

4. OBVEZNICE

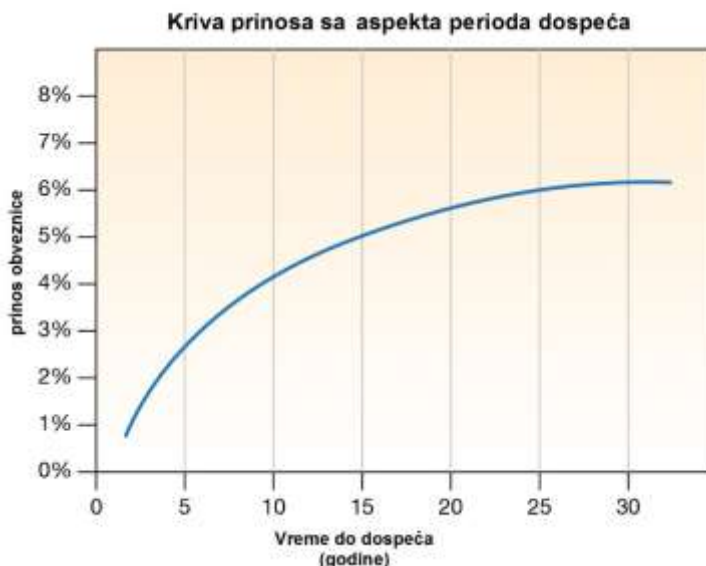
4.1. KARAKTERISTIKE OBVEZNICE I VRSTE

Kada kompanije prikupljaju neophodna novčana sredstva za svoja ulaganja, onda to mogu učiniti emisijom akcija i obveznica. Akcije su vlasničke HoV i novac prikupljen njihovom emisijom ne treba da se vrati vlasnicima akcija, dok novac prikupljen emisijom obveznica mora da se vrati vlasnicima obveznica, što znači da su obveznice dugovne HoV. Novac prikupljen izdavanjem obveznica ima isti status duga za kompaniju kao i kredit koji je uzet od banke. Razlika je u tome što je novac prikupljen emisijom obveznica potekao od više malih zajmodavaca, dok je kredit od banke uzet samo od jednog zajmodavca – banke. Pored toga, trošak zaduživanja putem obveznica, tj. kamatna stopa, je uglavnom niža od troška zaduživanja preko banke, pa se kompanijama više isplati da se zaduže putem obveznica. Kada se kamatna stopa na obveznicu pomnoži sa nominalnom vrednošću obveznice, onda se dobija kamata, tj. apsolutni iznos izražen u novcu koji emitent plaća vlasnicima obveznice. Kamatna stopa na obveznicu se naziva kamatni prinos obveznice (eng. *bond yield*) koji dobija vlasnik obveznice, i koja predstavlja razlog zašto bi neko kupio obveznicu. Kamatna stopa na obveznicu se još naziva kuponska stopa, pa se iz tog razloga tipične obveznice još nazivaju kuponske obveznice, jer one imaju tzv. kupone koji obavezuju emitenta na isplatu obveznice u redovnim terminima, tj. polugodišnje ili godišnje, do roka dospeća obveznice. Prilikom emisije obveznice, one se prodaju po tzv. nominalnoj vrednosti, koju emitent mora da vrati vlasniku obveznice nakon perioda njenog dospeća. Međutim, pored kuponskih obveznica koje su najdominantniji oblik, postoje i tzv. beskuponske obveznice (eng. *zero-coupon bond*) kod kojih se njihova prodaja vrši po ceni koja je niža od nominalne vrednosti, a kad dospeju, kupcu obveznice se isplaćuje nominalna vrednost. Prema tome, vlasnik beskuponske obveznice ne dobija periodične isplate kamate, nego je njegov prinos u vidu razlike u ceni između kupovne i prodajne vrednosti obveznice.

Većina obveznica ima svoj rok dospeća koji može biti do 1 godine (kratkoročne obveznice), od 1-10 godina (srednjoročne obveznice) i preko 10 godina (dugoročne obveznice). Obveznice sa različitim periodom dospeća nose različite kuponske stope, odnosno prinose za svoje vlasnike. Uglavnom je pravilo da obveznice sa dužim rokom dospeća nose veću kuponsku stopu i obrnuto, što znači da je odnos kuponske stope i perioda dospeća upravo srazmeran, što se prikazuje uzlaznom linijom (vidi sliku 4.1). Zašto obveznice sa dužim periodom dospeća imaju veću kamatnu stopu? Osnovni razlog je činjenica da su dugoročnije obveznice podložnije riziku promene tržišnih kamatnih stopa, jer duže traju. Drugim rečima, pošto je period dospeća dugoročnih obveznica duži, onda je i verovatnoća da dođe do promene tržišnih kamatnih stopa veća u tom periodu. Posledično, promena tržišnih kamatnih stopa se onda direktno odražava na cenu obveznice ili njenu sadašnju (tržišnu) vrednost. Prema tome, upravo srazmeran (rastući) odnos između perioda dospeća obveznice i visine kamatne stope je u literaturi poznato kao *normalna kriva prinosa*. Međutim, postoje i retki primeri u nekim

