je preciznija mera ukoliko je cena obveznice približna nominalnoj vrednosti i ukoliko je duži rok dospeća, važi i suprotno

⁵⁷ <http://www.scribd.com/doc/86883649/Print-a-Ti>

Tekući prinos $>$ nominalnog, ako je cena obveznice $<$ nominalne vrednosti, tj. ako je obveznica kupljena uz diskont.

Tekući prinos $<$ kuponskog, ako je cena obveznice $>$ nominalne vrednosti, tj. ako je obveznica kupljena sa premijom.

5.2.2. Prinos do dospeća (yield to maturity)

Investitor koji kupi obveznicu i drži je do dospeća može se nadati da će ostvariti prinos koji se zove očekivani prinos do dospeća. Pretpostavljeni godišnji ukupan prinos će se desiti ukoliko se ostvare osnovne pretpostavke:

- Da emitent obveznice ne zapadne u nelikvidnost ili bankrotstvo
- Da se obveznica ne proda pre dospeća, odnosno pre isplate glavnice
- Da investitor sve isplaćene kamate po kuponima reinvestira odmah nakon isplate najmanje po stopi očekivanog prinosa.

Iako mnoge obveznice ne donose svoje očekivane stope prinosa do dospeća, ovaj pokazatelj omogućava komparaciju različitih obveznica (na primer, omogućava da investitori uporede obveznice koje dospevaju za 5 godina, a obveznice koje dospevaju za 10 godina, da bi utvrdili koja im može doneti veći prinos) i može se naći svakodnevno u mnogim finansijskim časopisima.

Prinos do dospeća (yield to maturity) definiše se kao diskontna stopa koja sadašnje vrednosti budućih isplata obveznice izjednačava sa njenom cenom.

Ta stopa se često i tumači kao mera prosečne stope prinosa koji će se ostvariti ako se obveznica kupi sada i zadrži do dospeća. Da bismo izračunali prinos do dospeća, treba da rešimo jednačinu za vrednovanje obveznica po kamatnoj stopi a za datu cenu obveznice. Prinos do dospeća je interna stopa prinosa na investiciju u obveznicu. Prinos do dospeća može se protumačiti kao složena stopa prinosa tokom životnog veka obveznice pod pretpostavkom da se svi kuponi mogu reinvestirati po kamatnoj stopi koja je jednaka tom prinosu do dospeća. Prinos do dospeća je stoga široko prihvaćena aproksimacija prosečnog prinosa.

Postoje različite mogućnosti izračunavanja prinosa do dospeća kao i različita tehnička pomagala koja se koriste. Osnovne su mogućnosti izračunavanja:

1) Metodom interne stope

Teško je izračunati prinos do dospeća bez finansijskog kalkulatora ili proračunske tabele. Međutim, koristeći ta pomagala lako dobijamo prinos do dospeća. Finansijski kalkulatori imaju programirane formule za sadašnju i buduću vrednost. Osnovni

finansijski kalkulator koristi pet tastera koji odgovaraju ulaznim podacima za zadatke vezane za proračun vremenske vrednosti novca kao što je vrednovanje obveznice.⁵⁸

n- broj vremenskih perioda.

Kada je reč o obveznicama, n predstavlja broj perioda do dospeća obveznice. Ako obveznica isplaćuje polugodišnje kupone, n predstavlja broj polugodišnjih perioda. Na primer, ako ima 10 godina do dospeća obveznice, n će biti 20, pošto se kupon isplaćuje dva puta godišnje.

i- kamatna stopa po periodu izražena u procentima. Na primer, ako je kamatna stopa 6%, unesite 6 a ne 0,06.

PV – sadašnja vrednost (present value). Mnogi kalkulatori zahtevaju da se PV unese kao negativan broj, s obzirom na činjenicu da kupovina obveznice predstavlja gotovinski odliv, dok prijem kuponskih isplata i nominalna vrednost predstavlja gotovinski priliv.

FV- buduća vrednost ili nominalna vrednost obveznice, tumači se kao jednokratna buduća isplata, a kod obveznica tu je nominalna vrednost.

PMT- iznos isplate koja se ponavlja. Kod kuponskih obveznica, PMT je kuponska isplata, a kod beskuponskih obveznica PMT je nula.

Kada se unesu bilo koja četiri od ovih pet podataka finansijski kalkulator će odrediti peti.

Excel takođe ima funkciju za prinos do dospeća . To je YIELD (datum kupovine, datum dospeća, godišnja kuponska stopa, cena obveznice, otkupna vrednost kao procenat nominalne vrednosti, broj kuponskih isplata u godini).

Cena obveznice koja se koristi u funkciji treba da bude neto cena, bez akumulirane kamate.

Prinos do dospeća beskuponske obveznice se izračunava:

$$Y = \left[\frac{FV}{P} \right]^{1/n} - 1$$

P - cena (u novčanim jedinicama)

FV - nominalna vrednost

N - broj perioda (broj godina *2)

Definicija prinosa do dospeća:

⁵⁸ Bodie Z.,Kane A.,Marcus J. A.;Osnovi investicija; Beograd 2009;str.289

$$P = \frac{C}{1+y} + \frac{C}{(1+y)^2} + \frac{C}{(1+y)^3} + \dots + \frac{C}{(1+y)^n} + \frac{Fv}{(1+y)^n}$$

Ili u skraćenoj formuli

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{Fv}{(1+y)^n}$$

Prinos do dospeća predstavlja prosek tržišnih kamatnih stopa kojima se diskontuju kamatna plaćanja dobijena u različitim periodima. To je drugim rečima prosek stopa prinosa r_1 , r_2 , itd, po periodima koje vlasnik obveznice ostvaruje. Za razliku od stopa prinosa koje se menjaju od perioda do perioda, prinos dospeća je konstantan.

Dve obveznice koje imaju isti rok dospeća i istu nominalnu vrednost ne moraju da imaju i isti prinos do dospeća, što najčešće i nije slučaj. One će imati isti prinos do dospeća samo u slučaju ako im je godišnje kamate (novčani tokovi) podudaraju.

Pojednostavljeni prinos do dospeća:

- Primenjuje se na japanskom tržištu
- Pokušava da uzme u obzir uticaj dospeća na vrednost obveznice sa aspekta investitora

- Izračunava se na sledeći način:

$$Sy = \frac{C + \frac{100 - Pc}{My}}{Pc} * 100$$

Gde su:

Sy - pojednostavljeni prinos do dospeća

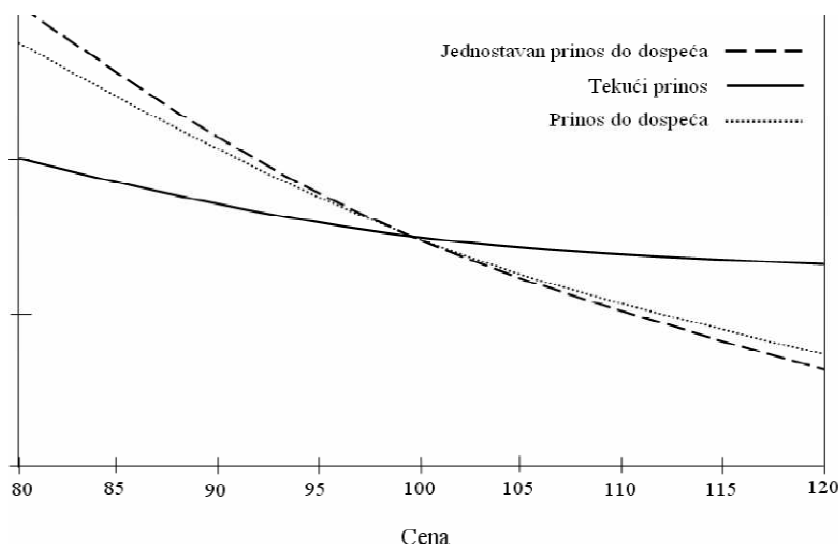
C - kuponska stopa

My - broj godina do dospeća

Pc - čista cena

Ključni nedostatak - ne uključuje složenu kamatu odnosno prinos do investiranja.

