

# Šahovska pat pozicija

Veliki institucionalni investitori željno čekaju da se pojave i korporativne obveznice, kako bi pored kupovine državnih obveznica mogli lakše da diversifikuju portfolio



**DVE GLAVNE PRIMEDBE KOJE SE ODOSE** na naše finansijsko tržište su da su prometi mali (nedovoljno duboko tržište) i sa time povezan rizik

nelikvidnosti i da nema dovoljno kvalitetnih hartija od vrednosti koje bi obezbedile odgovarajuću diversifikaciju plasmana (nedovoljno široko tržište). Pri tome se uglavnom misli na kvalitet akcija koje se nalaze u našoj indeksnoj korpi Belex15, tzv. prime tržište, državne obveznice su u jako visokim nominalama, a korporativne obveznice praktično ne postoje i to je nešto što pored malog prometa odbija mnoge institucionalne investitore od Beogradske berze.

Ajde da probamo malo da razjasnimo ovu situaciju iz drugog ugla, iz pozicije privrede, može se prirodno postaviti pitanje: Zašto naše kompanije ne koriste emisije korporativnih obveznica kao kvalitetan način finansiranja svojih razvojnih projekata u vidu planiranih investicija? Korporativne obveznice su vrlo prisutne na razvijenim finansijskim tržištima, ali ako i pogledamo naš region, koriste se i od strane slovenačkih i hrvatskih kompanija. Za početak, one predstavljaju lep način da se kompanija kroz prospekt prilikom emisije i odgovarajuću reklamu predstavi širokoj mapi investitora i da privuče pažnju, ne samo na sebe direktno, već i na svoje investicione projekte, a time često kroz sve plasirane informacije i marketinški utiče na sticanje lojalnosti kod svojih kupaca. Dakle, u pitanju je ono što bi se marketinški nazvalo PR (komunikacija sa javnošću). Ako pričamo o finansijskom motivu kompanija da se odluče da se ovako dugoročno finansiraju, stvar je još vidljivija, cena koštanja kapitala u ovom slučaju bi trebalo da bude nešto povoljnija nego alternativa koju značajno koriste naše kompanije, a to je da se uzme in-



Autor: PROF. DR ZORAN GRUBIŠIĆ, dekan Beogradske bankarske akademije

vesticioni kredit kod banke (za kupovinu poslovnog objekta ili izgradnju kroz projektno finansiranje ili za kupovinu biznisa ili za nabavku opreme ili mašina).

## Interes

Kuponska stopa na korporativne obveznice je po pravilu niža u odnosu na nominalnu kamatnu stopu koju kompanija može da dobije kod banke za investicioni kredit. Efekat je još jasniji ako se upoređi novčani tok (cash-flow) kod korporativnih obveznica u odnosu na plan otplate kredita koji je prateći element investicionog kredita kod banke. Naime, dok se kod banke pravi otplata kredita u anuitetima (ratama), koje u sebi sadrže i zaračunatu kamatu i otplatu duga, kod emisije korporativnih obveznica, kompanija (emitent) u toku celog roka dospeća ove obveznice (uobičajeno 5 ili 10 godina) plaća kamatne kupone investitorima (polugodišnje ili godišnje, rede kvartalno), a tek po dospeću obveznice vraća kompletnu nominalu (glavnicu). Iz logike biznisa, ovakva dinamika finansiranja blagodetno utiče na

cash-flow kompanija i, samim tim, relativno gledano popravlja njihovu likvidnost u odnosu na alternativu investicionog kredita kod banaka.

Dakle, očigledno je i da investitori to željno čekaju, a i da kompanije imaju interes da emituju korporativne obveznice. Prirodno se nameće jednostavno pitanje: Šta se do sada čekalo i zašto se korporativne obveznice već nisu uveliko pojavile na našem finansijskom tržištu? Zvaničnog odgovora na ovu dilemu nema, ali može se naslutiti zašto naše kompanije nisu ušle u ove operacije na emisio-

## Ko bi preuzeo rizik

Za početak, svaka emisija hartija od vrednosti predstavlja posao iz domena investicionog bankarstva, a sve banke prisutne na našem bankarskom tržištu pripadaju grupi komercijalnih banaka sa osnovnom funkcijom kreditiranja privrede i stanovništva, dok sredstva najvećim delom prikupljaju iz depozita. Naravno da te iste banke imaju investiciona odeljenja, a ovim poslom bi mogle da se bave i brokerske kuće kao korporativni agenti. Međutim, upravo u opisu ovog posla se krije još jedna potencijalna prepreka, a to je ko bi preuzeo rizik od neuspeha u prikupljanju potrebnih novčanih sredstava ovakvom emisijom korporativnih obveznica, odnosno šta ako se ne bi prodao na primarnom tržištu značajan deo emisije i time prikupio planiran novac. U tom slučaju bi se ušlo u određene troškove organizovanja i pripreme same emisije, izradu prospekta, a ne bi se ostvario očekivani rezultat, što bi moglo pored finansijskog da da i negativan marketinški efekat o kome je već bilo govora i koji je isto tako bitan u ovakvim operacijama. U principu, investiciona banka može ovde da nastupa u dve uloge, kao agent i kao pokrovitelj emisije (underwriter).