specifičnim makroekonomski uslovima gde je taj odnos određen opadajućom krivom prinosa, što bi značilo da obveznice sa kraćim rokom dospeća imaju veću kamatnu stopu, i obrnuto. Ovo može da se desi u slučajevima kad se u ekonomiji javljaju visoke stope inflacije, za koje se očekuje da će u dužem roku opasti, i onda zbog toga kartkoročnije obveznice su podložnije visokoj inflaciji, tj. obezvređenju kuponskih prinosa i glavnice. Zbog toga, investitori na kratkoročnije obveznice zahtevaju višu kamatnu stopu.

Slika 4.1. Kriva prinosa obveznice sa aspekta roka dospeća



Izvor: delo autora.

RIZICI KOJI POGAĐAJU OBVEZNICE:

Iako su obvezice po difiniciji, najmanje rizične HoV, one su izložene brojnim rizicima, kao na primer:

- 1) **kreditni rizik** ili rizik naplativosti (eng. *default risk*) – je rizik da emitent obveznice neće biti sposoban da u roku dospeća isplati glavnice obveznice, odnosno njenu nominalnu vrednost poveriocu. Kreditni rizik se uglavnom vezuje za korporativne obvezice, ali nisu retki primeri kada je i država u nemogućnosti da vrati dug, pa se onda sa investitorima mora praviti reprogram duga, pa čak i otpis dela duga. Ako investitori percipiraju da je kreditni rizik visok, onda prilikom emisije oni zahtevaju da kuponska stopa bude veća, što donosi veći prinos poveriocima, ali i veći rizik da će taj prinos biti ostvaren. Ovo je iz razloga što viša kuponska kamata podiže troškove pozajmljivanja kapitala emitentu i povećava verovatnoću da će doći do nemogućnosti isplate obveznice u trenutku njenog dospeća. Ovde treba reći da vlasnici obveznica među prvima imaju pravo da se podmire iz stečajne mase, ako dođe do nenaplativosti potraživanja. Preče pravo naplate potraživanja iz stečajne mase od vlasnika obveznica imaju banke i dobavljači, a na kraju dolaze na red

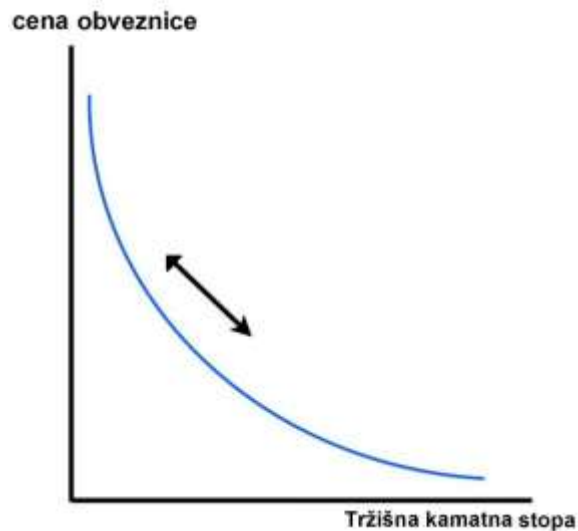
vlasnici prioritetnih akcija i običnih akcija. To daje relativno dobru sigurnost vlasnicima obveznica da će povratiti svoje uloge nakon stečaja kompanije, ali oni i dalje moraju da paze kada ulažu u obveznice.

Amortizacioni (otplatni) fond – Na kraju roka dospeća obveznice kompanije imaju veliki novčani izdatak isplate nominalne vrednosti obveznice poveriocima, što može izazvati nelikvidnost kompanije, odnosno nedostatak finansijskih sredstava za isplatu nominalnih vrednosti emitovanih obveznica. Zbog toga kompanije mogu formirati tzv. amortizacioni (otplatni) fond (eng. *sinking fund*), koji omogućava kompaniji da raspodeli otplate glavnice obveznica na nekoliko godina, što smanjuje njen rizik od nelikvidnosti. Amortizacioni fond može funkcionisati na dva načina:

- a) kompanija može svake godine iz amortizacionog fonda otkupljivati deo izdatih obveznica na tržištu po njihovoj sadašnjoj, tj. tržišnoj vrednosti. Kupovinom obveznica na tržištu, prestaje obaveza emitenta da vrati nominalnu vrednost kada obveznice dospeju.
 - b) Kompanija može deo emitovanih obveznica otkupiti pre roka dospeća obvezniice po ceni opoziva amortizacionog fonda, ako obveznice imaju takvu klauzulu u sebi. Klauzula o opozivu amortizacionog fonda ima dve bitne razlike u odnosu na klasičnu klauzulu o opozivu. Prvo, kompanija može otkupiti samo deo emisije po ceni opoziva iz amortizacionog fonda, i drugo, opoziv se vrši po nominalnoj vrednosti, za razliku od klasične klauzule o opozivu gde se opoziv vrši po ceni većoj od nominalne. Da bi se rizik opoziva ravnomerno rasporedio među svim vlasnicima obveznica, obveznice koje će biti otkupljene se određuju nasumičnim odabirom.
- 2) **kamatni rizik** – je rizik promene tržišne kamatne stope, jer tržišna kamatna stopa direktno utiče na cenu obveznice na sekundarnom tržištu, i ona je jedan od najvažnijih faktora koji utiču na sadašnju, tj. tržišnu vrednost obveznice i njenu promenu. Ovde treba reći da na sekundarnom tržištu, tržišna cena obveznice (sadašnja vrednost obveznice) u najvećem broju slučajeva nije ista sa nominalnom vrednosti obveznice, odnosno ona može biti veća ili manja od nominalne vrednosti. Zašto je to tako? Osnovna logika je u tome da kamatna stopa na obveznice ne može da se menja i ona je fiksirana tokom celog roka dospeća obveznice, a tržišna kamatna stopa se menja usled različitih makroekonomskih faktora. Zbog toga, ako dođe do rasta tržišne kamatne stope, onda obveznice koje nose fiksnu kamatnu stopu postaju manje atraktivne investitorima, odnosno tražnja za njima opada. U tom slučaju cena obveznice na sekundarnom tržištu opada, pa je njena vrednost manja od nominalne. Sa druge strane, ako tržišna kamatna stopa opadne, onda obveznice koje nose višu fiksnu kamatnu stopu u odnosu na tržišnu, postaju atraktivnije investitorima, i tražnja za njima raste, a onda i njihova cena, koja u ovom slučaju postaje veća od nominalne. Prema tome, odnos između cene obveznice i tržišne kamatne stope je obrnuto srazmeran, tj. kada tržišna kamatna stopa raste cena obveznice pada, a kada tržišna kamatna stopa pada, cena obveznice raste. Slika 4.2

prikazuje ovaj odnos. Ovde još treba dodati da se cena dugoročnijih obveznica više menja zbog promene tržišne kamatne stope, nego cena kratkoročnijih obveznica, jer dugoročne obveznice imaju duži rok dospeća.

Slika 4.2. Obrnuto srazmeran odnos između cene obveznice i tržišne kamatne stope



Izvor: delo autora.

- 3) **rizik inflacije** – se javlja kada dođe do neočekivanog rasta inflacije, kog investitori nisu mogli da anticipiraju prilikom ulaganja u obveznice. Dve su opasnosti za investitore u obveznice u ovom slučaju. Prvi je taj da visoka inflacija smanjuje kupovnu moć novca, pa tako smanjuje i kupovnu moć kamate koju investitori dobijaju na ime vlasništva nad obveznicom. Druga opasnost leži u tome što se tržišne kamatne stope usklađuju sa rastom inflacije, odnosno i one tada rastu. Rast kamatnih stopa utiče na smanjivanje tržišne cene obveznice (sadašnje vrednosti obveznice), odnosno iznosa kojeg bi investitor dobio da želi da proda obveznicu na sekundarnom tržištu pre roka dospeća obveznice. Prema tome, zaključak je da u obveznice treba ulagati u stabilnom makroekonomskom okruženju, ili ako takvo okruženje ne postoji, onda u kratkoročne obveznice.
- 4) **rizik promene deviznog kursa** – ovaj rizik direktno pogađa prinose, odnosno novčane tokove koje obveznica donosi (kamatu i glavnice) kada je obveznica denominirana u stranoj valuti. Odnosno, ako domaća valuta apresira (ojača) u odnosu na inostranu valutu, onda je kamatni iznos ili iznos po osnovu glavnice manji kada se iskaže u domaćoj valuti, nego što bi to bilo pre apresijacije. Ovo je zbog toga što je nakon apresijacije domaće valute potrebno više jedinica inostrane valuje za jednu jedinicu domaće valute. Suprotno se dešava prilikom depresijacije domaće valute, odnosno tada investitori dobijaju više domaćeg novca na bazi jedne jedinice inostranog novca. Važno je napomenuti da se efekat deviznog kursa javlja u trenutku primanja novčanog toka na ime obveznice, tj. kamate ili glavnice.