Ponašanje prinosa do dospeća, tekućeg prinosa i jednostavnog prinosa do dospeća u zavisnosti od promene cene:



Izvor : Paul Fage, op.cit. str 27

Prinos do dospeća, tekući prinos i jednostavni prinos do dospeća imaju jednaku vrednost samo u slučaju obveznice koja se prodaje po nominalnoj vrednosti.

U slučaju premijske obveznice važi relacija:

Tekući prinos > Prinos do dospeća > Jednostavni prinos do dospeća

Ukoliko se obveznice prodaje uz diskont, važi relacija:

Tekući prinos < Prinos do dospeća < jednostavni prinos do dospeća

5.2.3. Prinos do opoziva (yield to call)

Prinos do opoziva predstavlja kamatnu stopu koja izjednačava sadašnju vrednost novčanih tokova sa cenom obveznice, ukoliko investitor poseduje obveznicu do prvog dana mogućeg opoziva. Prinos do opoziva je modificirani oblik prinosa do dospeća za obveznice kod kojih postoji verovatnoća da će se opozvati pre roka njihovog dospeća.⁵⁹

Matematička definicija prinosa do opoziva je sledeća:

$$P = \frac{C}{1+y} + \frac{C}{(1+y)^2} + \frac{C}{(1+y)^3} + \dots + \frac{C}{(1+y)^n} + \frac{Fv}{(1+y)^n}$$

$$\text{Ili } P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{Fv}{(1+y)^n}$$

gde su:

⁵⁹ <http://www.agram-brokeri.hr/default.aspx?id=1981064>

FV* - cena opoziva (call cena)

N* - broj perioda do prvog datuma opoziva (broj godina * 2)

Metoda sadašnje vrednosti pretpostavlja da ćemo zadržavati obveznicu do prvog datuma opoziva i da ćemo reinvestirati sve isplate n - kupona po stopi prihoda po opozivu. Pa možemo prihod po opozivu izračunati po sledećoj formuli:

$$P = \sum_{t=1}^{2nc} \frac{\frac{ci}{2}}{\left(1 + \frac{i}{2}\right)^t} + \frac{Pc}{\left(1 + \frac{i}{2}\right)^{nc}}$$

gde je:

P - sadašnja tržišna vrednost obveznice

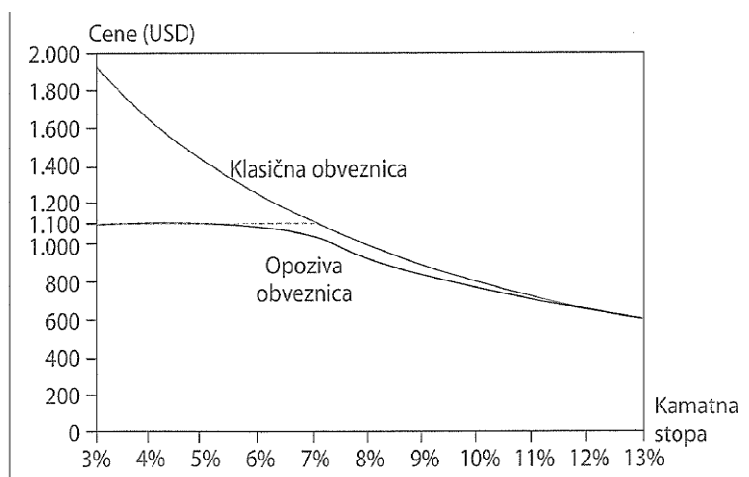
Nc - broj godina do prvog datuma opoziva

Ci – godišnja isplata kupona za obveznicu

Pc – opozivna vrednost obveznice

Jednačina se može rešiti po nepoznatoj i, što obično zahteva veći broj proračuna ili iteracija kako bi se dobila egzaktna vrednost prihoda.

Cena obveznice: opozive i neopozive obveznice. Kupon 8 %, dospeće 30 godina, polugodišnje isplate



Izvor: Bodie Zvi, Osnovi investicija, strana 291

Pri visokom nivou kamatnih stopa rizik opoziva je zanemarljiv, tada cena klasične i opozive obveznice konvergiraju. Pri niskim kamatnim stopama cene ovih obveznica počinju da divergiraju zbog opcije rekupovine koju jedna od njih ima.

Pri vrlo niskoj kamatnoj stopi, obveznica može biti opozvana. Ukoliko obveznica ima opciju reotkupa investitori treba da budu fokusirani na prinos do opoziva, pre nego na prinos do dospeća.

Prinos do opoziva se računa isto kao i prinos do dospeća, s tim što se u obzir uzima vreme do opoziva, a ne vreme do dospeća, a cena opoziva zamenjuje nominalnu vrednost. Ovaj proračun se ponekad označava kao „prinos do prvog opoziva“, pošto se pretpostavlja da će obveznica biti opozvana čim to postane moguće. Većina opozivih obveznica je zaštićena od opoziva u početnom periodu nakon izdavanja. Osim toga, obveznice koje se prodaju uz veliki diskont u odnosu na cenu opoziva implicitno su zaštićene od opoziva. Čak iako kamratne stope donekle padnu, ove obveznice će se ipak prodavati po ceni nižoj od cene opoziva, tako da neće biti podložne opozivu. Međutim, premijske obveznice koje se prodaju po cenama koje su približno jednake ceni opoziva izložene su posebno velikom riziku od opoziva ako kamratne stope dalje padaju. Ako kamratne stope padnu, opoziva premijska obveznica će verovatno imati nižu stopu prinosa u odnosu na diskontnu obveznicu čiju potencijalnu cenovnu apresijaciju ne ograničava mogućnost opoziva. Zato se investitori koji ulažu u premijske obveznice često više interesuju za prinos do opoziva nego za prinos do dospeća, pošto pretpostavljaju da će obveznica biti isplaćena na datum opoziva. Jedna od formi zaštite od opoziva je i prodaja uz visok diskont u odnosu na call cenu, tako da ukoliko kamratne stope i padnu, duboke diskontne obveznice i dalje prodavati ispod call cene. Za obveznice koje se prodaju ispod nominalne vrednosti, prinos do dospeća najčešće je bolji indikator vrednosti obveznice. Za ovakvu obveznicu se kaže da se trgovina odvija na bazi prinosa do dospeća.⁶⁰

Prinos na osnovu koga se trguje opozivom obveznicom se često naziva operativni prinos (operative yield) ili prinos do najgoreg (yield-to-worst). Očekivani životni vek obveznice se naziva operativni život (operative life), do datuma opoziva ukoliko se trguje na prinos do opoziva osnovi, ili do datuma dospeća ukoliko se trguje prinos do dospeća osnovi. Prinosi koji se objavljuju u finansijskoj štampi za opoziv T- bonds je prinos do opoziva za premijsku obveznicu i prinos do dospeća za diskontnu obveznicu. Razlog je što call cena za T. Bonds je zapravo nominalna vrednost. Ukoliko se obveznice prodaje uz premiju, verovatno da će se naći interes od strane emitenta da izvrši reotkup obveznice kada uđe u takozvani call period. Međutim, teško da će taj interes postojati ukoliko se prodaje uz diskont, to jest po ceni nižoj od njene nominalne vrednosti.

