

*Др Јасмина Лабудовић Станковић, редовни професор  
Правног факултета Универзитета у Крагујевцу*

*УДК: 336.763.3*

*DOI: 10.46793/UVP21.225LS*

## **ФИНАНСИРАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА ЕМИСИЈОМ КОРПОРАТИВНИХ ОБВЕЗНИЦА \***

### ***Резиме***

*Тржиште корпоративних обвезница доприноси развоју финансијског тржишта, његовој инфраструктури, утиче на привредни раст. У развијеним земљама емисија корпоративних обвезница је врло распрострањен начин задуживања корпоративног сектора. У земљама у развоју овај начин задуживања «стидљиво» се користи јер се компаније најчешће обраћају банкама за помоћ. Осим тога, прилив страних директних инвестиција у ове земље доприноси подмирењу финансијских потреба корпоративног сектора, па се на тај начин смањује потреба за емисијом обвезница.*

*У раду се врши поређење задуживања емисијом корпоративних обвезница и банкарских кредита, објашњавају облици емисије ових хартија од вредности, рејтинг обвезница, секундарно тржиште корпоративних обвезница и укратко представља слика домаћег тржишта корпоративних обвезница.*

***Кључне речи:*** *корпоративне обвезнице, задуживање емисијом, екстерно финансирање, тржиште капитала.*

### **1. Уводна разматрања**

Корпоративне обвезнице су дужничке хартије од вредности које емитују предузећа, тј. корпоративни сектор привреде како би обезбедио средства за финансирање пословања. Емисијом корпоративних обвезница обезбеђује се екстерно финансирање, тј. финансирање туђим средствима. Корпоративне обвезнице се најчешће емитују дугорочно, на период преко 5 година.<sup>1</sup> По

---

\* Рад је написан у оквиру Програма истраживања Правног факултета Универзитета у Крагујевцу за 2021. годину који се финансира из средстава Министарства просвете, науке и технолошког развоја

<sup>1</sup> Некада су се корпоративне обвезнице емитовале на врло дуг рок. Има примера, и то почетком XX века, да су ове дужничке хартије од вредности емитоване са роком доспећа од 100 година. Међутим, временом се рокови смањују, да би пред крај XX века

основу ових обвезница емитент се обавезује власнику обвезнице да у одређеним интервалима исплаћује камату и да о року доспелости изврши исплату главнице. Реч је о серијским преносивим хартијама од вредности којима се тргује на финансијском тржишту, најчешће на ванберзанском.<sup>2</sup> Средства добијена продајом корпоративних обвезница користе се за унапређење пословања, куповину нове опреме, финансирање истраживања и развоја, куповину сопствених акција, исплату дивиденди акционарима, рефинансирање дуга, као и финансирање спајања и припајања.<sup>3</sup> Корпоративне обвезнице су ризичније од државних<sup>4</sup> и муниципалних обвезница.

Предност прибављања капитала на овај начин уместо емисијом акција огледа се у томе што се на овај начин не мења власничка структура предузећа емитента. За емитента је задуживање емитовањем обвезница погодније и из пореских разлога. Камата плаћена по основу обвезница одбија се од пореза на добит, за разлику од дивиденди акционара. Такође, предност емисије корпоративних обвезница јесте што ће у случају финансијских проблема и стечаја, прво бити намирени повериоци (власници обвезница), па тек онда акционари.

Корпоративне обвезнице су дужничке хартије од вредности које њиховом купцу, тј. инвеститору обезбеђују фиксни приход. Међутим, када цене почну да расту (тј. када дође до инфлације) и када каматне стопе показују тенденцију

---

неке компаније, као што су *Coca-Cola* и *Walt Disney* емитовале корпоративне обвезнице са изузетно дугим роком доспећа, тј. на 100 година. Видети: Rose, P., Marquis, M., *Finansijske institucije i tržišta*, Београд, 2011, стр. 628. Међу компанијама које су емитовале корпоративне обвезнице са врло дугим роком доспећа убрајају се и *Boeing* и *Chevron*. Ове компаније су емитовале обвезнице на 50 година (Madura, J., *Financial Markets and Institutions*, 2015, p. 172).

<sup>2</sup> Тржиште корпоративних обвезница једно је од највећих ванберзанских финансијских тржишта на свету (Askquith, P., Au, A., Covert, T., Pathak P., *The market for borrowing corporate bonds*, *Journal of Financial Economics*, 107, 2013, p. 155).

<sup>3</sup> Bai, J., Bali, T., Wen, Q., *Do the Distributional Characteristics of Corporate Bonds Predict Their Future Returns?*, SSRN Electronic Journal, 2015, доступно на: [file:///C:/Users/User/AppData/Local/Temp/7%20-%20Do%20Distributional%20Characteristics%20of%20Corporate%20Bonds%20Predict%20Their%20Future%20Returns Bai Bali Wen-1.pdf](file:///C:/Users/User/AppData/Local/Temp/7%20-%20Do%20Distributional%20Characteristics%20of%20Corporate%20Bonds%20Predict%20Their%20Future%20Returns%20Bai%20Bali%20Wen-1.pdf), стр. 2. и Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 644.

<sup>4</sup> Државне обвезнице не носе готово никакав ризик. То су тзв. безризичне (најсигурније) хартије од вредности јер држава уредно извршава своје обавезе. Међутим, у свету је било примера када државе нису испуниле своје обавезе по основу емитованих обвезница, као на пример, Аргентина, СССР, Коста Рика, СФРЈ. У круг земаља које нису могле извршавати своје обавезе по основу емитованих обвезница сврстава се и Грчка. Премија на ризик грчких обвезница 2009. била је иста као и у осталим државама чланицама ЕУ. Међутим, у 2010. години је скочила на 7%. Ризико премија на обвезнице других држава била је у распону од 1% до 3%. У 2011. и 2012. Шпанија и Португалија су такође због презадужености имале проблеме у вези са отплатом дуга по основу емитованих обвезница (Madura, J., *нав. дело*, стр. 180-181).

раста, држање корпоративних обвезница са фиксним приходом није исплативо за инвеститора. У таквим околностима, вредност корпоративних обвезница ће опасти. То је дало повода да се на тржишту појаве нове врсте корпоративних обвезница које носе варијабилни принос и могућност одложеног плаћања каматне стопе.<sup>5</sup>

Постоји још много врста корпоративних обвезница. Једна од значајнијих подела је на осигуране и неосигуране. У неким случајевима осигуране обвезнице могу имати нижи кредитни рејтинг у односу на неосигуране. У овом другом случају, виши рејтинг дугује се великој репутацији емитента, као што има примера у Великој Британији. Хипотекарне обвезнице су осигуране одређеном имовином, пре свега некретнинама, а постоје и тзв. гарантоване обвезнице које имају гаранцију неке друге компаније да ће емитент извршити уредно своје обавезе по основу емитованих обвезница. Наравно, прибављање ових гаранција додатно повећава трошкове емитента. Постоје и конвертибилне корпоративне обвезнице. То су оне које се могу конвертовати у акције. Мотив за замену, тј. конверзију постоји уколико расте цена акција.