Očigledno je očekivanje da bi u našim uslovima malo koja investiciona banka (odeljenje, brokerska kuća) bila spremna da preuzme rizik neuspeha emisije na sebe, odnosno da nastupi u ulozi pokrovitelja emisije, a sa druge strane ni sama kompanija (emitent) sa našim nivoom razvoja finansijskog tržišta i nedovoljno snažnim institucionalnim okvirom koji to prati (prateća regulativa koja je pod nadležnošću naše Komisije za hartije od vrednosti) nije spremna da uđe u određene troškove i marketinški rizik neuspeha emisije preuzme na sebe.

Sledeće logično pitanje je: A zašto je, naravno pored generalno niske likvidnosti na Beogradskoj berzi, prisutan taj rizik da se emisija ne bi uspešno realizovala na primarnom tržištu? Odgovor dobrim delom leži u kreditnom rejtingu koji našim kompanijama treba da daju neke od prvoklasnih globalnih rejting agencija (recimo, Standard & Poors, Fitch, Moody's). Dobro je poznata činjenica koliko naši kreatori ekonomske politike ističu ulogu koju ima kreditni rejting Srbije (BB+) u emisiji državnih obveznica. Nedavno, u maju mesecu je stigla vest da su uspešno prodate desetogodišnje dolarske „održive“ evroobveznice u vrednosti od 1,5 milijardi dolara koje su imale oznaku ESG (to dakle predstavlja drugu uspešnu emisiju tzv. emisiju zelenih obveznica). Istu takvu pažnju investitora bi mogla da privuče i korporativna zelena obveznica, ali se u svemu pokazuje da je ključni nedostatak što naše kompanije nemaju globalni kreditni rejting.

## Rešenje

Kako razrešiti ovu šahovsku pat poziciju ili Gordijev čvor? Očigledan zaključak je da je pomoć države neophodna i prvi potez je bio usvajanje Strategije za razvoj tržišta kapitala i ubrzo prateći Akcioni plan, to je sve utvrđeno krajem 2021. godine i po tome se krenulo u prilagodavanje institucionalnog okvira pravilima EU i promenu potrebne regulative. Jedan podatak iz te strategije se mora izneti, a to je u tom trenutku definisano učešće tržišne kapitalizacije u odnosu na BDP, gde je prosek zemalja EU nešto preko 50% (ovde ne ulaze samo najrazvijenije zemlje, kao što su Nemačka, Francuska, Italija), a u Srbiji je isti po-



50%

učešće tržišne kapitalizacije u odnosu na BDP prosek zemalja EU (ovde ne ulaze samo najrazvijenije zemlje, kao što su Nemačka, Francuska, Italija!)

10%

učešće tržišne kapitalizacije u odnosu na BDP u Srbiji

27,7

MILIONA EVRA

vrednost odobrenog kredita iz 2023. godine Svetske banke za podsticanje dugoročnog finansiranja kroz razvoj tržišta kapitala

kazatelj nešto ispod 10%, dakle više od pet puta veća razlika. Sledeća konkretna vest je koja je to operativno ispratila je odobren kredit iz 2023. godine od strane Svetske banke od 27,7 miliona evra za podsticanje dugoročnog finansiranja kroz razvoj tržišta kapitala. U realizaciji ovog zajma se posebno ističe podrška jačanju relevantnih institucija tržišta kapitala i podsticanju pravnih lica da emituju obveznice, uključujući i zelene i tematske obveznice. Očigledan zaključak

je da i korporativne obveznice (a ne samo državne!) mogu postati privlačan alternativni izvor dugoročnog finansiranja za ostvarivanje ciljeva zelene tranzicije u Srbiji, a što je sve definisano po Zelenoj agendi za zapadni Balkan. Naravno da je interes države tu vrlo jasan u jednostavnoj činjenici da se ovim omogućava da se izvori finansiranja diversifikuju tako da privreda ne zavisi samo od bankarskog sektora, što posredno jača ekonomsku otpornost tokom fluktuacija kreditnih ciklusa. Time će se sigurno direktno doprineti smanjenju cene zaduživanja, a samim tim i smanjenju ukupne cene kapitala kompanija u Srbiji.

## „Izadi na berzu“

Beogradska berza je i sa svoje strane učinila napor da kompanijama približi mogućnosti prikupljanja kapitala na emisio-

nom tržištu obveznica za finansiranje investicionih projekata. Cilj projekta „Izadi na berzu (Serbia: IPO Go!)“ koji je finansirao Specijalni akcionarski fond Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD SSF), a koji sprovodi PwC je upravo bio da edukuje srpske kompanije o ovim mogućnostima, kao i da pruži pomoć kompanijama za izlazak na berzu. Čini se da treba biti optimista, država preduzima značajne mere na jačanju institucionalnog okvira, namenski kredit Svetske banke je u fazi realizacije i može se očekivati da određene kompanije koje su se prijavile za učešće u projektu mogu ubrzo da dobiju i neophodan kreditni rejting. Veliki institucionalni investitori željno čekaju da se pojave i korporativne obveznice, kako bi pored kupovine državnih obveznica mogli lakše da diversifikuju portfolio. Veruje se da bi se našao i dovoljan broj malih investitora kojima bi ovakav instrument bio zanimljiviji od štednje u bankama, tajming u pogledu kretanja kamatnih stopa pogoduje ulaganju u obveznice, a nominalne će sigurno biti prihvatljive. Time bi i sekundarno tržište korporativnih obveznica preko Beogradske berze dobilo na traženoj likvidnosti. Zaključak je očigledan, treba biti strpljiv i sačekati da se, lako je moguće, već ove godine pojavi jedan broj srpskih kompanija koji će uz odgovarajući kreditni rejting emitovati korporativne obveznice.