

Nedžad Polić¹

Jasmina Džafić²

MOGUĆNOSTI I OGRANIČENJA RAZVOJA TRŽIŠTA KORPORATIVNIH OBVEZNICA U BOSNI I HERCEGOVINI

SAŽETAK

Generalno gledano, osim institucionalnim i zakonskim okvirom postojanje tržišta korporativnih obveznica uslovljeno je ponudom i potražnjom za ovim vrijednosnim papirima. U Bosni i Hercegovini tržišta korporativnih obveznica nalaze se u inicijalnoj fazi razvoja. Stoga je predmetno istraživanje obuhvatilo identifikaciju potencijala i barijera na njihovom razvojnom putu, analizirajući pri tome postojeće stanje i uslove, te ispitujući potencijal ponude i potražnje za korporativnim obveznicama. Ustanovljeno je da veoma mali broj privrednih društava ima iskustvo u finansiranju svog poslovanja putem emisije korporativnih obveznica. Međutim, isto tako ustanovljena je izražena zainteresovanost za emisijom korporativnih obveznica u budućnosti. Uz to se istraživanjem potražnje za korporativnim obveznicama došlo do saznanja da postoji velika zainteresovanost zakonski kvalifikovanih institucionalnih investitora za ulaganje u korporativne obveznice bosanskohercegovačkih privrednih društava.

Ključne riječi: *tržišta korporativnih obveznica, faktori razvoja, emitenti, investitori*

JEL: *G10, G23*

1. UVODNA RAZMATRANJA

Svako privredno društvo, prije ili kasnije, ima potrebu za dodatnim finansijskim sredstvima bilo da su ta sredstva potrebna za održavanje ili, pak, unapređenje postojeće poslovne djelatnosti. Međutim, izbor između različitih oblika finansiranja često je ograničen kako veličinom privrednog društva tako i njegovom finansijskom pozicijom, kao i stepenom razvijenosti tržišta kapitala i dostupnosti drugih izvora. U razvijenom dijelu svijeta privredna društva koriste više različitih mogućnosti fi-

1 Dr. sc. Nedžad Polić, vanr. prof., Ekonomski fakultet Univerziteta u Zenici, Fakultetska br. 1, 72000 Zenica, nedzad.polic@ef.unze.ba

2 Mag. oec. Jasmina Džafić, asistent, Ekonomski fakultet Univerziteta u Zenici, Fakultetska br. 1, 72000 Zenica, jasmina.dzafic@ef.unze.ba

nansiranja koje im pružaju finansijska tržišta, dok u BiH privredna društva potrebna finansijska sredstva većinom pribavljaju posredstvom bankarskog sektora. Uprkos tome što i na prostoru BiH već četrnaest godina postoje organizovane berze koje pružaju alternativne mogućnosti pribavljanja finansijskih sredstava, te mogućnosti nisu ni približno dovoljno iskorištene, a činjenica je da nema razvijene privrede bez razvijenih finansijskih tržišta.

Budući da je za ekonomski rast insuficijentno tržište vlasničkih vrijednosnih papira, neophodno je osigurati i neometano funkcionisanje tržišta dužničkih vrijednosnih papira. Bez postojanja alternative, kao što su korporativne obveznice, može doći do usporavanja ekonomskih tokova, te se može kazati da korporativne obveznice predstavljaju rezervni mehanizam koji omogućava kontinuirano finansiranje privrednih društava i smanjenje finansijskih rizika u ekonomiji.

2. Značaj tržišta korporativnih obveznica

Tržišta korporativnih obveznica pomažu privrednim društvima pružajući im stabilne i pouzdane izvore finansiranja poslovanja i razvoja. Finansijska stabilnost, nadalje, ima praktično dokazan utjecaj na ekonomski rast i razvoj zemlje. Dakle, tržišta korporativnih obveznica igraju važnu ulogu u unapređenju finansijske infrastrukture, a time i poticanju realnog ekonomskog rasta. Osim toga, i empirijske analize o odnosu između tržišta obveznica i ekonomskog rasta potvrđuju da je ekonomska aktivnost pod utjecajem razvoja tržišta korporativnih obveznica [Bondt, D. G., 2002]. Generalno se može zaključiti da povećanje obima emisije korporativnih obveznica može voditi ekonomskim impulsima koji u konačnici mogu rezultirati ekonomskim rastom [Fink, Haiss, Hristoforova, 2003].

Tržište obveznica može ubrzati proces tranzicije ka tržišnoj ekonomiji i doprinijeti ekonomskom rastu pod uslovom da se osigura makroekonomsko i fiskalno okruženje koje će ponuditi kvalitetne vrijednosne papire za kojima će postojati odgovarajuća potražnja. Također, neophodna je zakonska, regulatorna i institucionalna infrastruktura koja će osigurati efikasno i transparentno trgovanje na tržištima vrijednosnih papira [Feldman, Kumar, 1995].

Sam razvoj tržišta korporativnih obveznica ovisi o brojnim faktorima, ali se, generalno gledano, kao jedan od najvažnijih izdvaja funkcionalno tržište državnih vrijednosnih papira [Choudhry, 2001].

Finansijska tržišta u BiH su sa aspekta alternativa finansiranja, odnosno dostupnih instrumenata, izrazito nerazvijena. Ovim tržištima dominira bankarski sektor koji je, pri tome, u najvećoj mjeri u inostranom vlasništvu. Globalna finansijska kriza, koja je indirektno pogodila i našu zemlju, ostavila je snažan trag u nepovjerenju prema

tržištima kapitala koja se nisu oporavila ni nakon skoro sedam godina od njene pune eskalacije. Navedene izuzetno zabrinjavajuće karakteristike stanja na finansijskim tržištima u BiH obavezuju i nameću potrebu iznalaženja ozbiljnijih alternativa. Pored konstantnog rizika povlačenja stranog kapitala iz banaka, svjedoci smo i usporevanju kreditne aktivnosti banaka naročito u segmentu koji se odnosi na dugoročne kredite privrednom sektoru. Restriktivni kreditni uslovi banaka ozbiljno narušavaju ekonomsku aktivnost u BiH pa bi aktiviranje tržišta korporativnih obveznica moglo doprinijeti bržem oporavku ekonomije.