Indirektni i manje očigledan efekat deviznog kursa na cenu obveznice se ogleda u uticaju deviznog kursa na kamatnu stopu. Kako se ova veza ispoljava? Ako centralna banka vodi politiku apresijacije domaće valute, u tim uslovima je domaća valuta precenjena u odnosu na realni kurs, tj. tada domaća valuta više vredi nego što bi trebala realno da vredi. U tim uslovima, precenjena valuta poskupljuje izvoz, a pojeftinjuje uvoz. Drugim rečima, precenjeni kurs čini domaće proizvode skupljim inostranim potrošačima, a inostrane proizvode čini jeftinijim domaćim potrošačima. Povećani uvoz usled precenjenosti domaće valute znači veći odliv deviza iz domaće ekonomije. Međutim, količina deviza u domaćoj ekonomiji se direktno odražava na količinu domaćeg novca u sistemu. Zbog čega se to dešava? To se dešava jer uvoznici menjaju domaću valutu za devize svaki put kad hoće da uvezu neki proizvod iz inostranstva. Drugim rečima, svaki put kada se domaća valuta promeni za devize u menjačnici ili banci, za taj iznos se smanjuje količina domaćeg novca u domaćoj ekonomiji, tj. ponuda domaćeg novca je tad manja. Ako u tim uslovima tražnja za domaćim novcem ostane nepromenjena, onda manja ponuda domaćeg novca i nepromenjena tražnja za njim izazivaju rast kamatne stope na domaćem tržištu. Viša kamatna stopa se onda posledično odražava na nižu sadašnju vrednost obveznice.

Suprotno se dešava ako centralna banka vodi politiku depresijacije domaće valute, odnosno ako je domaća valuta potcenjena. Tada domaća valuta vredi manje u odnosu na inostranu, nego što bi realno trebala da vredi. U tim uslovima, izvoz postaje jeftiniji, a uvoz skuplji. Pošto potcenjena valuta, odnosno depresirani kurs, povećavaju izvoz onda to povećava priliv deviza u domaću ekonomiju na bazi povećanog izvoza. Devize koje uđu u domaću ekonomiju se menjaju za domaću valutu, što onda povećava ponudu domaće valute u sistemu. Povećana ponuda domaće valute uz nepromenjenu tražnju za njom, izaziva smanjenje domaće kamatne stope. Niža tržišna kamatna stopa onda povećava sadašnju vrednost obveznice.

Pošto je veza između deviznog kursa i domaće kamatne stope nesporna, onda je najbolje da devizni kurs ne bude ni potcenjen, ni precenjen, nego na realnom nivou, kako ne bi pravio probleme privredi sa uvozom i izvozom, a indirektno se odražavao na visinu kamatne stope, što se onda odražava na sadašnju cenu ili tržišnu vrednost obveznice.

- 5) **rizik likvidnosti** – je rizik da neće postojati sekundarno tržište za konkretne obveznice na kojima bi one mogle da se prodaju pre perioda dospeća. Na likvidnost obveznice direktno utiče njen kvalitet, ali i makroekonomski uslovi (stabilnost inflacije, stabilnost deviznog kursa, predvidivost monetarne politike u smislu ne prevelikih promena referentne kamatne stope centralne banke, koja služi kao reper svim ostalim kamatnim stopama). Drugim rečima, koliko god je poverenje investitora u obveznicu veće i ako su prethodno navedeni rizici mali, onda će se sa takvom obveznicom lako trgovati na sekundarnom tržištu, odnosno njena likvidnost će biti veća. Sve suprotno važi kad je kvalitet

obveznice, odnosno njenog emitenta loš, i kad su makroekonomske okolnosti nestabilne. Drugim rečima, u tim uslovima postoji mala tražnja za obveznicama, pa su one kao instrumenti onda nelikvidne.

- 6) **rizik opoziva** – se javlja samo kod obveznica koje imaju ugrađenu klauzulu opoziva i takve obveznice se nazivaju opozive obveznice (eng. *call bond*). Klauzula opoziva daje pravo emitentu da opozove, tj. otkupi obveznicu po poznatoj ceni (najčešće je to vrednost malo veća od nominalne) pre roka njenog dospeća. Ovde može da se postavi pitanje zašto bi emitent opozvao obveznicu pre njenog roka dospeća? Emitent bi aktivirao klauzulu opoziva samo u slučaju kad dolazi do pada kamatnih stopa na tržištu, jer onda on može da emituje novu tranšu obveznica po nižim kamatnim stopama, čime bi se njegovi troškovi zaduživanja smanjili. Zbog nepovoljnog efekta koji ovakva obveznica ima na investitore, tj. vlasnike obveznice, kuponska kamatna stopa opozive obveznice mora biti veća od neopozive (obične) obveznice kako bi privukla potencijalne investitore.

