

KORPORATIVNE OBVEZNICE

Novi izvor finansiranja za kompanije u Srbiji

Korporativne obveznice pružaju veću fleksibilnost kompanijama u pogledu strukture finansiranja, relaksiranije novčane tokove i stvaraju dobru osnovu za buduće investicije i razvoj poslovanja. Nije na odmet napomenuti i rast ugleda, jer kompanije koje se odluče na ovaj korak doprinose preko potrebnom razvoju tržišta kapitala u korporativnom sektoru u Srbiji i pozicioniraju se kao lideri u finansijskim inovacijama.

Piše: Tijana Miković*

Inicijativa republičke vlade da se značajnijim izdavanjem korporativnih obveznica omogući dodatno finansiranje privrede radi ublažavanja ekonomskih posledica izazvanih pandemijom Covid-19, aktualizovala je temu o kojoj se već duže govori u korporativnom i finansijskom sektoru u Srbiji. Usvojeni set mera od strane relevantnih institucija, uključujući Ministarstvo finansija, Komisiju za hartije od vrednosti i Beogradsku berzu, podstiču ponudu kroz pojednostavljeni postupak emisije i smanjene troškove izdavanja, a mere Narodne banke Srbije dodatno stimulišu potražnju i kapacitet tržišta.

Slično svakom tržištu u razvoju, postoje određeni izazovi, kao što su nedostatak tržišnog iskustva u pogledu čestih izdavalaca, određivanje odgovarajućih stopa prinosa korporativnih obveznica, te okolnost da banke koje finansiraju privredu posredstvom kredita, u isto vreme predstavljaju i jednog od najvećih potencijalnih ulagača u obveznice. Postoje, međutim, i dobri preduslovi za razvoj tržišta, kao što su razvijeno tržište državnih obveznica, generalni pad prinosa dužničkih hartija od vrednosti, i prirodna potražnja za aktivom duže ročnosti od strane sektora osiguranja.

Kretanja postojećih obveznica na domaćem tržištu

Analiza postojećih obveznica na domaćem tržištu pokazuje da Republika Srbija uspešno emituje obveznice denominovane u dinarima i evrima sa rokovima dospeća do 12, odnosno 20 godina. Državnim obveznicama denominovanim u dinarima trguju domaći i strani investitori i očekuje se da će dinarske hartije biti uključene u indeks obveznica tržišta u razvoju J.P. Morgan banke, koji u svojim investicionim smernicama prate najveće svetske investicione kompanije.

Od 2016. godine primećujemo uspešno produžavanje dinarske krive prinosa, kao i značajan pad kamatnih stopa. U istom periodu, beležimo dve uspešne korporativne emisije obveznica iz finansijskog sektora koje su uključene na regulisano tržište Beogradske berze, a to su trogodišnje izdanje Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) i dvogodišnja izdanja Erste banke AD Novi Sad. Iskustvo drugih zemalja u centralnoj i istočnoj Evropi ukazuje da EBRD često ulaže u obveznice banaka i korporacija, s ciljem da se podrži razvoj domaćeg tržišta kapitala.

Šta donosi Uredba o izdavanju dužničkih hartija od vrednosti

Uredbom Vlade Republike Srbije o postupku za izdavanje dužničkih hartija od vrednosti od 10. aprila 2020. godine i povezanim izmenama relevantnih pravilnika Komisije za hartije od vrednosti, pojednostavljena je procedura emisije, pre svega u pogledu forme i sadržaja prospekta, osnovnog dokumenta o izdavaocu i obveznicama. Time je znatno skraćen vremenski period potreban za pripremu i odobrenje istog (period od tri sedmice).

Takođe, pojednostavljeno je i podnošenje zahteva za dobijanje neophodnih odobrenja od strane Komisije za hartije od vrednosti i Beogradske berze, uključujući odobrenje za objavljivanje prospekta, kao i skraćen vremenski rok za dobijanje odobrenja za uključivanje obveznica u trgovanje na regulisanom tržištu.

Mere koje je preduzela Narodna banka Srbije imaju za cilj da podrže razvoj tržišta sa aspekta potražnje. U skladu sa višegodišnjom implementacijom strategije dinarizacije finansijskog sistema, mere se odnose na dinarske obveznice (bez devizne



klauzule) sa najmanjom prihvatljivom ocenom kreditnog boniteta B (veoma dobar bonitet) datom od strane APR-a i maksimalnim originalnim rokom dospeća od pet godina.