⁶⁰ Bodie Z., Kane A., Marcus J. A.; Osnovi investicija; Beograd 2009; str. 292

Veza između kuponske stope, tekućeg prinosa i prinosa do dospeća:

Prodajna cena obveznice	Veza
Nominalna vrednost	$C = \text{tekući prinos} = \text{prinos do dospeća}$
Diskont	$C < \text{tekući prinos} < \text{prinos do dospeća}$
Premija	$C > \text{tekući prinos} > \text{prinos do dospeća}$

Izvor: Frank J. Favozzi, „Bond market, Analysis and Strategies“, str 39

VI Potencijalni izvori novčanog toka obveznice

Investitor može očekivati da realizuje prinos po osnovu jednog ili više od navedenih izvora:⁶¹

- 1) Periodična kuponska plaćanja od strane emitenta;
- 2) Kapitalna dobit ili kapitalni gubitak kao negativni prinos, kada obveznica dospeva, opozvana je ili prodana;
- 3) Prihod od reinvestiranja periodičnih kamatnih plaćanja (komponenta „kamata na kamatu“)

6.1. Rizik investiranja

Prinos do dospeća će biti jednak stopi prinosa realizovanoj tokom životnog veka obveznice ako se svi kuponi reinvestiraju po kamatnoj stopi koja je jednaka prinosu do dospeća date obveznice.

Realizovani prihod ili prihod vidokruga se koristi za merenje očekivane stope povrata obveznice za koju se očekuje prodaja pre njenog dospeća. U kontekstu jednakosti, investitor ima period posedovanja (hp) ili investicioni horizont koji je manji od n. Realizovani prihod se može koristiti za određivanje stope povrata prisutnog u raznim trgovinskim strategijama. Iako je ova mera veoma korisna, zahteva nekoliko dodatnih proračuna koje druge mere procene obveznice ne zahtevaju. Investitor posebno mora odrediti buduću očekivanu prodajnu cenu obveznice na kraju perioda posedovanja takozvani Holding period. Takođe, ova mera zahteva specifičnu procenu stope reinvestiranja za tokove gotovine iz kupona pre likvidacije obveznice. Ova tehnika je korisna i za investitore koji mere sopstvene stvarne prihode nakon prodaje obveznica. Realizovani prihod i tokom holding perioda predstavljaju varijacije jednakosti zagarantovanog prihoda.

⁶¹ <http://www.scribd.com/doc/86883649/Print-a-Ti>

Model realizovanog prihoda se može izraziti na sledeći način:

$$P = \sum_{t=1}^{2hp} \frac{\frac{ct}{2} + Ph}{\left(1 + \frac{i}{2}\right)^t + \left(1 + \frac{i}{2}\right)^{2hp}}$$

I ovaj model kao i prethodni model sadašnje vrednosti zahteva rešavanje promenljive i koja označava očekivane tokove gotovine iz kuponskih isplata i procenjenu prodajnu cenu po tekućoj tržišnoj ceni.

6.2. Kretanje cena obveznica tokom vremena

Kada je kuponska stopa niža od tržišne kamatne stope, same kuponske isplate neće investitorima doneti onoliki prinos koji bi mogli ostvariti negde drugo na tržištu. Zato je investitorima potrebno da zarade na rastu cene obveznice da bi ovom investicijom ostvarili pravičnu stopu prinosa. Stoga bi obveznica morala da se prodaje po ceni koja je ispod nominalne vrednosti da bi se investitorima obezbedio kapitalni dobitak.⁶² Kada se cene obveznice određuju na osnovu obrasca za sadašnju vrednost svaki popust u odnosu na nominalnu vrednost obezbeđuje očekivani kapitalni dobitak koji tačno nadoknađuje razliku između tržišne kamatne stope i kuponske stope (koja je niža od tržišne stope), tako da pruža pravičnu ukupnu stopu prinosa. Nasuprot tome, ako kuponska stopa premašuje tržišnu kamatnu stopu, sam prihod od kamata (kupona) veći je od prihoda koji se može ostvariti negde drugo na tržištu. Zato će cena ovih obveznica porasti iznad nominalne vrednosti. Kako se obveznice budu bližile dospeću njihova vrednost će se smanjivati zato što preostaje sve manji broj isplata kupona po stopi iznad tržišne kamatne stope. Rezultirajući kapitalni gubici poništavaju visoke kuponske isplate tako da vlasnici obveznica opet ne dobijaju ništa više od pravične stope prinosa. Svaka obveznica nudi investitorima istu ukupnu stopu prinosa. Iako se odnos kapitalnih dobitaka i prihoda od kamata razlikuju kod različitih obveznica cena svake obveznice je određena tako da obezbeđuje konkurentnu stopu prinosa, što se i može očekivati na razvijenim tržištima kapitala. Prinosi svih hartija od vrednosti treba da budu slični kada se oporezuju i koriguju za rizik. Ako to nije slučaj investitori će pokušati da prodaju hartije od vrednosti sa niskim prinosom, tako da će cena tih hartija od vrednosti padati sve dok se njihov ukupan prinos otprilike ne izjednači sa prinosima ostalih hartija od vrednosti. Cene će se korigovati sve dok sve hartije od vrednosti ne budu pravilno vrednovane tako da su njihovi prinosi na približno istom nivou (uz odgovarajuće korekcije za rizik i poreze).

⁶² Bodie Z., Kane A., Marcus J. A.; Osnovi investicija; Beograd 2009; str. 294

Razlika između realnih i nominalnih kamatnih stopa

Nominalna kamatna stopa ne uzima u obzir inflaciju. Kamatna stopa koja je uzima u obzir naziva se realna kamatna stopa. Realna kamatna stopa je prilagođena inflaciji, tako što oduzima očekivani nivo promene cene kako bi tačno odražavala pravi trošak pozajmljivanja sredstava. Inflacija se obično meri putem indeksa potrošačkih cena – The Consumer Price Index CPI. Tako je stopa inflacije jednaka procentu povećanja potrošačkih cena. Potrošači i investitori su zbog inflacije zainteresovani za realnu kupovnu snagu ili vrednost novca. Ukoliko novac tokom vremena gubi svoju realnu vrednost i njegova kupovna snaga opada, dolazi do obezvređivanja vrednosti povraćaja kapitala i prinosa od investiranja.

$$\text{Realna kamatna stopa} = \frac{1 + \text{nominalna kamatna stopa}}{1 + \text{stopa inflacije}}$$

Ovo je Fišerova jednačina, po kojoj povećanje inflacije od 1 % povratno uzrokuje povećanje nominalne kamatne stope od 1 %. Ovaj odnos jedan za jedan naziva se Fišerov efekat. Realizovana realna kamatna stopa je nominalna kamatna stopa umanjena za stopu inflacije u datom periodu. Realna kamatna stopa se dobija razlikom između nominalne kamatne stope i stope inflacije.