3. Analiza stanja i uslova na tržištima korporativnih obveznica u Bosni i Hercegovini

U predtranzicijskom periodu u BiH, kao i u drugim republikama ex-Jugoslavije, sistemski je bilo onemogućeno postojanje tržišta kapitala. Zbog toga je tranzicijski proces u BiH podrazumijevao stvaranje zakonskog osnova za aktiviranje ovog tržišta. Usvajanjem *Zakona o vrijednosnim papirima u FBiH* i *Zakona o hartijama od vrijednosti u Republici Srpskoj* 1998. godine, stvorena je neophodna zakonska podloga za uspostavljanje i razvoj tržišta kapitala. Dakle, razvoj tržišta kapitala u BiH je nedvojbeno bio povezan sa provođenjem procesa privatizacije privrednih subjekata u državnom (entitetskom) vlasništvu. Zbog toga su tržišni materijal na berzama uglavnom sačinjavali vlasnički vrijednosni papiri. Tržište za dužničke vrijednosne papire (obveznice) privrednih društava dugo je bilo nepostojeće.

Globalna finansijska kriza je negativno utjecala na ekonomiju BiH u posljednjih šest godina, pa sagledavanje potencijala i perspektive razvoja tržišta korporativnih obveznica u BiH započinjemo sa kratkim osvrtom na povezanost između ekonomske aktivnosti i finansijskih tržišta. U uslovima krize raste averzija prema riziku, investitori mijenjaju strukturu svojih portfolija napuštajući rizične vlasničke vrijednosne papire u korist manje rizičnih dužničkih vrijednosnih papira (obveznica).

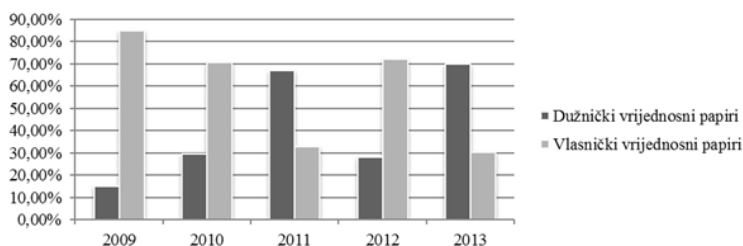
3.1 Ekonomska aktivnost i finansijska tržišta

Uprkos nominalnom godišnjem rastu poslije 2009. ekonomska aktivnost u zemlji je još uvijek relativno slaba. Ilustracija radi, nominalna vrijednost GDP-a u 2013. godini iznosila 26,12 milijardi KM što predstavlja porast od samo 1,51% u odnosu na prethodnu godinu. Još više zabrinjava činjenica da je navedena vrijednost za svega 4,56% viša u odnosu na isti pokazatelj iz 2008. godine. Ni prognoze za naredni period nisu naročito obećavajuće. Nepovoljne vanjske i unutrašnje prilike će, vjerovatno, ograničavajuće djelovati na ekonomski rast BiH u narednom periodu. Globalna ekonomska i finansijska kriza se reflektovala i na ionako nerazvijeno tržište kapitala

u BiH. Da je ova kriza, prije svega, finansijskog karaktera, dokaz su i promjene na posmatranom tržištu. Promet na uređenim tržištima vrijednosnih papira u BiH od 2007. godine je u silaznoj putanji što, između ostalog, implicira da je finansijski sistem gotovo godinu dana ranije nego realni sektor osjetio posljedice globalne krize. Poražavajući efekti ekonomske krize na tržište kapitala u BiH mogu se ilustrovati i kretanjem glavnih berzanskih indeksa na SASE i BLSE. Vrijednost berzanskih indeksa kontinuirano je u padu od 2007. godine. Vodeći indeks SASE, SASX-10³ zabilježio je pad sa 3.685,21 na 745,01 indeksnih poena, ili 79,78% gubitka vrijednosti. Vrijednost BIRS-a⁴ na kraju 2013. je 743,36 indeksnih poena, dakle manje za 1.820 indeksnih poena ili 71,01% manje nego na kraju 2007. godine.

Uprkos sveopćoj nelikvidnosti i smanjenju prometa vlasničkim vrijednosnim papirima na sekundarnom tržištu kapitala, posljednjih godina zabilježen je trend povećanja trgovanja dužničkim vrijednosnim papirima (ilustracija 1). Prije krize primarno tržište za ove vrijednosne papire gotovo da nije ni postojalo. Međutim u skorije vrijeme, prvenstveno zbog potrebe pokrivanja budžetskih deficita i prevazilaženja problema likvidnosti, entitetske vlade intenzivno koriste politiku zaduživanja na domaćem tržištu kapitala. Iako se još uvijek radi o relativno malim iznosima i prikupljanju sredstava u svrhe koje nisu investicijske prirode to, ipak, daje nadu u razvoj ovog segmenta finansijskog tržišta.

Ilustracija 1. Struktura prometa na SASE i BLSE (2009-2013)



Izvor: www.sase.ba, www.blberza.com (2014)

Uzimajući u obzir da finansijskim sistemom u BiH dominiraju komercijalne banke, neizbježno je prilikom razmatranja mogućnosti razvoja tržišta korporativnih obveznica osvrnuti se i na ovaj segment finansijskog tržišta.

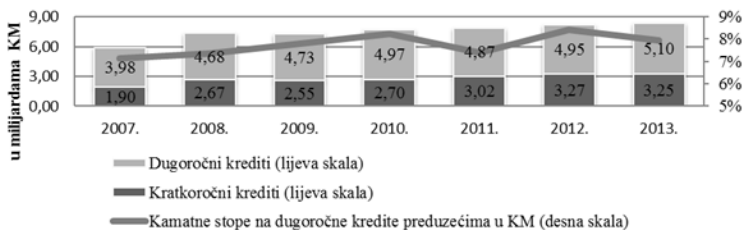
3 SASX-10 je referentni indeks koji prati trendove cijena za vodećih deset kompanija na tržištu, mjereno tržišnom kapitalizacijom i frekvencijom trgovanja. Bazni datum indeksa je 31.12.2004, a bazna vrijednost je 1.000 indeksnih poena.