Да би се развијало тржиште корпоративних обвезница неопходно је да постоји спремност предузећа да се задужују емитовањем корпоративних обвезница уместо да средства обезбеде задужујући се код банака, а са друге стране потребно је и да постоји тражња инвеститора за њима. Инвеститори треба да покажу заинтересованост за улагање у корпоративни сектор, тј. да покажу спремност да финансирају различите пословне пројекте емитента. То захтева добру процену компаније емитента, њених пословних планова, способности менаџмента компаније, али и многих других фактора – економске стабилности, кретања цена и сл. Уз ово, неопходно је да постоји законски оквир и развијено берзанско тржиште.

## **2. Задужити се код банака или емитовањем корпоративних обвезница?**

Компаније се најчешће обраћају банкама за финансијску помоћ. Разлог томе је обично традиција, неразвијено финансијско тржиште и изостанак других облика задуживања. Навика задуживања код банака и развијен однос поверења између банке и клијената, често утиче на могућност уговарања повољнијих услова кредита<sup>6</sup> за познате клијенте, што даје предност банкарским кредитима у односу на друге облике задуживања. Поверење подразумева и чињеницу да клијенти радије откривају своје финансијско стање и проблеме,

---

<sup>5</sup> Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 632.

<sup>6</sup> Могу се одобрити повољније каматне стопе, грејс период, односно касније се могу уговорити повољнији услови отплате кредита. Насупрот томе, уколико се компанија одлучи за јавну емисију корпоративних обвезница, тешко је да се касније (након емисије) опет преговара о повољнијим условима кредитирања.

као и пословне информације (пословне тајне) банкама, него другим кредиторима.<sup>7</sup> У литератури чак постоје ставови да банке које имају дугорочне односе са клијентима шаљу тржишту позитивне сигнале о својим клијентима – компанијама, тј. о њиховој вредности, кредитном потенцијалу и сл.<sup>8</sup>

Пре него што се определи које ће изворе финансирања користити, компанија мора да сагледа и трошкове задуживања. Трошкови позајмљивања зависе од величине емисије, тј. од висине зајма, рејтинга обвезница, синдиката покровитеља, репутације дужника.<sup>9</sup> Трошкови позајмљивања представљају разлику између тржишне каматне стопе и цене коју плаћа инвеститор, тј. купац обавезнице. Цена коју плаћа купац обвезнице (зајмодавац) је нижа од тржишне каматне стопе.<sup>10</sup> Истраживањима је потврђено да у поређењу са мањим емисијама, већа емисија може имати мање трошкове протеклом времена, односно на крају емисије.<sup>11</sup> Кредитни рејтинг обвезница утиче на трошкове задуживања све време до рока доспећа. Високоприносне обвезнице биће скупље јер носе веће трошкове задуживања него оне које припадају категорији инвестиционо пожељних. Трошкови задуживања расту у ситуацији када компанија има финансијских проблема, када се снижава рејтинг обвезница и када падају цене акција емитента. Угледни емитент, који уредно извршава своје обавезе и нема финансијских проблема, имаће ниже трошкове задуживања, него онај ко има проблема са уредним измиривањем финансијских обавеза.

Емисији се прибегава у случају када је задуживање путем емисије повољније, тј. јефтиније него задуживање у банци. Банкарски кредити су, по правилу, строго наменски у односу на емисију обвезница која даје већу слободу задуженој компанији да располаже средствима, а уз то компанија некада мора да има и тзв. учешће да би јој био одобрен кредит.<sup>12</sup> Код задуживања емисијом обвезница, по правилу, добијена средства од емисије нису наменски опредељена. Компликован поступак емисије, почев од испитивања тржишта, састављања проспекта, преко добијања одобрења од регулаторног тела и сл., може да одврати предузећа од овог начина задуживања. То значи да разлика између каматне стопе на кредите и каматне стопе која се плаћа по основу емитованих обвезница треба да буде довољно велика да покрије и трошкове спровођења јавне емисије и накнаду за покровитеља емисије, уколико је емитент закључио уговор о покровитељству. Висина каматних стопа које се плаћају на корпоративне обвезнице зависи од каматне стопе на кредите. Уколико су каматне стопе на кредите и по основу емитованих обвезница исте,

---

<sup>7</sup> Милош, Д., *Перспективе развоја хрватског тржишта корпорацијских обвезница*, Финанцијска теорија и пракса, 28(4), 2004, стр. 421.

<sup>8</sup> Исто.

<sup>9</sup> Askquith P., Au A., Covert T., Pathak P., *нав. чланак*, стр. 155.

<sup>10</sup> Исто, стр. 164.

<sup>11</sup> Исто, стр. 181.

<sup>12</sup> Милош, Д., *нав. чланак*, стр. 423.

емисија се не исплати. Али, уколико је каматна стопа на кредите већа од каматне стопе на обвезнице, онда постоји шанса да ће се корпоративни сектор задуживати путем емисије обвезница. Зато се, по правилу, емисија обвезница спроводи уз дисконт, тј. по цени нижој од њене номиналне.

Трошкови задуживања зависе и од синдиката покровитеља. Наиме, истраживањима на тржишту корпоративних обвезница у Кини утврђено је да код великих емисија (емисија велике вредности), већи број чланова синдиката покровитеља доприноси снижавању трошкова задуживања. Емисије које су преузете од стране већег броја покровитеља, у просеку, имају ниже трошкове. Велики број чланова синдиката може понудити много више информација које се тичу тржишне тражње и обезбедити, односно потврдити квалитет емитента.<sup>13</sup> Смањење трошкова задуживања постаје значајније што је већа информациона асиметрија.

Емисијом корпоративних обвезница диверзификују се извори задуживања, тј. капитал се прибавља из више извора, а не само из једног. Емисија омогућава и стицање доброг рејтинга, односно повећање рејтинга на финансијском тржишту и транспарентније задуживање.<sup>14</sup> Емитоване обвезнице не морају имати никакво средство обезбеђења, што је ипак правило када је реч о одобравању кредита од стране банака (нпр. непокретност). Затим, на овај начин могу се прибавити већа средства него што је кредит који би одобрила банка, а осим тога емитовањем обвезница омогућено је задуживање и оним компанијама које не би могле да се задуже код банака јер не задовољавају њихове услове. Невоља у вези са задуживањем путем емисије обвезница је што је то дугорочни облик задуживања и што су емитенти изложени ризику промене каматне стопе. Раст каматних стопа доводи до пада цена обвезница.

Иако је финансирање од стране банака карактеристично углавном за земље у развоју, а задуживање преко финансијских тржишта за развијене земље, има и других примера. Аустрија и Немачка припадају кругу развијених земаља које се доминантно финансирају преко банака, тј. на традиционални начин.