Realna buduća vrednost ulaganja =

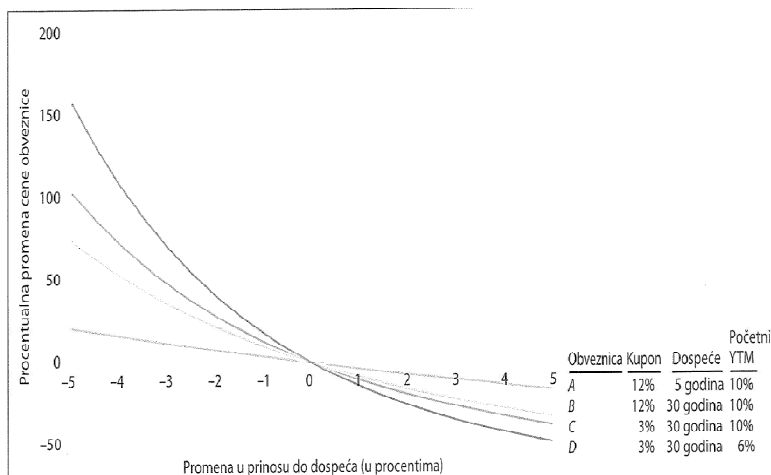
$$\text{Početno ulaganje} * \frac{1 + \text{nominalna kamatna stopa}}{1 + \text{stopa inflacije}}$$

Ako dođe do više stope inflacije realna stopa prinosa može da bude i negativna. Kada su realne kamatne stope niske povećava se motiv za zaduživanje i smanjuje se motiv za kreditiranje.

6.3. Prinos do dospeća nasuprot prinosu u periodu investiranja

Kada se prinos do dospeća ne menja u toku jednog perioda, stopa prinosa na obveznicu jednaka je prinosu do dospeća. Obveznica mora imati stopu prinosa koja je konkurentna u odnosu na stope prinosa drugih hartija od vrednosti. Međutim, kada se prinosi do dospeća menjaju, menjaće se i stopa prinosa obveznice. Neočekivane promene u tržišnim stopama rezultovaće neočekivanim promenama u prinosu obveznica, tako da posle svega, prinos obveznica u periodu investiranja može biti bolji ili gori od prinosa do dospeća uz koji je obveznica u početku kupljena. Povećanje prinosa do dospeća dovodi do smanjenja cene obveznica, što znači da će prinos u periodu investiranja biti manji od početnog prinosa do dospeća. Nasuprot tome, smanjenje prinosa do dospeća rezultuje prinosom u periodu investiranja većim od prinosa do dospeća.

Osetljivost cena obveznica na promene tržišnih kamatnih stopa je vrlo značajna za investitore.



Izvor: Bodie Zvi/Kane Alex/Marcus Alan, Osnovi investicija, strana 321

Iz date slike vidimo, da kod sve četiri obveznice cene padaju kako prinosi rastu, a cenovna kriva je konveksna, što znači da smanjenje prinosa ima veći uticaj nego povećanje prinosa za isti procenat. Imamo sledeća zapažanja:⁶³

- 1) cene i prinosi obveznica su u negativnoj korelaciji: cene obveznica padaju kako prinosi rastu i obrnuto, cene obveznica rastu kako prinosi padaju.
- 2) povećanje prinosa do dospeća obveznica realizuje manjom promenom cene nego smanjenje prinosa do dospeća za isti procenat
- 3) cene dugoročnih obveznica osetljivije su na promene kamatnih stopa nego cene kratkoročnih obveznica
- 4) osetljivost cena obveznica na promene prinosa povećava se po opadajućoj stopi uporedo sa povećanjem dospeća. Drugim rečima, kamatni rizik je manje nego srazmeran dospeću obveznica.
- 5) Kamatni rizik je u inverznoj relaciji sa kuponskom stopom obveznice. Cene obveznica sa visokim kuponskim stopama manje su osetljivije na promene kamatnih stopa nego cene obveznica sa niskim kuponskim stopama
- 6) Osetljivost cene obveznica na promenu njenog prinosa u negativnoj je korelaciji sa prinosom do dospeća po kojem se obveznica trenutno prodaje.

Prvih pet opštih svojstava opisao je Malkiel 1962 godine, pa su ona poznata kao Malkielovi principi. Poslednje svojstvo su utvrdili Homer i Liebowitz 1972.

Ovih šest tvrdnji potvrđuje da dospeće predstavlja važnu odrednicu kamatnog rizika. Međutim, istovremeno pokazuje da samo dospeće nije dovoljno za merenje osetljivosti na promene kamatnih stopa.

⁶³ James C. Van Horne, Financial Management and Policy, Prentice – Hall International Editions, 1992, strana 25.

Prinos do dospeća zavisi samo od kupona, tekuće cene i nominalne vrednosti po dospeću. Prinos do dospeća može se protumačiti kao mera prosečne stope prinosa ako se obveznica zadrži do datuma dospeća. Nasuprot tome, prinos u periodu investiranja je stopa prinosa u određenom periodu i zavisi od tržišne cene obveznice na kraju tog perioda investiranja, naravno ta cena danas nije poznata. Pošto cene obveznica tokom perioda investiranja reaguju na neočekivane promene kamatnih stopa, prinos u periodu investiranja može se samo predviđati.

VII Tehnike u analizi obveznica

7.1. Trajanje (duracija)

Investitorima je za donošenje investicione odluke veoma značajno trajanje obveznice, kao pokazatelj dinamike otplate obaveze. Postoje dva slična pristupa proučavanju vremenske strukture obveznice. Prvi pristup je jednostavniji i polazi od sagledavanja vremena do dospeća (time or years to maturity), odnosno vremenskog perioda koji će proteći pre nego što obveznica dospe i investitor dobije nazad iznos glavnice. Drugi pristup polazi od sagledavanja prosečnog vremena u kome se vrši povraćaj kamate i glavnice.

Duracija (trajanje) je mera aproksimativne osetljivosti cene obveznica prema promeni kamatnih stopa na tržištu. To je procentualna promena obveznica za 100 baznih poena promene kamatne stope. Duracija se računa na sledeći način:

$$\frac{\text{cena obveznice ako prinos padne} - \text{cena obveznice ako prinos poraste}}{2 * (\text{početna cena}) * (\text{promena u prinosu u decimala})}$$

Dy - promena u prinosu u decimalama (ili baznim poenima)

Po - početna cena

P - cena ako se prinos smanji za DY

Pz - cena ako se prinos poveća za Dy

Tako da je

$$\text{Duracija } D = \frac{P - P^+}{2P_o (\Delta y)}$$

Duracija je prosečno vremensko trajanje plaćanja - prosečan period dospeća (duration), pokazuje investitoru vreme potrebno da se u potpunosti isplati njegova investicija u obveznicu. Ovaj koncept je razvijen u praksi upravljanja portfoliom, kako bi se omogućilo merenje rizika kamatne stope kod obveznica u portfoliju, odnosno utvrdio ponderisan prosečan period dospeća obveznice. Alternativna mera je rok dospeća koja pokazuje samo vremenski period do poslednje isplate, po obveznici.

Frederik Macaulay je 1938 godine koncept efektivnog dospeća obveznice nazvao duracija (trajanje) obveznice. Makolijeva duracija se računa kao ponderisani prosek rokova do svake kuponske isplate i isplate glavnice koje prima vlasnik obveznice. Ponder za period do svake pojedinačne isplate određuje se kao udeo koji ta isplata ima u ukupnoj vrednosti obveznice. Taj udeo se računa kao sadašnja vrednost svake buduće isplate podeljeno sa vrednošću obveznice. Da bismo izračunali ponderisani prosek moramo odrediti ponder koji pripada gotovinskom toku isplaćenom u datom trenutku.