4 BIRS je berzanski indeks BLSE koji može uključivati dionice od 5 do 30 emitenata. To je cjenovni indeks, tj. plaćene dividende se ne uzimaju u obzir prilikom njegova izračunavanja. Bazni datum indeksa je 1.5.2004, a njegova bazna vrijednost je bila 1.000 indeksnih poena.

3.2 Bankarski sektor u Bosni i Hercegovini

Sve do 2001. godine, odnosno uspostavljanja organizovanih tržišta kapitala komercijalne banke u BiH nisu imale konkurenciju u pogledu finansijske intermedijacije. Zvaničnim uspostavljanjem organizovanih tržišta kapitala praktično je kreiran put za alternativne oblike finansiranja i plasmana finansijskih sredstava. Međutim, situacija na finansijskim tržištima se do danas nije bitnije promijenila tako da bankarski sektor još uvijek ubjedljivo dominira finansijskim sistemom BiH. Velika oslonjenost domaće privrede na finansiranje od komercijalnih banaka u periodima kreditne ekspanzije, odnosno do globalne ekonomske krize, nije nužno predstavljala negativnu pojavu. Međutim, promjena kreditne politike komercijalnih banaka, te primjena rigoroznijih uslova odobravanja kredita u periodima tokom i nakon krize kako bi se sačuvala stabilnost bankarskog sistema za posljedicu je imala usporavanje kreditnih aktivnosti prema sektoru privrednih društava.⁵

Ilustracija 2. Krediti nefinansijskim javnim i privatnim privrednim društvima



Izvor: www.cbbih.ba (2014)

Trenutni obim bankarskog kreditiranja je dovoljan tek da se održi minimalan obim ekonomskih aktivnosti. Za dalji oporavak ekonomske aktivnosti u zemlji i brži izlazak iz krize neophodne su investicije, te shodno tome i plasiranje više dugoročnih kredita. Nažalost, prema trenutnim trendovima u ukupnim kreditima odobrenim privrednim društvima jača učešće kratkoročnih kredita (ilustracija 2, lijeva skala), što potencijalno ukazuje i na sve izraženiji problem likvidnosti privrednog sistema. Obeshrabrujuće djeluju i podaci o visini aktivnih kamatnih stopa banaka koje usljed nedostatka konkurentnih izvora finansiranja privrednih društava ne trpe pritiske, pa stoga ne bilježe ni značajnije smanjenje (ilustracija 2, desna skala). Izazov i/ili opasnost sa kojom se dodatno suočava finansijski sistem BiH proizlazi i iz vlasničke strukture banaka. Naime, zbog nepovoljnih dešavanja u ekonomijama zemalja iz kojih dolaze vlasnici banaka u BiH finansijska podrška matičnih banaka može biti značajno smanjena, a u najgorem scenariju može da dođe i do potpunog povlačenja inostranog kapitala.

⁵ Prosječan godišnji porast ukupnih kredita nefinansijskim preduzećima do 2009. je iznosi preko 20%, dok je u periodu od 2009-2013. godine iznosio skromnih 2,61%.

Postojanje i razvoj tržišta korporativnih obveznica nemoguć je bez postojanja adekvatnog zakonskog okvira kojim se uređuju pravila emisije. Zbog toga, prije pregleda dosadašnjih emisija korporativnih obveznica u BiH, ukratko analiziramo zakonsku regulativu iz ove oblasti.

3.3 Zakonska regulativa tržišta korporativnih obvezica u Bosni i Hercegovini

Višeslojna pravna struktura, kao i u većini drugih oblasti u BiH, prisutna je i na tržištima vrijednosnih papira. Tako su tržišta vrijednosnih papira u BiH regulisana na entitetskom nivou gdje svaki entitet ima svoju komisiju za vrijednosne papire, registar vrijednosnih papira i tržišne posrednike.⁶ Iako postoji visok stepen harmonizacije između entitetskih propisa, činjenica je da u BiH postoje (najmanje) dva odvojena tržišta vrijednosnih papira.

Prema zakonskom okviru u FBiH i RS emitent korporativnih obveznica može biti svako pravno lice pod uslovom da je organizovano kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću. Ograničenje prema kojem obim emisije obveznica privrednih društava u FBiH nije mogao prelaziti visinu osnovnog kapitala je ukinuto, tako da trenutno ne postoje zakonske prepreku u pogledu veličine kapitala koji preduzeća mogu prikupiti putem emisije obveznica.⁷ U RS-u Komisija može ograničiti obim emisije obveznica u skladu sa posebnim propisima. Postupak provedbe emisije korporativnih obveznica javnom ponudom se bitno ne razlikuje među entitetima (tabela 1). Emisija korporativnih obveznica javnom ponudom u oba entiteta smatra se uspješnom ako je u zakonski predviđenom roku upisan i uplaćen iznos koji je odlukom o emisiji određen kao najmanji iznos za uspješnost emisije, ali ne manje od 60% ukupnog broja emitovanih obveznica predviđenih odlukom o emisiji.⁸

U praksi se pokazalo da je od momenta donošenja odluke o emisiji do upisa uspjele emisije, u najboljem slučaju, potrebno 6 mjeseci u FBiH, te neznatno manje u RS-u. Iako troškovi povezani sa emisijom obveznica ne odstupaju mnogo od troškova obrade bankarskog kredita, često brzina prikupljanja potrebnih finansijskih sredstava igra presudnu ulogu. U tome smislu, neophodna je modernizacija entitetskih propisa.

6 U FBiH je na snazi „Zakon o tržištu vrijednosnih papira“ (Službene novine FBiH, 85/08), dok se u RS-u primjenjuje „Zakon o tržištu hartija od vrijednosti“ (Službeni glasnik RS 92/06 i 34/09).