VRSTE OBVEZNICA:

Na finasijskim tržištima se mogu pronaći razne vrste obveznica kada se posmatraju sa različitih aspekata. U nastavku se daju neke osnovne tipologije obveznica:

1) prema roku dospeća:

- a) kratkoročna obveznica sa rokom dospeća do jedne godine. Najpoznatija kratkoročna obveznica je ona izdata od američke vlade, a poznatija je kao trezorski zapis (eng. *treasury bill*) ili T-bill. Trezorski zapis emituje Ministarstvo finansija SAD sa rokom dospeća do jedne godine ili kraće i obično se prodaju u apoenima od 1.000 američkih dolara, ali u nekim emisijama, T-bills mogu da dostignu i maksimalnu nominalnu vrednost od 5 miliona dolara po jednom trezorskom zapisu. Trezorski zapisi mogu imati dospeće od samo nekoliko dana ili do najviše 52 nedelje (jedne godine), ali uobičajeni rok dospeća su 4, 8, 13, 26 i 52 nedelje. Što je duži datum dospeća, to je viša kamatna stopa koju trezorski zapis donosi investitoru.
- b) srednjoročna obveznica je ona obveznica sa rokom dospeća do 10 godina, kako se najčešće navodi u literaturi. U Americi se takve obveznice nazivaju trezorske note (eng. *treasury notes*) ili T-notes. Izdaju se u rokovima dospeća od dve, tri, pet, sedam i 10 godina, i ove HoV su izuzetno popularne među investitorima, jer postoji veliko sekundarno tržište koje povećava njihovu likvidnost, što znači da mogu vrlo lako da se prodaju u bilo kom trenutku. Isplate kamata na note vrše se svakih šest meseci do dospeća. Dohodak od kamata ne oporezuje se na opštinskom ili na nivou saveznih država, ali se federalno oporezuje, slično kao i obveznica trezora ili T-bills.
- c) dugoročna obveznica je ona sa rokom dospeća većim od 10 godina. U Americi su takve obveznice poznate pod nazivom trezorske obveznice (eng. *treasury bonds*) ili T-bond. Trezorske obveznice se izdaju sa rokom dospeća između 20 i 30 godina. Kamate na T-bonds se plaćaju polugodišnje, a

primljeni dohodak oporezuje se samo na federalnom nivou. Trezorske obveznice se izdaju na mesečnim aukcijama, a cena obveznice i njen prinos se utvrđuju tokom aukcije. Nakon toga, T-obveznicama se aktivno trguje na sekundarnom tržištu i mogu se kupiti preko banke ili brokera. Pojedinačni investitori često koriste T-obveznice kako bi deo svoje penzije štednje zadržali bez rizika, kako bi obezbedili stabilan prihod u penziji ili kako bi odvojili ušteđevinu za obrazovanje dece ili druge veće troškove. Investitori moraju držati svoje T-obveznice najmanje 45 dana pre nego što mogu da se prodaju na sekundarnom tržištu.

2) prema emitentu:

- a) država
- b) državne agencije
- c) lokalne vlasti (opštine)
- d) korporacije
- e) banke

3) prema tipu amortizacije (otplate):

- a) kuponske obveznice koje isplaćuju kamatne iznose u redovnim terminima (polugodišnje ili godišnje).
- b) diskontne obveznice koje nemaju kamatne kupone nego se prodaju ispod nominalne vrednosti, a vlasniku se isplaćuje nominalna vrednost nakon roka dospeća.
- c) perpetualne obveznice su obveznice koje nikad ne dospevaju, odnosno emitent isplaćuje kamatu u neograničenom roku, ali glavnici nikad ne vraća investitoru. Zbog ovih karakteristika, ove obveznice su bliže akcionarskom kapitalu, tj. prioritnim akcijama, a ne dugu. Perpetualne obveznice su retka pojava na finansijskim tržištima zbog činjenice da postoji vrlo mali broj subjekata koji je u stanju da izda perpetualnu obveznicu, a da uživa dovoljno poverenje investitora da ih kupe. Zbog toga, takve obveznice može da izda samo država, koja ima snagu da neophodne prihode za otplatu kamate prikupi oporezivanjem. Pošto se izdaju na neograničeni rok dospeća, emitent mora da vodi računa da ima stalan i kontinuiran izvor priliva novčanog toka iz kog bi se takve obveznice isplaćivale. Neki primeri trajnih obveznice su one koje je izdao Britanski trezor za podmirivanje troškova Prvog svetskog rata.