Formula za izračunavanje pondera je:

$$W_t = \frac{\frac{CF_t}{(1+y)^t}}{p}$$

Formla za trajanje (duracija D) je:

$$D = \sum_{t=1}^T t * W_t$$

Koja bi raščlanjena izgledala ovako:

$$D = W_1 + 2W_2 + 3W_3 + \dots + TW_T$$

Makolijeva duracija može se izraziti i kao prvi izvod funkcije cena/prinos obveznica. To se može grafički prikazati kao nagib tangente na krivu koja grafički izražava odnos cene i prinosa obveznice u određenoj tački. Kod male promene prinosa presek tangent i krive cena/prinos dobro aproksimira promenu cene. Što je promena prinosa izražena u baznim poenima veća, veća je i greška u aproksimaciji, jer je oblik krive cena/prinos obveznice konveksan, a konveksnost se povećava sa veličinom promene merene rokom i izražene u baznim poenima. Zbog čega je važna duracija?

Duracija je najbitnija kod upravljanja portfolio obveznica jer predstavlja meru osetljivosti obveznice ili portfolia obveznice na promenu kamatnih stopa. Dugoročne hartije od vrednosti osetljivije su na promenu kamatnih stopa od kratkoročnih, a duracija omogućuje da ovu osetljivost na promene kamatnih stopa izmerimo, odnosno izrazimo kvantativno.

7.2. Modifikovana duracija

Dugoročne obveznice su osetljivije na promene kamatnih stopa od kratkoročnih obveznica. Trajanje nam omogućava da ovaj odnos izrazimo kvantativno. Ispostavlja se da je, kada se kamatne stope menjaju, procentualna promena u ceni obveznica, srazmerna njenom trajanju.

Procentualna promena cena obveznica zavisi od promene njenog prinosa do dospeća prema sledećem pravilu:

$$\frac{\Delta P}{P} = -D \times \frac{\Delta (1+y)}{1+y}$$

Modifikovano trajanje (duracija) može se izraziti na sledeći način:

$$D = \frac{D}{1+y}$$

tako da prethodni izraz

$$\frac{\Delta P}{P} = -D \times \frac{\Delta (1+y)}{1+y}$$

Može biti napisan kao

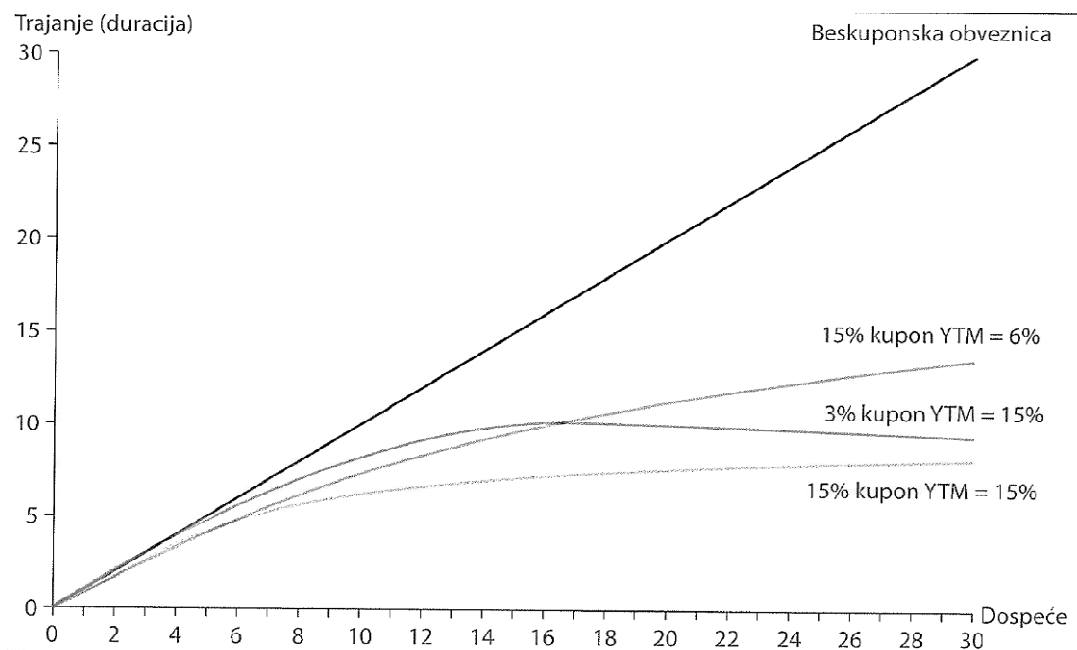
$$\frac{\Delta P}{P} = -D * Dy$$

Modifikovana duracija jednaka je duraciji podeljenoj prinosom do dospeća. Modifikovana duracija meri osetljivost na promenu kamatnih stopa, odnosno izloženosti obveznice kamatnom riziku koji dovodi do promene prinosa do dospeća. Trajanje (duracija) nam omogućava da osetljivost kvantativno izrazimo, što ima veliki značaj za formulisanje investicionih strategija. Na primer, ako hoćemo da špekulišemo rastom ili padom kamatnih stopa, trajanje nam govori koliki rizik preuzimamo. Nasuprot tome, ako želimo da budemo neutralni u odnosu na kamatne stope i jednostavno kopiramo kamatnu osetljivost odabranog indeksa tržišta obveznica, trajanje nam omogućava da izmerimo tu osetljivost i primenimo je u sopstvenom portfoliju.

Osnovna svojstva trajanja (duracije) obveznica određena su sledećim pravilima:

- trajanje beskuponske obveznice određeno je rokom njenog dospeća
- ako su rok dospeća i prinos do dospeća isti, obveznice sa nižom kuponskom stopom imaju duže trajanje i osetljivije su na promenu kamatnih stopa.
- ako je kuponska stopa konstantna, trajanje obveznice i njena osetljivost na kamatne stope povećavaju se sa rokom dospeća. Trajanje se uvek povećava sa rokom dospeća kada je reč o obveznicama koje se prodaju po nominalnoj vrednosti ili uz premiju u odnosu na nominalnu vrednost

Slika nam pokazuje trajanje kao funkciju dospeća



Izvor: Bodie Zvi/Kane Alex/Marcus Alan, Osnovi investicija , strana 328

Kod nekih obveznica koje se prodaju uz veliki diskont, kao što je na datoj slici 3 - procentna kuponska obveznica koja se prodaje uz prinos do dospeća od 15%, trajanje u jednom trenutku počinje da pada s povećanjem dospeća. Međutim, za gotovo sve obveznice može se sa sigurnošću reći da im se trajanje sa rokom dospeća povećava. Na slici možemo videti da su dospeće i duracija beskuponske obveznice jednaki. Za sve kuponske obveznice, duracija se povećava za manje od jedne godine kad god se dospeće poveća za godinu dana. Nagib trajanja manji je od 1,0 i trajanje je uvek manje od dospeća za obveznicu sa pozitivnom kuponskom stopom. Trajanje je mera koja odražava dugoročnu prirodu jer uzima u obzir i kuponske isplate. Rok dospeća je adekvatna mera samo za obveznicu koja ne isplaćuje kupone, u tom slučaju trajanje i dospeće su jednaki.