### 3. Емисија

Емисија корпоративних обвезница се може спроводити путем јавне емисије, тј. упућивањем јавне понуде унапред непознатим купцима. Други начин је путем приватног пласмана, што подразумева продају обвезница унапред познатом и ограниченом кругу купаца.

---

<sup>13</sup> Yang, S., Gong, X., Xu, S., *Underwriting Syndicates and the Cost of Debt: Evidence from Chinese Corporate Bonds*, *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol 53, Issue 2, 2017, p. 473 и 488.

<sup>14</sup> Дугалић В., Стојковић, Д., *Корпоративне обвезнице као извор финансирања*, Зборник радова: Економско-социјални аспекти прикључивања Србије Европској унији, Крагујевац, 2015, стр.453.

Јавна емисија се најчешће спроводи уз помоћ покровитеља. Уколико су емисије великог обима, формира се синдикат покровитеља. Смисао покровитељства (преузимања емисије) огледа се у томе што се ризик неуспеха емисије преноси са емитента на покровитеља. Покровитељ може да продаје обвезнице трећим лицима, али и да их откупи од емитента уколико све нису продате трећим лицима.<sup>15</sup> Тако ће емитент прикупити неопходна средства. Могуће је и да покровитељ само настоји да прода обвезнице, али не и да их откупи ако их трећа лица не купе, зависно од тога шта је уговорено.<sup>16</sup> За овако нешто покровитеља мотивише, наравно, профит који може да оствари на разлици између цене по којој купује обвезнице од емитента и цене по којој их продаје инвеститорима. У пракси се дешава да дође и до велике конкуренције између синдиката покровитеља када је реч о великим емисијама познатих компанија. Треба имати у виду да је некада тешко ускладити ставове свих покровитеља истог синдиката. Ставови се могу разликовати у вези са ценом по којој ће се вршити куповина, односно продаја обвезница, као и у вези са кретањем каматних стопа.<sup>17</sup> Врло је важно добро проценити висину цене обвезница. Превисоке цене ће одбити инвеститоре, па емисија можда неће бити у целини продата. С друге стране, прениска цена није у интересу емитента који треба да сакупи довољно капитала. Такође, мора се водити рачуна о величини емисије јер превелика емисија може створити ризик да можда неће бити продата у целости.<sup>18</sup>

Када се отпочне са емисијом, тј. продајом, требало би емисију што пре окончати јер кашњење може утицати на пад цена обвезница. Кашњење покровитељима изазива трошкове јер морају обезбедити финансирање непродатих обвезница.<sup>19</sup> Веће компаније имају већи рејтинг од мањих, па ће њихове обвезнице бити продате брже због већег поверења, него обвезнице мањих компанија.

Напоменимо да емитент мора да води рачуна о укупној задужености<sup>20</sup> пре него што се упусти у нову емисију. Ако је претходна емисија велике вредности, тј. уколико је компанија већ врло задужена, следећа емисија не би смела да буде веће вредности јер ће се то одразити на цену обвезница, а осим тога може бити врло упитно да ли ће компанија испунити своје обавезе према имаоцима обвезница.

---

<sup>15</sup> Уколико се покровитељ обавезао да ће откупити целу емисију по унапред дефинисаној цени, односно ако се обавезао да ће непродате обвезнице откупити, за емитента нема ризика. За њега је емисија успешно обављена.

<sup>16</sup> Јовановић, Н., *Берзанско право*, Београд, 2009, стр. 459.

<sup>17</sup> Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 640.

<sup>18</sup> Madura, J., *нав. дело*, стр. 172.

<sup>19</sup> Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 640.

<sup>20</sup> Укупна задуженост компаније, купонска стопа, рок доспелости и сл. увек одређују према карактеристикама компаније емитента (Madura, J., *нав. дело*, стр. 643).

Емисија путем приватних пласмана је много једноставнија. Иако се приватна емисија може спровести и код издавања акција, уобичајена је код обвезница. У САД емисији корпоративних обвезница путем приватних пласмана углавном приступају оне компаније које имају већи дуг у односу на акцијски капитал. Такође, приватним пласманима прибегавају мање и средње компаније.<sup>21</sup> Инвеститори којима се нуде корпоративне обвезнице у приватној емисији су по правилу, друштва за осигурање живота, инвестициони фондови и добровољни пензијски фондови. На основу директних преговора са емитентима, поменути инвеститори настоје да избегну уговарање клаузуле опозива јер њиховим дугорочним обавезама одговарају дугорочне хартије од вредности, па евентуално право опозива од стране емитента (ранија исплата камате и главнице) не би одговарало природи њихових обавеза. Предност емисије путем приватног пласмана је што се може обавити уз ниже трошкове емисије, што се може спровести брже у односу на јавну емисију и што емитенти и купци могу директно преговарати о условима емисије, тј. условима задуживања. Код приватне емисије избегавају се трошкови покровитељства. Цена по којој се обавља емисија је заправо ствар преговора између емитента и инвеститора.<sup>22</sup>

Емитовањем обвезница, било у поступку јавне емисије или путем приватног пласмана, уговором се (*indenture*) утврђују права и обавезе емитента и купца, тј. инвеститора. Често се предвиђају рестриктивне одредбе које су у интересу инвеститора. Такве одредбе за циљ имају заштиту инвеститора, тј. заштиту од оних радњи емитента (нпр. забрана повећавања дивиденди, ограничење висине зарада запослених у компанији емитенту, забрана додатног задуживања<sup>23</sup>) које би могле утицати на обарање вредности емитованих обвезница, односно које би могле довести до неизвршења обавеза по основу емитованих обвезница.<sup>24</sup> Старање о поштовању свега што је уговорено, па и о рестриктивним одредбама у земљама англосаксонске правне традиције, често је поверено трастију (*trustee*),<sup>25</sup> као трећој страни. Трасти штити интересе

---

<sup>21</sup> Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 642.

<sup>22</sup> Madura, J., *нав. дело*, стр. 644.

<sup>23</sup> Исто, стр. 178.

<sup>24</sup> Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 632.

<sup>25</sup> Ово је једна у низу улога трастија у савременом праву. Трасти има обавезу да управља пренетом имовином у интересу корисника траста који је економски власник. Иначе, траст је институт англосаксонског права. Траст постоји када једно лице – оснивач траста (*settlor*) пренесе својину другом лицу – трастију (*trustee*), с тим да је *trustee* не ужива, већ има обавезу да њоме управља у интересу корисника траста (*beneficiary*) међу којима се може наћи и сам *settlor*. О томе видети: Владетић, С., *Фидуција у римском праву и савремени фидуцијарни послови*, Београд, докторска дисертација, 2010, стр. 212-213. и Владетић, С., *Основи траста англосаксонског права*, Зборник радова Правног факултета у Нишу, бр. 58/2011.