Uključenje korporativnih obveznica u monetarne operacije NBS-a omogućuje bankama da koriste obveznice kao kolateral za dobijanje kredita za likvidnost na različite rokove. Najavljena mogućnost da NBS kupuje korporativne obveznice na sekundarnom tržištu (od banaka) će podstaći inicijalnu potražnju i može uliti dodatnu sigurnost investitorima da ulažu u korporativne obveznice.

Poređenje obveznica i bankarskih kredita

Potencijalne emitente, naravno, najviše zanima koje su to prednosti korporativnih obveznica u odnosu na bankarske kredite? Obveznice, kao dodatno sredstvo finansiranja, pre svega obezbeđuju divesifikaciju izvora finansiranja. Iznos obveznice se deli na veći broj kreditora, među kojima, osim banaka, učestvuju i drugi učesnici finansijskog sistema kao što su osiguravajuća društva i penzioni fondovi, a u skladu sa limitima propisanim od strane re-

gulatora. Jasno je da obveznice ne mogu zameniti kredite, ali mogu da upotpune i optimizuju finansijsku strukturu kapitala.

Kada govorimo o finansijskom planiranju i novčanim tokovima, kod obveznica je plan otplate tipično strukturiran sa jednokratnom otplatom glavnice, za razliku od amortizacije glavnice u slučaju tipičnog bankarskog kredita, i tako doprinosi smanjenju pritiska na novčane tokove u poslovanju kao i potencijalnom oslobađanju kolaterala. Obveznice se najčešće emituju kao neosigurane obaveze izdavaoca, dok banke vrlo često zahtevaju sredstva osiguranja kredita.

Takođe, u pogledu roka dospeća, obveznicama se može postići duža srednja ročnost zaduživanja ako u izdanju učestvuju i institucionalni investitori koji imaju prirodnu potražnju za aktivom duže ročnosti, radi usklađivanja sa karakteristikama svojih obaveza na duži rok, kao na primer osiguravajuće kuće.

Uspešna emisija podiže prepoznatljivost preduzeća na tržištima kapitala i uliva dodatno poverenje u njihovo poslovanje. Važan aspekt predstavlja i uključjenje u trgovanje na Beogradskoj berzi, koje omogućava dodatne

limite kod institucionalnih investitora i povećava likvidnost obveznice.

Cena pozajmljivanja

Drugo pitanje koje se često postavlja je određivanje kamatne stope obveznica i odnosa cene zaduživanja prema kamatnim stopama bankarskih kredita. Konkretan odgovor na ovo pitanje dobićemo kada se realizuje prva emisija obveznica. Opšta pretpostavka je da će se prilikom utvrđivanja odgovarajuće cene kretati od krive prinosa državnih obveznica kao osnove, na koju će se dodavati premija u zavisnosti od sektora poslovanja, pokazatelja poslovanja i zaduženosti, kao i od prognoza o budućem poslovanju. Svakako, relevantne će biti i kamatne stope bankarskih kredita. Uspehu emisije će značajno doprineti predstavljanje kompanije i njenog poslovnog plana, i poverenje koje se stvara kod investitora, najčešće putem direktnih sastanaka rukovodstva kompanije sa investitorima (tzv. „roadshow“).

Imajući u vidu da je ovo tržište tek u začetku, neminovno je da postoji rezerva kod potencijalnih izdavalaca. Već duže prisutan trend niskih kamatnih stopa je uslovio da kompanije očekuju da se zaduže po što nižim kamatama, pa na prvi pogled deluje da bi trošak pozajmljivanja putem izdavanja obveznica mogao biti viši od trenutnog. Ipak, potrebno je sagledati širu sliku, koja pokazuje da korporativne obveznice pružaju veću fleksibilnost kompanijama u pogledu strukture finansiranja, relaksiranije novčane tokove i stvaraju dobru osnovu za buduće investicije i razvoj poslovanja. Nije na odmet napomenuti i rast ugleda, jer kompanije koje se odluče na ovaj korak doprinose preko potrebnom razvoju tržišta kapitala u korporativnom sektoru u Srbiji i pozicioniraju se kao lideri u finansijskim inovacijama. ●

**Autorka je senior menadžer u odeljenju savetodavnih usluga, KPMG d.o.o. Beograd*