Na slici takođe možemo videti da dve 15 - postotne kuponske obveznice imaju različito trajanje kada se prodaju uz različite prinose do dospeća. Obveznice sa nižim prinosom ima duže trajanje. To ima smisla jer pri nižim prinosima kasnije isplate imaju relativno veću sadašnju vrednost, a samim tim i veći udeo u ukupnoj vrednosti obveznice. Stoga, prilikom računanja ponderisanog proseka rokova do svake isplate, kasnije isplate imaju veće pondere, što za rezultat ima duže trajanje.

Ako su ostali faktori konstantni, trajanje kuponske obveznice je duže i njena osetljivost na promenu kamatnih stopa je veća kada je prinos do dospeća ove obveznice niži

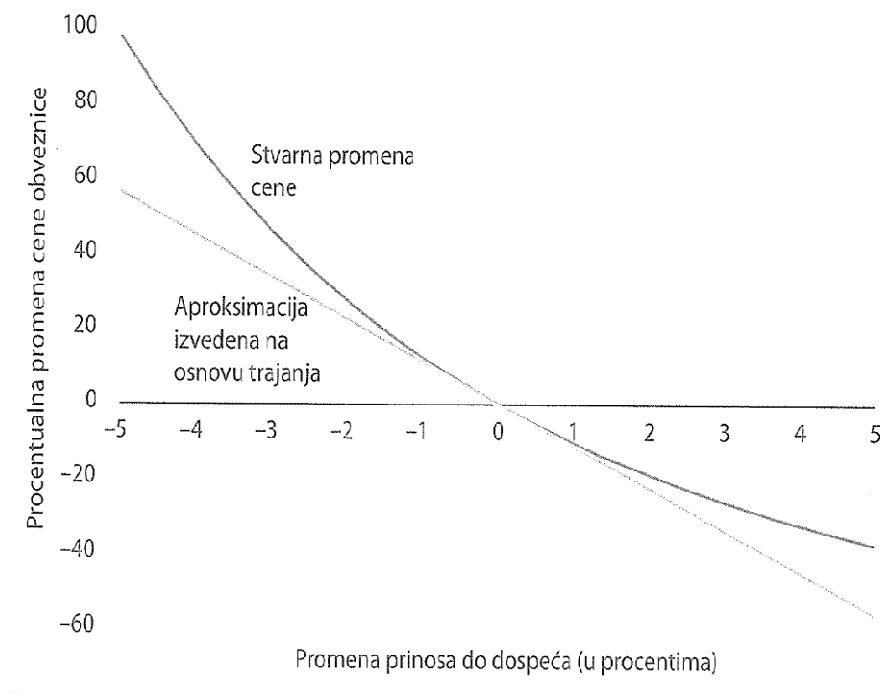
- Trajanje obveznica bez dospeća iznosi $(1+y)/y$ jer nema nominalnu vrednost koja dospeva, već su godišnje isplate iste.

7.3. Konveksnost obveznice

Odnos između cene i prinosa obveznica kod duracije nije linearan, već je izražen u obliku krive sa manjim ili većim nagibom. Konveksnost je svojstvo obveznice koje se odnosi na oblik krive koja odražava odnos cene i prinosa obveznice. Konveksnost obveznice i duracija obveznice se dopunjuju i potrebno ih je sveobuhvatno posmatrati prilikom procene promene cene obveznica.

Kada su promene cena više izražene i sa dužim rokovima, dolazi do pojave manje ili veće konkvesnosti, koja se mora uzeti u obzir da bi predviđanje promene cene obveznice bilo preciznije.

Slika nam pokazuje konveksnost cene obveznice. Procentualna promena cene obveznice je konveksna funkcija promene prinosa do dospeća



Izvor: Bodie Zvi/Kane Alex/Marcus Alan, Osnovi investicija , strana 338

Konveksnost neopoziv obveznica, konveksnost cena obveznica, procentualna promena cene obveznice je konveksna funkcija promene prinosa do dospeća

Pozitivna je: nagib se povećava ili postaje manje negativan pri višim prinosima.

Krive koje označavaju proporcionalne promene cena obveznica u zavisnosti od promene kamatnih stopa dodiruju se u tački koja odgovara početnom prinosu što znači da je osetljivost obveznica na promene prinosa u toj tački jednaka. Cena obvezice A će više porasti ako se stope smanje, a manje smanjiti ako se stope

povećaju u odnosu na cenu obveznice B. Naravno, pošto je poželjna, konveksnost ima i svoju cenu: investitori moraju platiti više i prihvatiti niže prinose za obveznicu sa većom konveksnošću.

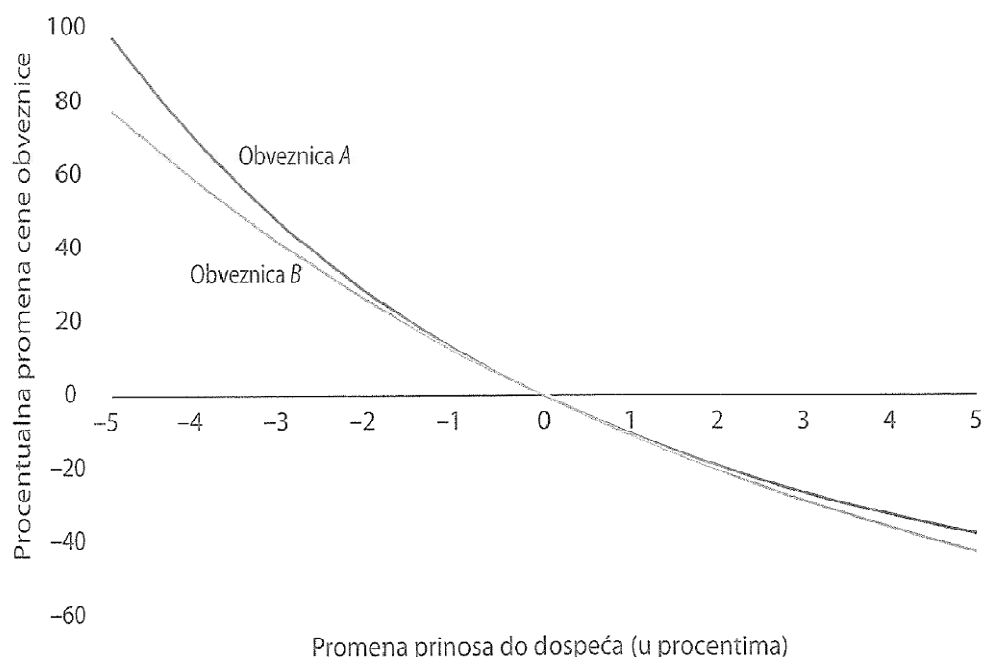
$$\frac{\Delta P}{P} = -D * Dy$$

Znači da je promena cene obveznice samo približna proizvodu prosečne duracije i promene prinosa, pa je potrebno uvesti formulu koja će preciznije predvideti promenu cene obveznice, tako da se navedeni izraz izmeni proširivanjem za konveksnost, na sledeći način:

$$\frac{\Delta P}{P} = -D * Dy + \frac{1}{2} * \text{konveksnost} * (\Delta y)^2$$

Navedeni izraz dopunjuje prethodnu formulu konveksnošću. On je precizniji, naročito kod većih promena kamatnih stopa, gde uvek predviđa veću promenu cene nego to je to slučaj ukoliko se ne uzima u obzir konveksnost. Stoga formula koja uz duraciju uključuje i konveksnost obveznice preciznije predviđa promenu cene obveznice. Konveksnost se smatra poželjnim svojstvom. Obveznice koje imaju veći rast cena kada prinosi padaju, nego pad cena kada prinosi rastu. Ako obveznica A ima veću konveksnost od obveznice B, njena se cena više povećava, a manje smanjuje u slučaju većih promena kamatnih stopa. Ovo svojstvo omogućuje investitorima veću potencijalnu zaradu.