купаца обвезнице, тј. инвеститора.<sup>26</sup> Трасти треба да надзире (контролише) све активности компаније емитента како не би биле повређене уговорне одредбе на штету законитог имаоца обвезница.<sup>27</sup> Ако би се десило да уговорени услови буду прекршени, трасти може поднети тужбу против компаније емитента.<sup>28</sup> Уколико је уговорено постојање фонда за амортизацију обвезнице, трасти контролише компанију емитента у погледу тога да ли уплаћује средства у овај фонд како би се прикупила средства за исплату обвезница о року доспећа.<sup>29</sup>

Инвеститори у корпоративне обвезнице су најчешће компаније за осигурање живота, инвестициони фондови, добровољни пензијски фондови, али и банке. Дугорочност обавеза ових институционалних инвеститора у складу је са дугим роковима доспећа корпоративних обвезница па је то разлог зашто своја слободна средства, делом пласирају у ове хартије од вредности. Као инвеститори у корпоративне обвезнице појављују се богати појединци, али и они са скромнијим средствима. Оно што их привлачи јесте већи принос у односу на принос које доносе државне обвезнице и друге хартије од вредности сличног рока доспећа.<sup>30</sup>

Бројни су ризици које носе ове обвезнице: ризик промене каматне стопе, реинвестирања, опозива, ризик неизвршења, инфлације, могућност ревалоризације обвезница у случају инфлације,<sup>31</sup> ризик ликвидности, валутни и политички ризик, ризик формирања фонда за амортизацију обвезнице.<sup>32</sup> Ризик

---

<sup>26</sup> Fabozzi, F., Modigliani, F., Jones, F., *Capital Markets: Institutions and Instruments*, 2009, p. 450.

<sup>27</sup> Економске кризе, практично, тестирају инвестициону способност и одговорност трастија. Оне су детаљно испитиване и након Велике економске кризе 1929. Трасти је чувар имовине траста, интереса корисника, и мора деловати професионално, интелигентно, вешто и адекватно условима у којима се налази. Наравно, процена његове способности и одговорности мора бити и у складу са одређеним стандардима. У неким случајевима је примећено да је деловао испод постављених стандарда. Видети: Woodruff, G., *Legal and Investment Standards of Trustees*, Fordham Law Review, Vol. 4, Issue 3, 1935, p. 391-415; Wright, S., *The Measure of the Trustee's Liability for Improper Investments*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 80, 1932, p. 1105-1121.

<sup>28</sup> Madura, J., *нав. дело*, стр. 177.

<sup>29</sup> Фондови за амортизацију обвезница су практично обезбеђење да ће емитент извршити обавезе по основу емитованих обвезница њиховим власницима. Емитент има обавезу да у овај фонд периодично уплаћује одређена средства. Захваљујући постојању ових фондова смањују се трошкови задуживања (Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 629).

<sup>30</sup> Bai, J., Bai, T., Wen, Q., *нав. чланак*, p. 2.

<sup>31</sup> Вуњак, Н., *Финансијски менаџмент – пословне финансије*, Бечеј, 2016, стр. 372.

<sup>32</sup> Разликују се једнократна и серијска амортизација обвезница. Уколико се исплата главнице спроводи само једном и то онда када обвезница доспева, реч је о једнократном облику амортизације. У овом случају се камата исплаћује или годишње или полугодишње на цео износ дуга. Серијска амортизација подразумева исплату камате и главнице годишње или полугодишње. Једнократна амортизација указује на већи ризик од неизвршења зато што се исплата обавља само једном (*Исто*).



улагања у обвезнице је мањи уколико се дозволи да се обвезнице конвертују у друге хартије од вредности.

#### 4. Клаузула о опозиву

Клаузула о опозиву (*call provision*) даје право емитенту да опозове обвезнице пре доспећа обвезница, под условом да је тако уговорено, и да након тога емитује нове обвезнице.<sup>33</sup> Опозив се данас ретко појављује као уговорна клаузула из разлога што повећава трошкове задуживања и што постоје различити други облици управљања ризиком.

Очекивање пада каматних стопа у будућности у ситуацији када је компанија већ емитовала обвезнице по високим каматним стопама ствара ризик за емитента. Зато је он спреман да плати и извесну премију на принос (тзв. цена опозива) да би могао раније да исплати дуг. Опозивом обвезница емитент практично причињава штету инвеститорима – скраћује им рок доспећа и лишава их могућности да више зараде. На тај начин мења новчане токове инвеститора. Обвезнице са клаузулом опозива носе већи принос инвеститору у односу на обвезнице које не садрже овакву клаузулу јер је опозив ризик за инвеститора. Међутим, приликом уговарања клаузуле опозива емитент види рачуницу у томе што ће моћи да се задужи по нижој камати при следећој емисији. Са растом каматне стопе вредност опозивних обвезница опада. Вредност обвезница са опозивом је лимитирана ценом опозива, а цена опозива зависи од висине каматне стопе.<sup>34</sup>

#### 5. Цена и вредност корпоративних обвезница

Цена обвезнице је она по којој се обвезница продаје (тржишна цена). Она може бити већа, мања или иста као и номинална вредност обвезнице. Цене се увек одређују пре отпочињања емисије (тзв. емисиона цена). Касније, приликом трговања на секундарном тржишту на цену обвезнице делује закон понуде и тражње. На формирање цена нове емисије утиче рејтинг већ емитованих корпоративних обвезница, стање у компанији емитенту, али и очекивања нових емисија у будућем периоду.<sup>35</sup> Већи број будућих емисија, тј.

---

<sup>33</sup> С друге стране, постоји тзв. пут клаузула (*put provision*) која даје право инвеститору да обвезницу прода емитенту по номиналној цени обвезнице. Разлог да ово учини инвеститор налази у расту каматних стопа на тржишту. Продаће обвезнице у које је првобитно уложио средства, а затим ће купити друге које му доносе већи принос. Емитенти обвезница пристају на уговарање пут клаузуле како би се смањио ризик од непријатељског преузимања (Јанковић, И., *Анализа инструмената са фиксним приносом*, Београд, 2019, стр. 13).

<sup>34</sup> Вуњак, Н., *нав. дело*, стр. 377.

<sup>35</sup> Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 640

већи обим понуде, као и величина емисије указују на пад цена обвезница, при непромењеној тражњи.

За инвеститоре у обвезнице врло је важна реална (унутрашња) вредност обвезнице (*intrinsic value*). То је садашња вредност очекиваног новчаног тока на основу будућих приноса обвезнице. Тржишна цена осцилира око реалне вредности обвезнице. Уколико би се десило да је тржишна цена испод реалне вредности обвезнице, онда је то добар знак, тј. сигнал за инвеститоре да купују ове обвезнице јер ће им цена убудуће расти. И обрнуто. Уколико је тржишна цена изнад реалне вредности обвезнице, то је знак инвеститорима да брзо продају обвезнице јер ће у будућности њихова цена падати.