7 Specijalno, ukoliko obim emisije korporativnih obveznica prelazi visinu osnovnog kapitala u perspektivi se moraju obrazložiti razlozi za takvu emisiju i navesti rizici koji iz toga proizlaze (Izmjena i dopune Zakona o tržištu vrijednosnih papira, Službene novine FBiH, br. 109/12).

8 U FBiH za emisije ukupne vrijednosti do 100.000 KM za uspješnost je potrebno uplatiti cjelokupan iznos.

Tabela 1: Zakonski postupak emisije korporativnih obveznica u FBiH i RS-u

F BiH			RS		
POSTUPAK EMISIJE		ROKOVI	POSTUPAK EMISIJE		ROKOVI
1	Donošenje odluke o emisiji	-	1	Donošenje odluke o emisiji	-
2	Zaključivanje ugovora između emitenta i banke depozitara	-	2	Zaključivanje ugovora između emitenta i banke depozitara	-
3	Podnošenje zahtjeva Komisiji za dobijanje odobrenja	najkasnije 90 dana od donošenja odluke	3	Podnošenje zahtjeva Komisiji radi odobrenja prospekta	najkasnije 30 dana od donošenja odluke
4	Donošenje rješenja po zahtjevu emitenta	najkasnije 60 dana od dana prijema zahtjeva	4	Donošenje rješenja po zahtjevu emitenta	najkasnije 30 dana od dana prijema zahtjeva
5	Objavljivanje prospekta i javnog poziva za upis i uplatu obveznica	najkasnije 3 dan prije početka roka za upis	5	Objavljivanje prospekta i javnog poziva za upis i uplatu obveznica	najkasnije 15 dan prije početka roka za upis
6	Upis i uplata vrijednosnih papira	najduže 90 dana od dana objavljivanja poziva	6	Upis i uplata hartija od vrijednosti	najduže 90 dana od dana objavljivanja poziva
7	Utvrđivanje i objavljivanje rezultata emisije	8 dana od dana prijema rješenja Komisije	7	Utvrđivanje i objavljivanje rezultata emisije	Najkasnije u roku od 7 dana od završetka ponude
8	Upis uspjele emisije u registar emitenata kod Komisije i upis vrijednosnih papira na račune kupaca kod Registra	najkasnije 15 dana od dana prijema izvještaja banke depozitara	8	Upis uspjele emisije u registar emitenata kod Komisije i upis vrijednosnih papira na račune kupaca kod Registra	

Izvor: Zakon o tržištu vrijednosnih papira FBiH i Zakon od tržištu hartija od vrijednosti RS

U pogledu investiranja u obveznice koje emituju privredna društva, entitetska zakonska regulativa je većim dijelom usaglašena. Zakonske prepreke u pogledu visine ulaganja u korporativne obveznice uglavnom se odnose na investicione fondove. Tako društva za upravljanje investicionim fondovima sa javnom ponudom ne mogu biti vlasnici više od 10% obveznica emitovanih od jednog emitenta. Ulaganje imovine otvorenih investicionih fondova sa javnom ponudom, također, ne može da prelazi više od 10% korporativnih obveznica jednog emitenta. Zatvoreni investicioni fondovi u FBiH i RS-u po zakonu nisu u mogućnosti da ulažu u korporativne obveznice koje su emitovala društva sa ograničenom odgovornošću. Dodatno, zatvoreni investicioni fondovi iz RS-a u svom vlasništvu ne mogu imati više od 25% korporativnih obveznica iz iste emisije. Na prihod ostvaren po osnovu kamata na korporativne obveznice pojedinci iz FBiH i RS su obavezni da obračunaju i plate porez na dohodak (trenutno iznosi 10%). Nasuprot tome, prihod po osnovu kamata na štednju u bankama i bankovnim računima, prihodi od kamata na državne obve-

znice i dividende⁹ predstavlja neoporezivi prihod. Da li će buduće izmjene zakonske regulative ukinuti favorizovanje ovih oblika ulaganja, ostaje da se vidi.

3.4 Pregled dosadašnjih emisija korporativnih obveznica

Iako zakonska regulativa pruža mogućnost privrednim subjektima da kapital prikupljaju emisijom dužničkih hartija od vrijednosti, tržišni materijal pokazuje da se te mogućnosti do sada nisu koristile u dovoljnoj mjeri. Pasivan odnos institucija tržišta kapitala i nepovjerenje u solventnost budžetskih institucija su ključni razlozi neiskorištenosti potencijala obveznica u BiH [Polić i Serdarević, 2012]. U FBiH primarno tržište korporativnih obveznica još uvijek nije zaživjelo. Ako isključimo finansijski sistem, odnosno banke, emisijom korporativnih obveznica u FBiH je ukupno prikupljeno svega 4,5 miliona KM i to od strane tri privredna društva.

Tabela 2: Pregled emisija korporativnih obvezica u FBiH

Naziv emitenta	Datum emisije	Rok dospeljeća (godina)	Nominalna vrijednost	Broj emitovanih hartija od vrijednosti	Kuponska stopa
NLB Tuzlanska banka	01.02.2008.	3	100,00 KM	50.000	5,75%
Unicredit Bank d.d.	01.09.2008.	5	1.000,00 KM	100.000	(6-o mjesečni EURI-BOR+1%)/2
ASA Finance d.d.	03.12.2009.	3	100,00 KM	30.000	6,00%
Elektro Grupa d.d. Jajce	03.09.2012.	2	10,00 KM	100.000	7,00%
Massimo Holding d.o.o	02.06.2014.	6	100,00 KM	5.000	8,00%

Izvor: www.rvp.ba, www.komvp.gov.ba (2014)

Situacija na tržištu korporativnih obveznica u RS-u je nešto bolja nego u FBiH, kako u pogledu broja dosadašnjih emisija, tako i vrijednosti prikupljenih sredstava. Rokovi dospeljeća emitovanih obveznica kreću se od jedne do čak 20 godina.