Primer: konveksnost dve obveznice



Izvor: Bodie Zvi/Kane Alex/Marcus Alan, Osnovi investicija , strana 339

Primer obveznica koje imaju isto trajanje (duraciju) pri početnom prinosu vidimo na datoj slici. Krive koje označavaju proporcionalne promene cena obveznica u zavisnosti od promena kamatnih stopa dodiruju se u tački koja odgovara početnom prinosu, što znači da je osetljivost obveznica na promene prinosa u toj tački jednaka. Međutim, obveznica A ima veću konveksnost od obveznice B. Njena se cena više povećava a manje smanjuje u slučaju većih kamatnih stopa. Ako su kamatne stope kolebljive ova asimetrija donosi korist investitorima budući da povećava očekivani prinos obveznice. Cena obveznice A će više porasti ako se stope smanje.

ZAKLJUČAK

Glavni zadatak savremenih tržišta kapitala na kojima se organizovano trguje je da prikupljaju štednju i finansijska sredstva preduzeća, organizacija i institucija. Uspešnost finansijske ekonomije – tržišta kapitala u globalnom svetu, može imati odlučujući značaj za razvoj nacionalne privrede. Nerazvijenost finansijskih tržišta za državu znači odricanje od mogućnosti dolaska do jeftinog kapitala i stalno povećanje njene spoljne zaduženosti, uz povećanje budžetskog deficita, kao u Hrvatskoj. Osim toga, posebno je izražena i sklonost preduzeća bankovno - kreditnom zaduživanju, umesto prikupljanja akcionarskog kapitala emisijom akcija. U Hrvatskoj postoji samo jedna berza – Zagrebačka berza (ZB), na kojoj se najviše trguje akcijama i obveznicama. Na Zagrebačkoj berzi se ne kotiraju strane akcije, pa ih investitori moraju sami to jest preko brokerskih kuća kupovati u inostranstvu. Uticaj inflacije na finansijsko tržište dužničkih hartija od vrednosti to jest obveznica ima poguban značaj sa stanovništa investitora, jer je inflacija veća od kamatne stope. Investitori moraju da odluče hoće li prodavati svoje obveznice kako bi sačuvali vrednost kapitala uloženog u njih. Može se očekivati i povećanje kamatne stope koja bi bila bar za 1 % veća od inflacije. Za sada na hrvatskom finansijskom tržištu nije bilo obveznica koje su donosile kamatu veću od postojeće inflacije. Hrvatska se na domaćem finansijskom tržištu zadužuje prodajom obveznica sa niskim kamatnim stopama, pa je teško očekivati prodaju novih emisija obveznica u sadašnjim inflatornim uslovima. Za sve učesnike na finansijskom tržištu bilo da je u pitanju banka, osiguravajuće društvo, diler hartija od vrednosti, portfolio menadžer, veoma je važno razumevanje i kvantifikacija rizika kamatnih stopa kojima se finansijske institucije ili njihovi klijenti izlažu. S obzirom da nije moguće da se rizici u potpunosti izbegnu, vrši se izbegavanje prevelike cene za smanjenje rizika, odnosno investira se u hartije od vrednosti sa poželjnim karakteristikama u portfoliu.

Stanje na tržištu kapitala Republike Srpske, treću godinu zaredom ima negativan trend i deli istu sudbinu kao i tržišta kapitala u regionu. Razvijena tržišta u svetu su osetila oporavak od ekonomske krize imala još u 2009. godini ali mala i nerazvijena tržišta kapitala jugoistočne Evrope ni u 2011. nisu osetila efekte oporavka privrede niti su se mogla pohvaliti značajnim pomacima u razvoju svojih tržišta. Neophodne su značajne strukturne promene u delu koji se odnosi na efikasnost realnog sektora i kredibilitet pojedinačnih hartija od vrednosti. Za sadašnji stepen razvoja tržišta kapitala u Republici Srpskoj karakteristično je da postoje vidljivi znaci uspostavljanja organizovanog tržišta i delovanja tržišta kapitala u kojima dominira privatna inicijativa, dok su sa druge strane prisutni problem vezani za nedovršenu tranziciju i vlasničku transformaciju. Usporen proces privatizacije naročito negativno utiče na brži rast tržišta kapitala.

Hipoteze koje su u ovom radu postavljene kao glavna pitanja uspešne tranzicije tržišta obveznica, dokazana su sledećim:

Rast prometa na Banjalučkoj berzi u prošloj godini za 141 odsto u odnosu na 2010 je ohrabrujući podatak, što je rezultat mera koje je Vlada Republike Srpske provodila prethodnih godina s ciljem razvoja tržišta kapitala. Domaće tržište kapitala stavljeno je u funkciju privrednog razvoja Republike Srpske. Razvoj tržišta zasnivao se prvenstveno na konceptu masovne privatizacije državnog kapitala u preduzećima. Tržište kapitala je segment ekonomije koji najpre detektuje i reaguje na krizu, mnogo pre nego što se kriza oseti u realnoj sferi ekonomije. Globalna ekonomska i finansijska kriza je naglasila slobosti tek uspostavljenog tržišta kapitala manifestujući se kroz velike padove cena akcija i obveznica. Kriza je istovremeno ponudila i nove prilike za razvoj tržišta kapitala. Nove mogućnosti proizilaze iz velike potrebe privrednih subjekata za novim kapitalom, koja je uslovljena njihovom neadekvatnom strukturom finansiranja. Budući razvoj Banjalučke berze zasnivaće se na korišćenju novonastalih okolnosti na finansijskom tržištu za promovisanje tržišta kapitala kao dominantnog izvora finansiranja. Koncept razvoja zasnivaće se na unapređenju infrastrukture tržišta kapitala te aktivnom pristupu u stvaranju povoljnog okruženja za razvoj tržišta kapitala u Republici Srpskoj.

Obveznice na tržištu kapitala u Republici Srpskoj, pored akcija, predstavljaju najrasprostranjenije hartije od vrednosti kojima se trguje na Banjalučkoj berzi. Obveznice koje emituje država, lokalne jedinice uprave i korporacijske obveznice u krizi su postale izuzetno atraktivne, jer pomoću njih emitenti obezbeđuju nedostajuća sredstva, do kojih su pre dolazili uzimajući kredite kod banaka. Vrednost i kvalitet obveznica zavisi od rejtinga koji njihovim emitentima dodeljuju specijalizovane rejting agencije.