На вредност обвезница утиче висина каматне стопе, стопа инфлације, рок доспећа обвезнице, номинална вредност (односно главница дуга), број обрачуна и исплата камате у току године, очекивана стопа приноса, рејтинг, али и повод за нову емисију. Уколико је повод за емисију непредвиђени недостатак средстава емитента и уколико тржиште препозна овакве проблеме, онда ће то утицати на пад цена обвезница, а задуживање учинити скупљим.<sup>36</sup> Реакција тржишта на нову емисију може бити и позитивна, што ће се одразити и на цену обвезница, на пример, уколико је у најави преузимање емитента. Има и случајева када тржиште не може да процени мотиве за емисију, па у том случају може реаговати негативно и тако утицати на пад цена обвезница.<sup>37</sup>

## 6. Рејтинг корпоративних обвезница

Одлуке инвеститора о улагању зависе од добре процене рејтинг агенција да ће емитент обвезница извршити уредно своје обавезе о року доспећа, тј. да ће исплатити камату и главницу. Процена рејтинга своди се на процену ризика обвезница, тј. рангирање обвезница по тзв. опадајућој сигурности.<sup>38</sup> Рејтинг агенције спроводе *процену квалитета* емитованих хартија од вредности. Ова њихова обавеза заснива се на уговору који је закључен између емитента и рејтинг агенције. Процена се спроводи за све време трајања обвезница. Зависно од рејтинга обвезница, инвеститори ће се одредити колико ће средстава уложити, односно да ли ће уопште уложити средства. Већи кредитни ризик значи нижи рејтинг обвезнице, и обрнуто. Мањи кредитни ризик значи виши рејтинг обвезница.

Рејтинг се може мењати временом, а са променом рејтинга мења се и цена обвезница што долази до изражаја на секундарном тржишту обвезница. Разлози за промену рејтинга могу бити разноврсни: економска криза, природне

---

<sup>36</sup> Исто, стр. 630.

<sup>37</sup> Исто.

<sup>38</sup> Шошкић, Д., Живковић, Б., *Финансијска тржишта и институције*, Београд, 2007, стр. 241.

катастрофе, поремећаји у снабдевању, несташица сировина, преузимање компаније, реструктурирање итд.<sup>39</sup>

Кључни фактори које рејтинг агенције (*Moody's Investors Services, Standard & Poor's Corporation, Fitch*) узимају у разматрање приликом процене рејтинга су: карактеристике и квалитет менаџмента<sup>40</sup> (њихова етика, репутација, враћање кредита у претходном периоду, одговорност); способност да емитент изврши обавезе по основу доспеле камате и главнице; квалитет и вредност имовине која ће служити као средство обезбеђења за обавезе по основу емитованих обвезница (али и оне која не служи као средство обезбеђења, а која је у власништву емитента); услови позајмљивања средстава.<sup>41</sup>

Зависно од процене, обвезницама се додељује одређени рејтинг исказан словима латинице. Процена рејтинга мора бити објективна.<sup>42</sup> Нпр. ААА, АА, А, ВВВ, ВВ, В, ССС, СС, С, D... итд. Ови подаци су јавно доступни, како би инвеститори били упознати са ризиком обвезница у које улажу, тј. како би за улагање изабрали оне које су инвестиционо пожељне. Генерално, све корпоративне обвезнице се деле на оне са инвестиционом оценом (*investment grade*) и без инвестиционе оцене (*noninvestment grade*).<sup>43</sup> Обвезнице се ређају по степену сигурности. Најсигурније су обвезнице у групи ААА или Ааа (зависно од тога на који начин рејтинг агенција обележава обвезнице у овој групи).

---

<sup>39</sup> Fabozzi, F., Modigliani, F., Jones, F., *нав. дело*, стр. 456.

<sup>40</sup> Квалитет менаџмента је најважнији фактор који утиче на процену кредитне способности, тј. снаге емитента. Процењује се пословна стратегија компаније емитента, доношење одлука, планирање, систем контроле. Спроводи се анализа финансијских извештаја, осетљивост компаније на економске кризе, анализирају се препреке за улазак у грану у којој послује компанија, изложеност компаније технолошким променама, затим евентуалне могућности компаније емитента за добијање разних финансијских и кредитних олакшица (*исто*, стр. 457).

<sup>41</sup> *Исто*.

<sup>42</sup> Након доношења Закона о финансијској реформи 2010. године, у САД су рејтинг агенције под надзором Канцеларије за кредитни рејтинг основане након последње финансијске кризе будући да многе рејтинг агенције пре кризе нису добро процениле ризик финансијских инструмената (заправо су га потцениле), што је створило уверење код инвеститора да је реч о квалитетним и неризичним инструментима. Канцеларија за кредитни рејтинг је под надзором Комисије за хартије од вредности. Рејтинг агенције су добиле нове стандарде, нове захтеве од највишег регулаторног тела, а информације које прикупљају и на основу којих одређују рејтинг хартија од вредности не смеју се базирати само на једном извору, тј. не смеју потицати само од компаније емитента. Аналитичари морају положити стручне испите, док систем оцене рејтинга мора бити врло транспарентан. Против рејтинг агенција се може подићи и тужба уколико се утврди да рејтинг одређују на начин који није у складу са процедуром. Ипак, проблем и даље постоји јер емитенти плаћају рејтинг агенције да одреде рејтинг хартија од вредности, што аутоматски изазива сумњу јавности у објективност таквих процена (*Madura, J., нав. дело*, стр. 174-175).

<sup>43</sup> Fabozzi, F., Modigliani, F., Jones, F., *нав. дело*, стр. 455.

Емитенти ових обвезница су поуздани и имају висок кредитни рејтинг. Следе обвезнице високог квалитета и обично се обележавају са два слова АА или Аа1. Виша средња оцена се односи на обвезнице рангиране са једним словом А. Средња оцена се односи на обвезнице означене са ВВВ. Нижа средња оцена представљена једним словом В означава обвезнице са спекулативним елементима, што би требало да упозори инвеститоре на појачан ризик улагања у њих. То значи да постоји ризик да емитент обвезница неће у целости или једним делом извршити исплату камате и главнице инвеститору. Постоје и високоризичне, тј. високоприносне обвезнице (*high-yield bonds, junk bonds*). То су обвезнице оних емитената који неће моћи или можда већ не могу да изврше своје обавезе по основу емитованих обвезница.