⁹ Na prihodovane dividende u RS-u se plaća porez po stopi od 10%, dok u FBiH to nije slučaj.

Tabela 3: Pregled emisija korporativnih obveznica u RS-u

Naziv emitenta	Datum emisije	Rok dospjeća (godina)	Nominalna vrijednost	Broj emitovanih hartija od vrijednosti	Kuponska stopa
Balkan Investment Bank AD Banja Luka	06.06.2007.	3	100,00 KM	5.000	6,05%*
NLB Razvojna banka Banja Luka	19.09.2007.	2,5	100,00 KM	50.000	5,75%*
CER AD Prnjavor	17.10.2008.	5	1.000,00KM	450	10,00%
Mikrokreditno društvo Sinergija PLUS	23.11.2009.	3	100,00 KM	21.070	8,00%
Farmland Nova Topola Gradiška	26.08.2010.	1	100,00 KM	25.000	8,00%*
Banka Srpske a.d. Banja Luka	30.12.2010.	7	100,00 KM	50.000	8,00%
Planinsko dobro Nevesinje a.d.	04.02.2011.	2	100,00 KM	10.000	6,75%
Jahorina OC a.d. Pale	29.03.2011	15	1,00 KM	15.000.000	6,00%
Atlantik BB d.o.o. Banja Luka	20.06.2011.	4	100,00 KM	15.000	7,20%
Kaldera Company d.o.o. Laktaši	11.07.2011.	20	100,00 KM	70.000	6,00%
Unis fabrika cijevi a.d. Derventa	15.07.2011.	8	1,00 KM	20.000.000	7,50%
Nova banka a.d. Banja Luka	24.08.2011.	7	100,00 KM	100.000	8,00%
Boska RK a.d. Banja Luka	22.09.2011.	12	100,00 KM	150.000	7,00%
Farmland Nova Topola Gradiška	13.08.2012.	3	100,00 KM	35.000	8,00%
Nova banka a.d. Banja Luka	30.01.2013.	7	100,00 KM	80.000	8,00%
Nova banka a.d. Banja Luka	14.06.2013.	7	100,00 KM	100.000	8,00%
Nova banka a.d. Banja Luka	13.05.2014.	7	100,00 KM	60.000	8,00%
* Obveznice su se prodavale uz diskont					

Izvor: www.crhovrs.org, www.secrs.gov.ba (2014)

4. Perspektive razvoja tržišta korporativnih obveznica u Bosni i Hercegovini

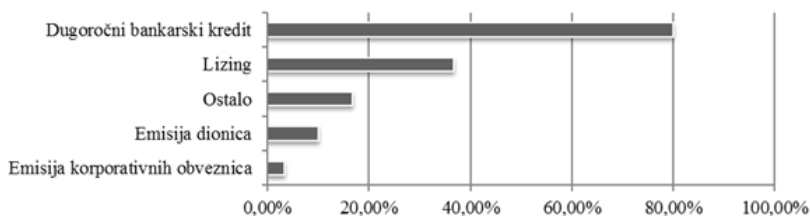
S obzirom da zakonski i institucionalni okvir (tržišna infrastruktura) u BiH postoje i u praksi funkcionišu već niz godina, jedan od ciljeva bilo je primarno istraživanje potencijala ponude i potražnje na tržištima korporativnih obveznica u BiH. Ispitali su se stavovi finansijskih menadžera o finansiranju različitim instrumentima s naglaskom na finansiranje emisijom obveznica, te stavovi potencijalnih investitora o investiranju dijela portfolija u korporativne obveznice. Prikupljanje podataka je vršeno metodom ispitivanja uz korištenje anketnih upitnika kao obrazaca za dva različita uzorka. U prvom uzorku, na strani ponude, ciljana populacija bila su najveća i najuspješnija privredna društva budući da su upravo takva društva najčešći emitenti korporativnih obveznica. U konkretnom slučaju to su bila privredna društva iz grupe 100 najuspješnijih privrednih društava u BiH mjereno prema ukupnom ostvarenom

prihodu u 2012. godini. Lista privrednih društava preuzeta je iz projekta Poslovnih novina „100 najvećih kompanija u BiH“ izdanje za 2013. godinu.¹⁰ Sva privredna društva sa liste u skladu sa zakonskom regulativom u FBiH i RS pripadaju grupi potencijalnih emitenata. Pod normalnim ekonomskim okolnostima na strani potražnje za dužničkim vrijednosnim papirima preovladavaju institucionalni investitori, pa je ispitivanje potražnje za korporativnim obveznicama bilo usmjereno na ove tržišne učesnike, te su drugi uzorak činili kvalifikovani institucionalni investitori¹¹ u BiH, odnosno banke, osiguravajuća društva i investicioni fondovi. Prikupljanje podataka je okončano sa zadovoljavajućim stepenom povrata i to 30% za uzorak privrednih društava, te 51,76% za uzorak investitora.

4.1 Potencijal ponude na tržištima korporativnih obveznica u Bosni i Hercegovini

Kako bi se ispitala zainteresovanost privrednih društava za finansiranjem emisijom obveznica, prvo je ispitan stepen njihovog oslanjanja na bankarske kredite, te u kojoj mjeri su im finansijska sredstva neophodna. Odgovori anketiranih društava su pokazali da se čak 80% njih koristi dugoročnim bankarskim kreditom kao metodom finansiranja. Koliki je značaj banaka u finansiranju poslovanja privrednih društava u BiH, indicira i podatak prema kojem je najveći broj subjekata pozajmljivao kod 5 i više banaka. Dugoročno finansiranje putem lizing aranžmana koristilo je 37% ispitanika, dok se emisijom dionica finansiralo 10% njih. Najmanji broj anketiranih društava, odnosno njih 3,33%, je kao oblik dugoročnog pozajmljivanja koristilo emisiju obveznica.