4) prema valuti u kojoj su denominirane:

- a) nacionalna valuta
- b) nenacionalna valuta
 - I) međunarodne obveznice su obveznice koje izdaje država ili kompanija u drugoj državi i denominirane su u valuti zemlje u kojoj se prodaju. Na primer, ako Nemačka prodaje obveznicu u SAD denominiranu u dolarima, to se zove međunarodna obveznica. Inostrane obveznice imaju i svoja imena. Ako se prodaju u SAD u dolarima onda se zovu jenki obveznice, ako se prodaju u Japanu u jenima, onda se zovu

samuraj obveznice, a ako se prodaju u Britaniji u funtama, onda se zovu buldog obveznice.

- II) euroobveznice su obveznice koje se izdaju u jednoj valuti, ne nužno u valuti zemlje iz koje dolazi emitent, a prodaju se u drugim nacionalnim tržištima koja nemaju tu valutu. Sam naziv euroobveznice ne treba da zbuni, odnosno te obveznice nisu emitovane samo u evrima, nego raznim drugim valutama, a prodaju se u drugim zemljama koje nemaju tu valutu. Na primer, ako bi Srbija prodavala obveznicu u Nemačkoj denominiranu u američkim dolarima ili britanskim funtama, onda bi se takva obveznica nazivala euroobveznica.

VRSTE KORPORATIVNIH OBVEZNICA:

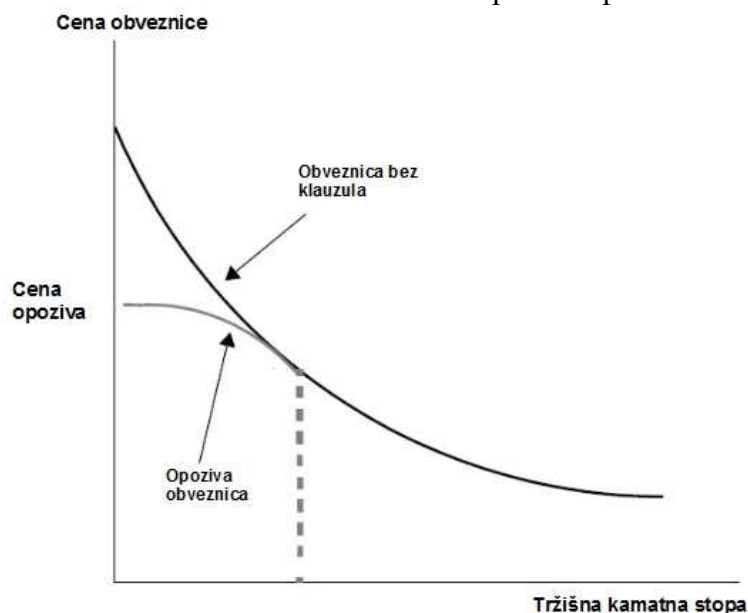
Korporativne obveznice su obveznice koje emituje korporacija kako bi prikupila neophodna sredstva od velikog broja malih investitora (poverioca) za svoje projekte. Korporativne obveznice mogu biti u vidu klasičnih kuponskih obveznica sa određenom kamatnom stopom i rokom dospeća, međutim često te obveznice imaju u sebi ugrađene određene klauzule koje daju specifične pogodnosti investitorima ili emitentu. Neke od vrsta korporativnih obveznica su:

- 1) **obveznice sa promenljivom kamatnom stopom** – su obveznice kod kojih u toku perioda dospeća može doći do promene kuponskih kamatnih stopa. Najčešće su ove obveznice vezane za određeni tržišni reper (pokazatelj). Na bazi promene tog repera kamatne stope ovih obveznica mogu biti korigovane jednom godišnje, i takva kamatna stopa će biti na snazi u narednih godinu dana. Taj reper može biti godišnja inflaciona stopa ili češće je to kamatna stopa na trezorske zapise. Atraktivnost ovakvih obveznica je u tome što će kuponsku stopu uvek biti približna tržišnim kamatnim stopama, što znači da će cena ovakve obveznice biti približno jednaka svojoj nominalnoj vrednosti. Ipak, ovakve obveznice su relativno retke na finansijskim tržištima.
- 2) **opozive obveznice** – su obveznice koje daju pogodnost emitentu, odnosno emitent ima pravo da u bilo kom trenutku, od trenutka sticanja prava opoziva, otkupi obveznice po utvrđenoj ceni opoziva. Cena opoziva je uglavnom malo veća od nominalne vrednosti obveznice. Emitent se odlučuje za ovaj potez u slučaju kada tržišne kamatne stope imaju trend pada, onda emitent može opozvati (otkupiti) obveznice pre roka dospeća i zatim emitovati nove obveznice po nižoj kuponskoj stopi. Kod ovih obveznica uglavnom je određen početni period do kad ne mogu biti opozvane, a posle tog perioda mogu. Pošto ovakve obveznice daju pogodnost emitentu, one se prodaju po višim kuponskim stopama od klasičnih obveznica bez ovakve klauzule.