Велики ризик подразумева и велики принос. Зато све обвезнице испод рејтинга ВВВ, носе висок принос за инвеститоре. У корпоративним финансијама, високоприносне обвезнице (*high-yield bonds*) имају велики значај. Тржиште високоприносних корпоративних обвезница почиње да се развија крајем 70-их година XX века када компаније почињу постепено да замењују задуживање код банака задуживањем путем емисије корпоративних обвезница. Високоприносне корпоративне обвезнице могу бити оне обвезнице које су већ у време емисије окарактерисане и процењене као такве (*original issue high-yield bonds*), а могу то и временом постати зато што им је опао рејтинг услед повећаног ризика. За многе инвеститоре такве обвезнице су инвестиционо непожељне, али за оне који имају већу склоност ка ризику, оне су пожељне јер у њима виде начин за остваривање већих приноса.<sup>44</sup>

## 7. Секундарно тржиште корпоративних обвезница

Највећа тржишта корпоративних обвезница су у САД и Великој Британији.<sup>45</sup> У транзиционим земљама највећа тржишта корпоративних обвезница су у Чешкој, Русији и Украјини, док је у Бугарској и Турској забележен њихов убрзан развој. Задуживање на овај начин само је мали удео у укупним изворима финансирања предузећа.<sup>46</sup>

---

<sup>44</sup> Осим на америчком тржишту, и на тржишту ЕУ све више је присутно задуживање на основу емисије високоприносних обвезница, тј. високоризичних обвезница. Емисије ових обвезница прате тражњу инвеститора који немају аверзију према ризику и траже начине да што више зараде јер су каматне стопе значајно опале након кризе 2007/2008 (Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 633).

<sup>45</sup> Криза 2007. успорила развој тржишта корпоративних обвезница. Због неповерења у исте неки инвеститори су се опредељивали за државне обвезнице. Након кризе 2007/2008. САД бележи раст корпоративног задуживања емисијом обвезница, а уз то забележен је и раст неплаћених обавеза по основу емитованих корпоративних обвезница (Дугалић В., Стојковић, Д., *нав. чланак*, стр. 452-453).

<sup>46</sup> Iorgova, S., Ong, L., *The Capital Markets of Emerging Europe: Institution, Instruments and Investors*, IMF, 2008, p. 13.

За тржиште корпоративних обвезница се каже да је ограничено и често га карактерише мали обим трговине због тога што су инвеститори често пасивни<sup>47</sup>, независно од тога што купују врло ликвидне и квалитетне обвезнице највећих и најпознатијих компанија.<sup>48</sup> Трговина на секундарном тржишту је врло важна јер утиче на ликвидност обвезница, тј. могућност њиховог брзог уновчавања пре рока доспећа што је добар сигнал инвеститорима да улажу у ове хартије од вредности. Корпоративне обвезнице могу бити више или мање ликвидне. Често су обвезнице великих и познатих компанија ликвидније и брзо се продају, док су обвезнице мањих компанија и мање познатих компанија мање ликвидне. Ликвидност се може и мењати и разликовати од емисије до емисије.<sup>49</sup>

Ликвидност је питање којим се баве и инвеститори, и теоретичари (научници) и емитенти хартија од вредности. Судаћи према теорији, ниска ликвидност захтева већу премију ликвидности.<sup>50</sup> Емпиријска истраживања говоре у прилог томе да очекивана ликвидност има велики утицај на принос хартије од вредности. Ликвидност секундарног тржишта<sup>51</sup> има велики утицај на трошкове капитала компаније и представља доказ везе између ликвидности и цене активе.

Највећим делом, на америчком тржишту се трговина корпоративним обвезницама обавља на ванберзанском тржишту. Друго тржиште корпоративних обвезница је берзанско (*New York Stock Exchange and American Stock Exchange*). Како би се тржиште корпоративних обвезница учинило што ликвиднијим, на америчком тржишту основане су посебне трговинске платформе, тзв. мреже електронских обвезница (*electronic bond networks*) како би институционални инвеститори додатно трговали обвезницама на ОТП тржишту, али по нижим трансакционим трошковима. На овој платформи директно у контакт ступају инвеститори који желе да тргују обвезницама, али

---

<sup>47</sup> Обично купују корпоративне обвезнице и држе их до доспећа. Ипак, промене висине цена и промене каматних стопа утичу и на промену стратегије инвеститора.

<sup>48</sup> Rose, P., Marquis, M., *нав. дело*, стр. 638.

<sup>49</sup> Fabozzi, F., Modigliani, F., Jones, F., *нав. дело*, стр. 461.

<sup>50</sup> Goldstein, M., Hotchkiss, E., Pedersen, D., *Secondary Market Liquidity and Primary Market Pricing of Corporate Bonds*, Journal of Risk and Financial Management, No. 12, 86, 2019, p. 1.

<sup>51</sup> За процену ликвидности тржишта корпоративних обвезница користи се и нова мера ликвидности, тј. латентна ликвидност (*latent liquidity*), јер у неким случајевима нису довољне остале мере за процену ликвидности као што је обим трговине, учесталост трговине, распони између куповне и продајне цене итд. Латентна ликвидност се дефинише као просечни пондерисани промет инвеститора у обвезнице, где су пондери појединачни улози инвеститора. Предност ове мере (латентне ликвидности) је у томе што се може користити и у ситуацијама када готово да нема трговине обвезницама, што је у пракси чест случај. Видети: Mahanti, S., Nashikkar, A., Subrahmanyam, M., Chacko, G., Mallik, G., *Latent Liquidity: A new measure of liquidity, with an application to corporate bonds*, Journal of Financial Economics, No. 88/2008, p. 272-298.

уз једну битну разлику – у трансакцији не учествују дилери.<sup>52</sup> За трговину се плаћа мала провизија која треба да надокнади трошкове трговинске платформе. Једну од платформи за обвезнице основала је Њујоршка берза, и то за обвезнице којима је трговано на овој берзи.<sup>53</sup>

У земљама у развоју је тешко покренути развој овог тржишта. Тако на пример, у Хрватској је до 2004. било 13 емисија, од којих је 8 било приватних.<sup>54</sup> Приватни пласман, као начин спровођења емисије, иако можда повољнији за емитента, за берзанско тржиште не мора имати никакав значај уколико се обвезницама не тргује на секундарном тржишту. Трговина на секундарном тржишту је врло важна за његов развој, премда инвеститори у обвезнице готово да их држе до доспелости, што не иде у прилогу развоју овог тржишта.

## 8. Српско тржиште корпоративних обвезница

Финансијско тржиште Републике Србије није довољно развијено. Тој слици доприноси и неразвијено тржиште корпоративних обвезница као један његов део. Иако се предузећа у транзиционим земљама, па и у Србији, ослањају првенствено на банкарске кредите, као начин финансирања, један од разлога неразвијености тржишта корпоративних обвезница у транзиционим економијама јесте и велики прилив страних директних инвестиција у ове земље јер се на тај начин може задовољити део потреба за недостајућим изворима финансирања.

Судбина првих корпоративних обвезница које су се појавиле на домаћем тржишту 2010. године неславно је окончана будући да емитент, компанија Телефонија а.д. Београд, није извршила своје обавезе по основу емитованих обвезница о року доспећа јер је имала финансијских проблема због којих је над компанијом отворен стечајни поступак. Корпоративне обвезнице емитоване су у поступку приватне емисије са роком доспећа од четири године укупне номиналне вредности 50.000.000 динара. Купац ових обвезница било је друштво за осигурање *Wiener Städtische*. За инвеститоре ово је био лош сигнал.