Slika 1: Dugoročni izvori finansiranja privrednih društava



Obaveze koje emitenti imaju po osnovu prodaje obveznica u osnovi se ne razlikuju od kreditnih obaveza prema bankama, međutim, podatak o 80%-tnom učešću dugoročnih bankarskih kredita u odnosu na 3,33%-tno učešće korporativnih obveznica indicira i zaključak da je ovaj oblik finansiranja uistinu potpuno zanemaren. Dakle,

¹⁰ „Poslovne novine“ su renomirani poslovni mjesečnik u izdanju Privredne štampe Sarajevo.

¹¹ Dok se u finansijskoj literaturi pod pojmom “institucionalni investitori” uobicajeno smatraju investicioni fondovi, penzioni fondovi i osiguravajuća društva, u kontekstu “Zakona o vrijednosnim FBiH” i “Zakona o tržištu hartija od vrijednosti”, institucionalnim investirima se smatraju i banke, što je i determiniralo uključivanje banaka u uzorak.

u cilju aktiviranja ovog instrumenta finansiranja potrebno je pronaći prostor i učiniti ga atraktivnijim u odnosu na bankarski kredit, a taj se prostor ogleda u pronalaženju razlike između kamatne stope koju banke odobravaju za oročenu štednju i aktivne kamatne stope koju privredna društva plaćaju na dugoročne kredite. Pravilno pozicioniranje kuponske stope između ove dvije tačke omogućilo bi obostranu korist, dakle, i emitentima i investitorima [Polić, 2010].

Većina privrednih društava pozajmljena finansijska sredstva koristila je u svrhu investicija u stalna sredstva i/ili za proširenje obima poslovanja, dok je trećina privrednih društava pozajmljena sredstva koristila u svrhu refinansiranja ranije započetih investicija. Privrednim društvima je putem anketnog upitnika ponuđeno sedam faktora prilikom odabira bankarskog kredita koje su trebali ocijeniti prema stepenu značajnosti (tabela 5). Najveći broj privrednih društava presudnim faktorom odabira bankarskog kredita smatra fleksibilnost koju im banke pružaju prilikom dogovaranja uslova kreditiranja.¹² Prednost odabira kredita predstavlja i tajnost informacija, a to se uočava prema stavu 54% anketiranih društava koji pridaju značaj tajnosti informacije o privrednom društvu. Privredna društva u BiH su spremnija podatke o poslovanju dati bankama, nego ih staviti na raspolaganje širokom krugu korisnika kao što se to, na primjer, zahtijeva prospektom prilikom emisije vrijednosnih papira. Za polovinu društava presudna je brzina kojom dolaze do potrebnih finansijskih sredstava. Ako se u obzir uzme vrijeme neophodno za pribavljanje finansijskih sredstava emisijom korporativnih obveznica, prednost na strani banaka je očigledna.

Tabela 4: Značaj faktora pri donošenju odluke o finansiranju privrednog društva putem bankarskog kredita

Faktor	»izuzetno mali«	»mali«	»srednji«	»veliki«	»izuzetno veliki«
	1	2	3	4	5
Brzina u realizaciji kreditnog zahtjeva	0,00%	0,00%	21,43%	28,57%	50,00%
Čuvanje poslovnih informacija o preduzeću	3,57%	10,71%	10,71%	21,43%	53,57%
Fleksibilnost u dogovaranju uslova kreditiranja	0,00%	3,57%	0,00%	39,29%	57,14%
Investiciono savjetovanje	17,86%	21,43%	28,57%	25,00%	7,14%
Mogućnost promjena ugovorenih uslova kreditiranja	3,57%	10,71%	25,00%	17,86%	42,86%
Nedostatak alternativnih vidova finansiranja	26,92%	15,38%	19,23%	19,23%	19,23%

Treći dio upitnika privrednim društvima sadrži pitanja kojima se nastojala utvrditi vjerovatnoća emitovanja obveznica, te razlog zašto se privredna društva opredje-

¹² Bankarski krediti, za razliku od emisije obveznica, podložni su naknadnim izmjenama uslova finansiranja.

ljuju, odnosno ne opredjeljuju za emisiju obveznica. Sva privredna društva imaju potencijal za rast i potrebni su im veći iznosi finansijskih sredstava o čemu govori i činjenica da je za 87% anketiranih društava potrebno više od 4 miliona KM za finansiranje rasta u budućnosti.

Privrednim društvima je ponuđeno da rangiraju sve izvore finansiranja pri implementaciji strategije rasta (tabela 5). Među analiziranim privrednim subjektima, kao što je bilo i očekivano, najveći broj njih je najviši prioritet dodijelilo finansiranju rasta putem bankarskog kredita. Finansiranje rasta emisijom korporativnih obveznica značajnije je, sa stanovišta ranga opcija finansiranja, zastupljeno kod trećine privrednih društava.

Tabela 5: Rangiranje izvora finansiranja pri implementaciji strategije rasta

Prioritet	»izuzetno nizak«	»nizak«	»srednji«	»visok«	»izuzetno visok«
	1	2	3	4	5
Emisija dionica	45,83%	25,00%	12,50%	12,50%	4,17%
Emisija korporativnih obveznica	33,33%	33,33%	12,50%	12,50%	8,33%
Finansiranje putem bankarskog kredita	0,00%	14,29%	14,29%	39,29%	32,14%
Lizing	20,00%	24,00%	32,00%	12,00%	12,00%

Privredna društva koja su razmatrala emisiju obveznica kao najznačajnije razloge emisije navode niži trošak kapitala i smanjenje izloženosti prema komercijalnim bankama (tabela 6). Kao značajni faktori finansiranja privrednog društva obveznicama su navedeni i zadržavanje kontrole nad privrednim društvom, kao i finansijskim rezultatom.