Takođe, karakteristika ovih obveznica je da njihova tržišna cena ne može da raste u onom iznosu kao kod običnih obveznica kada tržišne kamatne stope padaju. Odnosno, njihova cena može da raste samo do cene opoziva, a posle toga bivaju opozvane. Na slici 4.3 je prikazan grafikon opozive obveznice. Kao što se može videti, odnos cene i tržišne kamatne stope kod klasične obveznice ima konkavan ili

udubljen oblik, a kod opozive obveznice cena prestaje da raste na nivou opoziva, i to je njena maksimalna cena koju može da dostigne na tržištu. Pošto opozive obveznice daju pogodnost emitentu obveznice, onda je kuponska kamatna stopa na opozivu obveznicu veća od kuponske kamatne stope obične obveznice.

Slika 4.3. Odnos cene i tržišne kamatne stope kod opozive obveznice

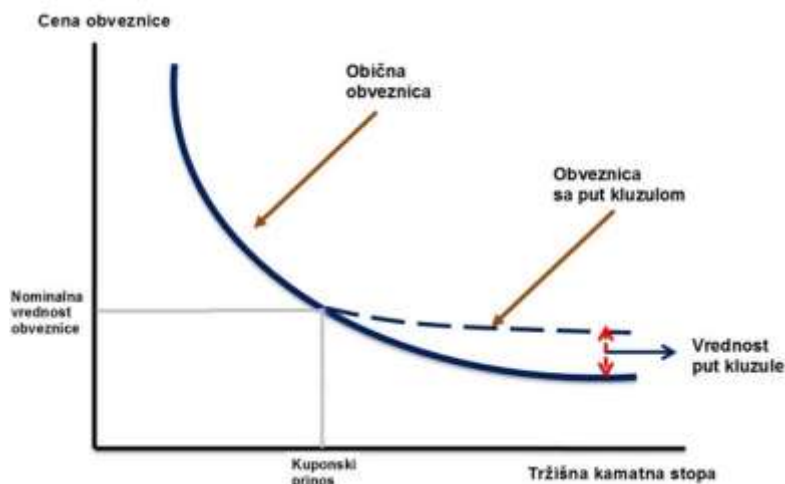


Izvor: delo autora.

obveznice sa put klauzulom – ove obveznice, za razliku od opozivih obveznica, favorizuju kupca, odnosno vlasnika obveznice i daju mu dve mogućnosti – da produži rok dospeća ili da obveznica bude povučena pre roka dospeća. Ako se tržišna kamatna stopa povećava, onda cena obveznice pada, a investitor dobija samo kuponski prinos koji mu obveznica obezbeđuje, a koji je manji od trenutnog tržišnog kamatnog prinosa. U tom slučaju investitor može aktivirati put klauzulu i zahtevati od emitenta da otkupi obveznicu. Otkup se vrši po nominalnoj vrednosti. Tada investitor dolazi do novčanih sredstava koja može uložiti po višoj trenutnoj tržišnoj kamatnoj stopi. Na slici 4.4 je prikazano da postojanje put klauzule uvećava vrednost obveznice kada tržišne kamatne stope rastu, iz razloga što vlasnik može da je opozove i dobijena sredstva uloži po višoj kamatnoj stopi na tržištu.

Sa druge strane, ako se tržišne kamatne stope smanjuju, onda vlasnik obveznice može da odluči da produži rok dospeća obveznice kako bi i dalje mogao da dobija kuponsku kamatnu stopu koja je veća od trenutne tržišne kamatne stope. Pošto ove obveznice daju pogodnost investitorima, onda se one prodaju po nižoj kuponskoj stopi od klasičnih obveznica bez klauzule.