И касније емисије спроведене су као приватне, а рок доспећа обвезница био је од две до пет година. Уз то, биле су негарантоване, куповали су их домаћи институционални инвеститори (и то мали број), без секундарног трговања.<sup>55</sup> Купци су били, углавном, друштва за осигурање и пензијски фондови, а понекад и банке. Обвезнице су емитовали НЛБ банка, Тигар а.д.<sup>56</sup>,

---

<sup>52</sup> Madura, J., *нав. дело*, стр. 176.

<sup>53</sup> Обезбеђена је и већа транспарентност будући да инвеститори добијају податке у реалном времену, и доступни су им подаци о цени и обиму трговине (*Исто*, стр. 177).

<sup>54</sup> Милош, Д., *нав. чланак*, стр. 418.

<sup>55</sup> Дугалић, В., Стојковић, Д., *нав. чланак*, стр. 456.

<sup>56</sup> Тигар а.д. је три пута емитовао корпоративне обвезнице. Купци прве емисије били су Комерцијална банка, *Wiener Städtische* и Таково осигурање. Купци друге емисије били

Галеб ГТЕ а.д. Београд<sup>57</sup>, *Societe Generale* банка. *Erste bank* а.д. Нови Сад је спровела прву јавну емисију обвезница укупне номиналне вредности 2.100.000.000 динара са роком доспећа од две године и каматном стопом од 15%.<sup>58</sup> Међутим, ове обвезнице нису продате у целини, већ 70% емисије.<sup>59</sup> Продатим обвезницама у емисији трговало се на регулисаном тржишту (сегмент који није листинг – *Open Market*).

У оквиру пакета економских мера усмерених на ублажавање последица кризе изазваних пандемијом вируса Ковид 19, пружања подршке и помоћи привреди, и истовремено подстицања развоја домаћег тржишта капитала, Влада РС је априла 2020. донела Уредбу о поступку за издавање дужничких хартија од вредности.<sup>60</sup> Уредбом се олакшава поступак задуживања током трајања ванредног стања у РС и 180 дана након истека ванредног стања. Држава је тако истовремено покушала да утиче на развој тржишта корпоративних обвезница. Емитоване корпоративне обвезнице домаћих привредних друштава са роком доспећа од 10 година и оценом бонитета најмање Д («прихватљив бонитет») од стране Агенције за привредне регистре (АПР), Народна банка Србије (НБС) користи за спровођење операција на отвореном тржишту у циљу вођења монетарне политике, поред осталих хартија од вредности (благајничких записа НБС, хартија од вредности РС, међународних финансијских организација и међународних развојних банака).<sup>61</sup> Међутим, приметимо да у једном документу, на сајту Комисије за хартије од вредности стоји да ће НБС на секундарном тржишту откупљивати емитоване корпоративне обвезнице, али само оне са рејтингом најмање Б («веома добар бонитет»)<sup>62</sup> и то од банака које су учествовале у примарној емисији. Није јасно

---

су такође познати купци КБЦ банка, ДДИОР осигурање, *Wiener Städtische*, *Wiener RE* и Таково осигурање. Након одлуке, управног одбора спроведена је и трећа емисија корпоративних обвезница. Емисија је реализована јула 2011, такође у приватној емисији са роком доспећа обвезница од 4 године, а купци су били КБЦ банка, ЈУБМЕС банка, ДДИОР осигурање, *Wiener RE* и Таково осигурање. Укупна вредност треће емисије била је 90.000.000 РСД. Емисиона цена је била 10.000 РСД по обвезници. Занимљиво је да су обвезнице имале „пут“ клаузулу. Подаци доступни на: <file:///C:/Users/User/AppData/Local/Temp/TIGAR%20AD%20-%20Obavestjenje%202011-07-08.pdf>

<sup>57</sup> Обвезнице су имале „пут“ клаузулу која даје право инвеститору да пре рока доспећа, након годину дана од емитовања, прода обвезницу њиховим емитенту по номиналној вредности.

<sup>58</sup> Подаци доступни из проспекта: <file:///C:/Users/User/AppData/Local/Temp/00080077.pdf>

<sup>59</sup> Дугалић, В., Стојковић, Д., *нав. чланак*, стр. 456.

<sup>60</sup> Сл. гласник РС, бр. 54/2020.

<sup>61</sup> Видети сајт Народне банке Србије: <https://nbs.rs/sr/RS/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instrumenti-monetarne-politike/oot/kolateral/>. Међутим, до 18.маја 2020. у овим операцијама нису коришћене хартије од вредности домаћих привредних друштава.

<sup>62</sup> Видети сајт Комисије за хартије од вредности: <http://www.sec.gov.rs/index.php/sr/%D0%B4%D0%BE%D0%BA%D1%83%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D1%82%D0%B8/166%D0%BF%D1%83%D0%B1%D0%BB%D0%B8%D0%BA%D0%B0%D1%86%D0%B8/D1>

зашто НБС не купује обвезнице на примарном тржишту, тј. директно од емитента. Откуп обвезница од стране НБС делује као вид државне помоћи.<sup>63</sup>

Први емитент након доношења поменуте уредбе био је Телеком а.д.<sup>64</sup> Као ни много пута до тада, са изузетком *Erste bank* а.д. Нови Сад, ни у случају Телеком-а није спроведена јавна емисија обвезница (што би више погодвало развоју тржишта капитала и тржишта корпоративних обвезница). Телеком а.д. се определио за приватну емисију познатим купцима. Приватна емисија није транспарентна као јавна. Међутим, пажњу изазива раст дуга Телекома, што би евентуално могло да укаже на потенцијални ризик неизвршења обавеза по основу емитованих обвезница. Раст дугова Телекома не иде у прилог имаоцима обвезница јер то обара вредност обвезница, а за банке и друге имаоце обвезница може значити губитке. Једно од значајних питања које се поставља тиче се тога да ли је АПР могла да утврђује рејтинг, тј. бонитет обвезница јер јој по закону то право не припада.<sup>65</sup> Наиме, да би се бавила овим послом АПР мора имати овлашћење,<sup>66</sup> а Комисија за хартије од вредности је у Републици Србији надлежна за издавање дозвола и доношење подзаконских аката у вези са издавањем дозвола, регулисањем и надзором агенција које се баве проценом кредитног ризика у Републици.<sup>67</sup>

Поред Телеком-а, емисију корпоративних обвезница спровеле су почетком септембра 2020. компаније у државном власништву *Југоимпорт СДПР* (у вредности од 130 милиона евра) и *Борбени сложени системи* (у вредности од 45 милиона евра), као и *ПМЦ Инжењеринг* (у вредности од 24 милиона евра).