Tabela 6: Značaj faktora pri eventualnom donošenju odluke o emisiji obveznica

Faktor	»izuzetno mali«	»mali«	»srednji«	»veliki«	»izuzetno veliki«
	1	2	3	4	5
Bolje usklađivanje ročnosti imovine i obaveza preduzeća	0,00%	0,00%	25,00%	50,00%	25,00%
Marketinški efekti transparentnosti poslovanja na tržištu i eksponiranosti izdavatelja	0,00%	50,00%	0,00%	25,00%	25,00%
Najčešće se provodi bez kolaterala	0,00%	25,00%	0,00%	50,00%	25,00%
Niži trošak kapitala	0,00%	0,00%	25,00%	25,00%	50,00%
Smanjuje se izloženost prema komercijalnim bankama	0,00%	0,00%	25,00%	25,00%	50,00%
Vlasnici obveznica ne učestvuju u raspodjeli viška dobiti	0,00%	0,00%	25,00%	75,00%	0,00%
Zadržavanje kontrole nad preduzećem	0,00%	0,00%	25,00%	75,00%	0,00%

Najznačajni faktori koji utječu na nespremnost privrednih društava da se finansiraju emisijom obveznica su: duži vremenski period do realizacije aranžmana, nepoznata troškova emisije i rizik plasmana emisije. Većina anketiranih društava smatra da banke ne osiguravaju značajno bolje uslove finansiranja, pa se može pretpostaviti da su važni razlozi neemitovanja obveznica dugotrajnost postupka emisije i nesigurnost u pogledu njene realizacije.

Tabela 7: Značaj faktora nedonošenja odluke o finansiranju obveznicama

Faktor	»izuzetno mali«	»mali«	»srednji«	»veliki«	»izuzetno veliki«
	1	2	3	4	5
Banke osiguravaju bolje uslove finansiranja	13,04%	13,04%	39,13%	26,09%	8,70%
Bezuslovna obaveza plaćanja kamata (za razliku od dividendi)	12,50%	20,83%	41,67%	16,67%	8,33%
Duži vremenski period do realizacije	0,00%	12,50%	25,00%	41,67%	20,83%
Nesigurnost u pogledu troškova emisije korporativnih obveznica	0,00%	12,50%	37,50%	41,67%	8,33%
Nepoznat pravni okvir	0,00%	12,50%	37,50%	20,83%	29,17%
Nepoznati rizici investiranja	4,17%	12,50%	16,67%	29,17%	37,50%
Obavezna transparentnost poslovanja prema javnosti	20,00%	28,00%	20,00%	20,00%	12,00%
Objektivne granice do kojih mogu da se koriste kao izvor finansiranja	0,00%	14,29%	33,33%	38,10%	14,29%

Interesantan je i odgovor na postavljeno pitanje kojim se istražuju ključne prepreke razvoja finansiranja privrednih društava emisijom obveznica u BiH. Rezultati istraživanja pokazuju da su najvažniji faktori koji utječu na finansiranje privrednih društava emisijom obveznica nerazvijenost tržišta korporativnih i državnih obveznica, te makroekonomska i politička nestabilnost.

Tabela 8: Prepreke finansiranja privrednih društava emisijom korporativnih obveznica u BiH

Prepreka	»izuzetno mali«	»mali«	»srednji«	»veliki«	»izuzetno veliki«
	1	2	3	4	5
Makroekonomska i politička nestabilnost	3,57%	10,71%	14,29%	21,43%	50,00%
Manjak poduzetničke aktivnosti	0,00%	21,43%	32,14%	32,14%	14,29%
Manjak znanja o ovom obliku finansiranja	3,57%	21,43%	17,86%	21,43%	35,71%
Nerazvijenost tržišta državnih obveznica	3,57%	3,57%	10,71%	28,57%	53,57%
Nerazvijenost tržišta korporativnih obveznica	0,00%	3,57%	3,57%	28,57%	64,29%
Zakonski propisi	3,23%	6,45%	25,81%	32,26%	32,26%

4.2 Potencijal potražnje na tržištima korporativnih obveznica u Bosni i Hercegovini

Rezultati ispitivanja poželjnosti korporativnih obveznica u strukturi imovine kvalifikovanih investitora na finansijskom tržištu u BiH pokazali su da trećina institucionalnih investitora ima iskustvo ulaganja u obveznice domaćih privrednih društava, međutim, tradicija investiranja u korporativne obveznice se razlikuje među institucionalnim investitorima. Tako ni jedna banka iz uzorka do sada nije investirala u korporativne obveznice iako, na primjer, 20% njih ima iskustvo ulaganja u municipalne obveznice, čije je tržište manje. Ipak, taj podatak nije previše iznenađujući budući da primarna djelatnost banka u BiH nije ulaganje u vrijednosne papire. Među ispitanim osiguravajućim društvima 16% ih je odgovorilo da su ulagali u domaće korporativne obveznice. Najveći procenat ulagača u korporativne obveznice bio je među investicionim fondovima, što je sasvim razumljivo. Polovina njih, ili preciznije 52% je odgovorila afirmativno na postavljeno pitanje.

Na pitanje da li imaju namjeru da investiraju u domaće korporativne obveznice u budućnosti 57% anketiranih investitora je odgovorilo potvrdno. Među investicionim fondovima 65% njih je spremno da investira u korporativne obveznice u budućnosti, te više od polovine (7 od 12) osiguravajućih društava i 3 banke.

Preko 70% ispitanika smatra nedovoljan broj emitenata, te političku i ekonomsku podijeljenost BiH velikom i izuzetnom velikom preprekom za razvoj tržišta korporativnih obveznica. Također, za polovinu ispitanika veliku prepreku predstavljaju i nedovoljan broj vrijednosnih papira, zakonski propisi i nedovoljna edukovanost investitora.