Prednosti korporativnih obveznica, kao instrumenta za prikupljanje pozajmljenih izvora, može biti povoljniji poreski tretman i manja cena izvora u odnosu na akcijski kapital. Korporativne obveznice omogućavaju prikupljanje većih iznosa sredstava bez promene vlasničke i upravljačke strukture. Prednosti hrvatskih korporativnih obveznica je da ostvarujete korist od privlačnih kamatnih stopa i povremenih isplata kamate, možete ulagati u dobro poznata domaća društva, kao i kupovina hrvatskih korporativnih obveznica nije povezana sa valutnim rizikom. Finansiranje korporativnih obveznica ima ozbiljne nedostatke jer izaziva kumuliranje fiksnih obaveza na kraju perioda dospeća i izaziva veliki šok likvidnosti u trenutku isplate osnovnog duga. Kod hrvatskih korporativnih obveznica nedostaci su da pad rejtinga društva tokom trajanja obveznica može dovesti do gubitka na ceni, između datuma izdavanja i roka dospeća moguće su fluktuacije cena, što znači da prodaja obveznica pre roka dospeća može rezultirati gubitkom. Velika preduzeća imaju bolji kreditni rejting od malih preduzeća jer prikupljaju veće iznose kapitala pa imaju mogućnost marginalizacije troškova emisije u ukupnoj vrednosti prikupljenog kapitala. Velika preduzeća izaberu finansiranje emisijom obveznica što im omogućava slobodu donošenja poslovnih i finansijskih odluka, smanjenje ukupnog troška kapitala. Dok manja preduzeća se pre odlučuju za bankovni kredit jer on ima niže troškove finansiranja nego ulaganje u obveznice.

Sa aspekta kompanija, strategija prikupljanja kapitala putem emisije korporativnih obveznica, pogotovo dobija na značaju usled aktuelnih dešavanja na tržištu, kada su cene akcija najvećeg broja kompanija uprkos njihovim pozitivnim poslovnim rezultatima u prethodnom periodu spustila na istorijski najniže nivoe što otežava prikupljanje kapitala putem novih emisija akcija. Dakle, potencijalna alternativa za apcorpciju kapitala sa tržišta leži u mogućnosti emitovanja dužničkih instrumenata – korporativnih obveznica. Prilikom donošenja odluke o investiranju u korporativne obveznice investitori paze na sigurnost naplate svojih potraživanja, odnosno sposobnosti kompanije koja je emitovala obveznice, da u roku izmiri svoje obaveze. Trenutno je na Hrvatskom tržištu 18 izdanja aktivno korporativnih obveznica, 16 izdavatelja ukupne nominalne vrednosti 624 miliona evra. U vlasničkoj strukturi investitora aktivnih korporativnih izdanja najveći deo otpada na banke koje u proseku drže 35 % izdanja. Ulagачi u korporativne obveznice na hrvatskom tržištu suočeni su sa rizikom nemogućnosti iskupa svojih udela po dospeću. Domaće tržište korporativnih obveznica svelo se na refinansiranje izdanja koja dospevaju, a investitori su prisiljeni sudelovati u novim izdanjima kojima je cilj refinansiranje postojećih. Dakle, kako bi se osigurao uspeh izdanja obveznica, od presudne je važnosti za novog izdavatelja pokazati da će biti u mogućnosti vratiti posuđenu glavnici.

Uzimajući u obzir činjenicu da se kao osnovni kriterijum stepena razvijenosti finansijskih tržišta u svetu uzima razvijenost i diversifikovanost finansijskih instrumenata, koji su predmet trgovanja na finansijskim tržištima, možemo zaključiti da je tržište Republike Srpske i Hrvatske dosta nerazvijeno, s obzirom da se na njima trguje samo akcijama i obveznicama. Da bi se vratilo poverenje investitora u tržište kapitala Republike Srpske bilo bi neophodno pre svega, korporativno upravljanje podići na viši nivo. Transparentnost u poslovanju ne znači samo objavljivanje finansijskih izveštaja u sredstvima informisanja, već stalno obaveštavanje svih stakeholdera o svim relevantnim događajima za poslovanje preduzeća i njegove rezultate.

Svakako da još mnogo treba da se uradi da bi naša berza dobila na značaju, u prvom redu tu mislimo na političku i ekonomsku stabilnost zemlje, a zatim i informisanost i edukaciju ljudi kada je u pitanju ova oblast. Evropa i svet se sve više integrišu, informacije se šire brzinom svetlosti, tako da je neizbežno da se i naša zemlja i njeni građani sve više uključuju na razvoj tržišta kapitala budućnosti, te će investiranje u hartije od vrednosti dugoročnog duga, u budućnosti sigurno dobiti još veći značaj.

LITERATURA

1. Bodie Z., Kane A., Marcus J. A.; Osnovi investicija; Beograd 2009.
2. Blain K., Howekss P. ; Financial Market and Institution, Harlow; Longman 1990;
3. Brzaković T.; Tržište kapitala, teorija i praksa; Čugura print; Beograd 2007;
4. Dabić S.; Hartije od vrednosti i njihovo tržište; Beograd 1990;
5. Dabić S., Kenneth M.; "U obliku novca – vodič kroz hartije od vrednosti"; IQ media; Beograd 1995;
6. Erić D., Pitić G., Petković G., Šoškić D., Štimac M.; Berzanski pojmovnik, II izmenjeno i dopunjeno izdanje; Beogradska berza 1996;
7. Foley B.; Tržište kapitala (Capital markets); Zagreb 1995;
8. Ivanišević M., Krasulja D.; Poslovne finansije; Beograd 2000;
9. James C. Van Horne, Financial Management and Policy, Prentice – Hall International Editions, 1992
10. Jeremić Z.; Finansijska tržišta; Beograd 2009;
11. Komazec S., Ristić Ž.; Finansijska tržišta i berzanski menadžment; Beograd 2009;
12. Kotler F.; Upravljanje marketingom 1; Informator, Zagreb 1989;
13. Kotler F.; Marketing od A do Z, Novi Sad; 2006,
14. Kovačević Lj., Vunjak N.; Finansijska tržišta i berze; Subotica 2009;
15. Milosavljević S., Radosavljević.; Osnove metodologije političkih nauka; Službeni glasnik; Beograd 2000;
16. Milisavljević M.; Marketing; Beograd 1999;
17. Miljević M.; Poslovna etika i komuniciranje; Beograd 2010;
18. Perić M.; Intrumenti tržišta obveznica; Beograd 2010;
19. Petrović P., Živković A.; Marketing u bankarskoj industriji; Beograd 2011;
20. Petrović Z., Finansijsko izveštavanje, Univerzitet Singidunum , Beograd 2011 ,
21. Radović R.; Berzansko i akcionarsko poslovanje; Bijeljina 1996;
22. Šoškić D.; Hartije od vrednosti: upravljanje porfoliom i investicioni fondovi; Beograd 2000

23. Šoškić D., Živković B., Finansijska tržišta i institucije; Beograd 2009;
24. Veljović A.; Informatičko upravljanje razvojem preduzeća; Beograd 2004;

Internet izvori:

1. <http://www.agram-brokeri.hr/default.aspx?id=1981064>
2. www.blberza.com
3. <http://www.bonds-online.com/>
4. <http://www.bondmarkets.com/>
5. <http://www.cbbh.ba/>
6. <http://ecf.hu/hr/financeraising.php>
7. <http://www.investopedia.com/terms/c/currentyield.asp#ixzz2LFcvrk8t>
8. www.khov-rs.org
9. <http://www.scribd.com/doc/86883649/Print-a-Ti>
10. <http://www.secrs.gov.ba/>
11. <http://zse.hr>
12. http://www.tasiclaw.com/pdf/procedura_za_izdavanje_zamenljivih_obveznica.pdf