---

[%98%D0%B5/7285-%D0%BA%D0%BE%D1%80%D0%BF%D0%BE%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B8%D0%B2%D0%BD%D0%B5-%D0%BE%D0%B1%D0%B2%D0%B5%D0%B7%D0%BD%D0%B8%D1%86%D0%B5](#) и [file:///C:/Users/User/AppData/Local/Temp/Korporativne%20obveznice.pdf](#)

<sup>63</sup> Куповина обвезница на секундарном тржишту од стране НБС подсећа на куповину обвезница од стране ЕЦБ у монетарној унији. Ефекат је исти. И ЕЦБ и НБС су гаранти дугова емитената обвезница. Практично, овакви поступци личе на монетарно финансирање. Питање дозвољености оваквог финансирања од стране ЕЦБ нашло се чак и пред Уставним судом Немачке (Лабудовић Станковић, Ј., *Инструменти Европске централне банке и криза у еврозони*, Гласник права, бр. 1/2016, стр. 46-49).

<sup>64</sup> Емитовао је обвезнице рочности 5 година и прикупио 23,5 милијарди динара од домаћих банака. Централна банка је истог дана откупила од банака половину емисије у вредности око 100.000.000 евра. Каматна стопа на ове обвезнице износи 3,97%.

<sup>65</sup> Закон о Агенцији за привредне регистре ово овлашћење не предвиђа (Закон о Агенцији за привредне регистре, Сл. гласник РС, бр. 55/2004, 111/2009 и 99/2011).

<sup>66</sup> Законом о тржишту капитала рејтинг агенција се дефинише као овлашћено правно лице које даје мишљење о будућој способности издаваоца, односно дужника да благовремено и у потпуности измири своје финансијске обавезе, а на основу унапред утврђеног и јасно одређеног система рангирања (чл. 2 тач. 27 Закона о тржишту капитала).

<sup>67</sup> Чл. 262 тач. 17 Закона о тржишту капитала.



## 9. Закључак

Погодности које пружа задуживање емисијом корпоративних обвезница опредељује многе компаније у развијеним земљама са развијеним финансијским тржиштима да одаберу овај начин екстерног финансирања. С друге стране, земље у транзицији овом начину финансирања приступају знатно рестриктивније. Неки од разлога су прилив страних директних инвестиција, неразвијено финансијско тржиште и укорењено традиционално задуживање преко банака.

Домаће тржиште корпоративних обвезница је неразвијено. Компаније се, по правилу, опредељују за приватну емисију уместо јавну која би више погодвала развоју финансијског тржишта. Да би подстакла развој финансијског тржишта, пружила подршку и помоћ привреди због ситуације изазване Ковидом-19, те обезбедила олакшано задуживање, Влада РС је донела Уредбу о поступку за издавање дужничких хартија од вредности 2020. године. То је мотивисало неке компаније да емитују корпоративне обвезнице, с тим да су за стручну јавност остала отворена бројна питања у вези са тим емисијама.

*Jasmina Labudović Stanković, Ph.D., Full-time Professor  
Faculty of Law, University of Kragujevac*

## COMPANY FINANCING BY CORPORATE BONDS

### *Summary*

*The corporate bond market contributes to the development of the financial market, its infrastructure, and affects economic growth. In developed countries, corporate bond issuance is a very common way of borrowing by the corporate sector. In developing countries, this method of borrowing is used "shyly" because companies most often turn to banks for help. In addition, the inflow of FDI in these countries contributes to meeting the financial needs of the corporate sector, thus reducing the need for bond issues. The paper compares borrowing by issuing corporate bonds and bank loans, explains the forms of issue of these securities, rating bonds, the secondary market of corporate bonds and briefly presents the picture of the corporate bonds market of Republic of Serbia.*

**Key words:** *corporate bonds, borrowing by issuing corporate bonds, external financing, capital market.*

## Литература

- Askquith, P., Au, A., Covert, T., Pathak P., *The market for borrowing corporate bonds*, Journal of Financial Economics, No. 107/2013.
- Bai, J., Bali, T., Wen, Q., *Do the Distributional Characteristics of Corporate Bonds Predict Their Future Returns?*, SSRN Electronic Journal, 2015.
- Владетић, С., *Фидуција у римском праву и савремени фидуцијарни послови*, Београд, докторска дисертација, 2010.
- Владетић, С., *Основи траста англосаксонског права*, Зборник радова Правног факултета у Нишу, бр. 58/2011.
- Вуњак, Н., *Финансијски менаџмент – пословне финансије*, Бечеј, 2016.
- Woodruff, G., *Legal and Investment Standards of Trustees*, Fordham Law Review, Vol. 4, Issue 3, 1935.
- Wright, S., *The Measure of the Trustee's Liability for Improper Investments*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 80, 1932.
- Goldstein, M., Hotchkiss, E., Pedersen, D., *Secondary Market Liquidity and Primary Market Pricing of Corporate Bonds*, Journal of Risk and Financial Management, No. 12, 86, 2019.
- Дугалић В., Стојковић, Д., *Корпоративне обвезнице као извор финансирања*, Зборник радова: *Економско-социјални аспекти прикључивања Србије Европској унији*, Крагујевац, 2015.
- Закон о Агенцији за привредне регистре, Сл. гласник РС, бр. 55/2004, 111/2009 и 99/2011.
- Закон о тржишту капитала, Сл. гласник РС, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 и 153/2020.
- Iorgova, S., Ong, L., *The Capital Markets of Emerging Europe: Institution, Instruments and Investors*, IMF, 2008.
- Јанковић, И., *Анализа инструмената са фиксним приносом*, Београд, 2019.
- Јовановић, Н., *Берзанско право*, Београд, 2009.
- Лабудовић Станковић, Ј., *Инструменти Европске централне банке и криза у еврозони*, Гласник права, бр. 1/2016.
- Madura, J., *Financial Markets and Institutions*, 2015.
- Mahanti, S., Nashikkar, A., Subrahmanyam, M., Chacko, G., Mallik, G., *Latent Liquidity: A new measure of liquidity, with an application to corporate bonds*, Journal of Financial Economics, No. 88/2008.
- Милош, Д., *Перспективе развоја хрватског тржишта корпорацијских обвезница*, Финансијска теорија и пракса, 28(4), 2004.
- Rose, P., Marquis, M., *Finansijske institucije i tržišta*, Београд, 2011.
- Yang, S., Gong, X., Xu, S., *Underwriting Syndicates and the Cost of Debt: Evidence from Chinese Corporate Bonds*, Emerging Markets Finance & Trade, Vol 53, Issue 2, 2017.
- Уредба о поступку за издавање дужничких хартија од вредности, Сл. гласник РС, бр. 54/2020.
- Fabozzi, F., Modigliani, F., Jones, F., *Capital Markets: Institutions and Instruments*, 2009.
- Шошкић, Д., Живковић, Б., *Финансијска тржишта и институције*, Београд, 2007.