Tabela 9: Značaj prepreka razvoja tržišta korporativnih obveznica u BiH

Prepreka	»izuzetno mali«	»mali«	»srednji«	»veliki«	»izuzetno veliki«
Podložnost špekulaciji	11,90%	7,14%	33,33%	14,29%	33,33%
Zakonski propisi	2,50%	10,00%	37,50%	20,00%	30,00%
Nedovoljan broj emitenata	0,00%	12,20%	9,76%	19,51%	58,54%
Nedovoljan broj vrijednosnih papira	2,44%	12,20%	31,71%	14,63%	39,02%
Needukovani investitori	0,00%	7,50%	37,50%	22,50%	32,50%
Politička i ekonomska podijeljenost BiH	7,14%	9,52%	11,90%	19,05%	52,38%

5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA I PREPORUKE

Privredna društva u BiH su u dosadašnjem periodu uglavnom bila orijentirana na izvore finansiranja koji nemaju ništa zajedničko sa korporativnim obveznicama. Međutim, ono što ohrabruje jeste značajan interes za finansiranjem emisijom obveznica. Taj interes kod privrednih društava u BiH pobuđuju prednosti koje se, očekivano, ogledaju u kvalitetnijem utjecaju na solventnost, eliminaciji ograničenja povezanih sa obezbeđenjem kolaterala, smanjenjem izloženosti prema bankama i posljedično nižim troškovima finansiranja. Nasuprot tome, iz perspektive privrednih društava ključne barijere za hrabriji iskorak u pravcu emisije obveznica predstavljaju nepoznanice povezane sa dužinom trajanja procesa, troškovima emisije i rizikom plansmana, uz naglašeno nepoznavanje pravnog okvira za provođenje emisije korporativnih obveznica.

Posebno ohrabruje saznanje da potencijal na strani tražnje za korporativnim obveznicama nesumnjivo postoji. Usprkos niskom stepenu razvoja tržišta korporativnih obveznica u BiH značajan je broj institucionalnih investitora koji su već imali određena iskustva u pogledu ulaganja u korporativne obveznice posebno investicioni fondovi. Značajniji udio korporativnih obveznica u portfoliju institucionalnih investitora u BiH podrazumijeva širu lepezu emitenata, te kvalitetniju pravnu osnovu, što ovi investitori vide kao ključne barijere.

Rezultati ukazuju da je kroz adekvatne pravne forme potrebno osigurati kratke rokove i efikasne procese emisije korporativnih obveznica koji ne bi smjeli trajati duže od procesa odobravanja dugoročnih kredita u bankama. Od posebnog je značaja provođenje procesa adekvatne promocije korporativnih obveznica, te intenzivne edukacije kako potencijalnih emitenata tako i investitora. Potrebno je posvetiti posebnu pažnju troškovima emisije korporativnih obveznica koji nikako ne smiju biti barijera prilikom donošenja odluka potencijalnih emitenata o izboru ovog finansijskog instrumenta, a na strani investitora potrebno je osigurati barem ravnopravan tretman ovog ulaganja u odnosu na štednju. Na koncu, u obimu u kome je to objektivno moguće potrebno je poraditi na sinergijskom djelovanju tržišta kapitala u BiH, odnosno na uspostavi ako ne jedinstvenog, onda barem u osnovi jednakog pravnog i institucionalnog ambijenta za emisiju i trgovanje korporativnim obveznicama u BiH.

POSSIBILITIES AND LIMITATIONS OF CORPORATE BOND MARKET DEVELOPMENT IN BOSNIA AND HERZEGOVINA

SUMMARY

Apart from institutional and legal framework, the existence of corporate bond market is generally conditioned by the supply and demand for these securities. Bosnia and Herzegovina corporate bond markets are in the initial phase of development. Therefore, this research includes identification of the potential and barriers in their development, analyzing the current situation and conditions and examining the potential of supply and demand for corporate bonds. It has been found that few companies have experience in financing its operations by the issuance of corporate bonds. However, it has also been established that there is significant interest in issuing corporate bonds in the future. In addition, by researching the demand for corporate bonds, we have found that legally qualified institutional investors have been interested in investment into corporate bonds of Bosnian companies.

Keywords: *corporate bond markets, development factors, issuers, investors*

LITERATURA

1. Bondt D. G., 2002. *Euro Area Corporate Debt Securities Market: First Empirical Evidence*, Working Paper No. 164, European Central Bank, Frankfurt am Main.
2. Choudhry M., 2001. *The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis*, Butterworth Heinemann, Woburn.
3. Fink G., Haiss P., Hristoforova S., 2003. *Bond Markets and Economic Growth*, IEF Working Paper Nr. 49, University of Economics and Business Administration Vienna.
4. Feldman R., Kumar M.S., 1995. *Emerging Equity Markets: Growth, Benefits, and Policy Concerns*, IMF.
5. Džafić J., 2014. *Teorijske i praktične implikacije razvoja tržišta korporativnih obveznica u Bosni i Hercegovini*, Magistarski rad, Ekonomski fakultet Univerziteta u Zenici.
6. Polić N., Serdarević N., 2012. *Praktični aspekti finansijskog menadžmenta*, Univerzitet u Zenici, Ekonomski fakultet, Zenica.

7. Polić N., 2010. *Primarno tržište – može li tržište kapitala u BiH biti realna alternativa bankarskom sistemu*, X Međunarodni seminar *Korporativno upravljanje*, Dubrovnik, Revicon.
8. Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu vrijednosnih papira („Službene novine FBiH“, br. 109/12)
9. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti („Službeni glasnik RS“ 92/06 i 34/09)
10. Zakon o tržištu vrijednosnih papira („Službene novine FBiH“, 85/08)
11. Centralna banka Bosne i Hercegovne, 2013. *Godišnji izvještaj*, [online]. Dostupno na: www.cbbih.ba [pristup 15.08.2014.]
12. Centralni registar hartija od vrijednosti, *Statistika* [online]. Dostupno na: www.crhovrs.org [pristup 17.08.2014.]
13. Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske, *Emisije* [online]. Dostupno na: www.secrs.gov.ba [pristup 17.08.2014.]
14. Registar vrijednosnih papira u Federaciji Bosne i Hercegovine, *Statistike* [online]. Dostupno na: www.rvp.ba [pristup 19.08.2014.]
15. Komisija za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine, *Legislativa, Učesnici na tržištu* [online]. Dostupno na: www.komvp.gov.ba [pristup 20.08.2014.]
16. Sarajevska berza, [online]. Dostupno na: www.sase.ba [pristup 25.08.2014.]
17. Banjalučka berza, [online]. Dostupno na: www.blberza.ba [pristup 25.08.2014.]