Slika 4.4. Obveznica sa put klauzulom

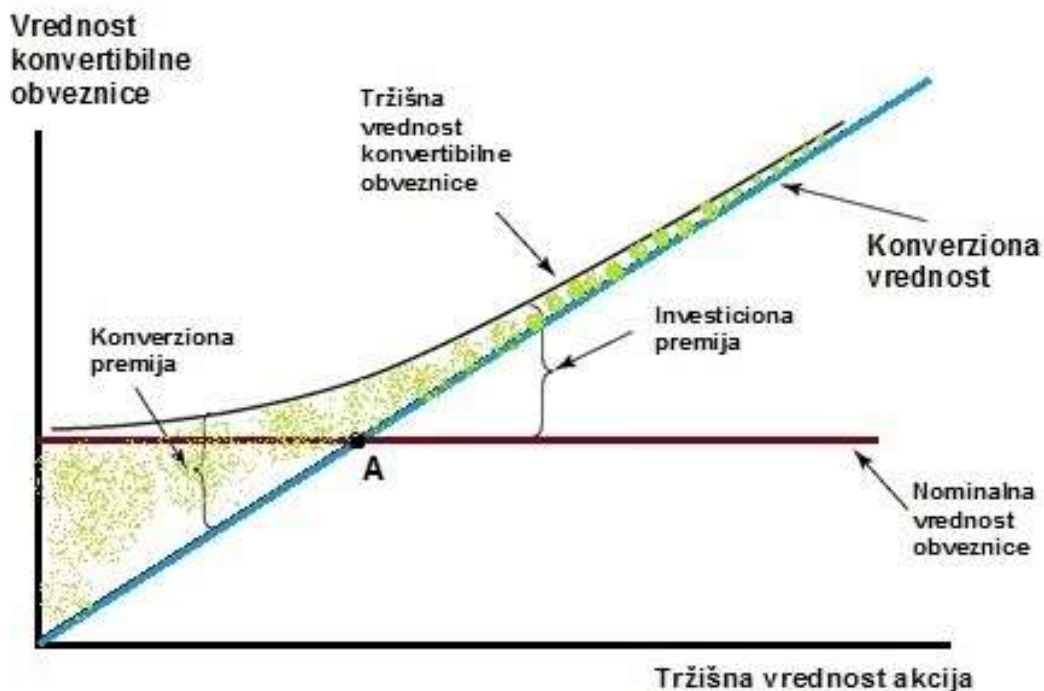


Izvor: delo autora.

- 3) **konvertibilne (zamenljive) obveznice** – su obveznice koje svojim vlasnicima obezbeđuju kamatni prinos, ali i daju pravo vlasniku da zameni obveznicu za određeni broj običnih akcija kompanije. Konverzija u obične akcije može da se izvrši samo u vremenskom periodu koji je određen, a vlasnik obveznice odlučuje da li će konverziju sprovesti ili ne. Broj akcija za koje obveznica može da se zameni se naziva koeficijent konverzije (eng. *conversion ratio*). Ako je koeficijent konverzije npr. 20:1, onda to znači da 20 običnih akcija može biti dobijeno za 1 konvertibilnu obveznicu. **Konverzionna vrednost** obveznice (eng. *conversion value*) je proizvod broja akcija za koje obveznica može da se zameni i tržišne vrednosti akcije (plava linija na slici 4.5). Na primer, ako je trenutna tržišna cena akcije 40\$ onda je konverzionna vrednost konvertibilne obveznice $20 \times 40\$ = 800\$$. Linija koja prikazuje konverzionu vrednost je prava i rastuća linija, jer je ona jednaka proizvodu broja akcija za koje se menja obveznica i tržišne cene akcije. Konvertibilna obveznica ima svoju **nominalnu vrednost** (crvena linija na slici 4.5) i ako je nominalna vrednost konvertibilne obveznice npr. 1000\$ onda se vlasniku ne isplati da menja obveznicu za akcije, jer je tržišna vrednost 20 običnih akcija 800\$ i tada obveznica ostaje u posedu vlasnika. Međutim, ako tržišna cena običnih akcija poraste na npr. 60\$, onda bi konverzionna vrednost obveznice bila 1200\$ i u ovom slučaju bi se isplatilo vlasniku obveznice da je konvertuje u akcije, koje može da proda na tržištu za 1200\$. Prema tome, dokle god je konverzionna vrednost ispod nominalne vrednosti, vlasniku konverzije obveznice se ne isplati da je konvertuje. Kada konverzionna vrednost dostigne tačku A onda je konverzionna vrednost jednaka nominalnoj vrednosti obveznice, i vlasnik može da se odluči za konverziju ako su dividende na akcije veće od kamate na obveznice. Kada je konverzionna vrednost veća od nominalne vrednosti obveznice (iznad tačke A), onda se vlasniku obveznice isplati da je konvertuje, jer je vrednost dobijenih akcija na tržištu veća od nominalne vrednosti obveznice.

Pored konvertibilne vrednosti, konvertibilna obveznica ima i svoju **tržišnu vrednost** (po kojoj se ona kupuje ili prodaje na tržištu), koja oslikava percepciju investitora o toj obveznici, odnosno potencijalu rasta vrednosti akcija kompanije. Tržišna vrednost je prikazana crnom uzlaznom linijom, i ona ne može biti manja od nominalne vrednosti obveznice, kao i od njene konverziona vrednosti. Razlika između tržišne vrednosti konverziona obveznice i njene konverziona vrednosti predstavlja tzv. *konverziona premiju* (zeleno površina na slici 4.5). Pri niskom nivou akcija najveći deo konverziona premije odlazi na nominalnu vrednost obveznice. Kako tržišna cena akcija raste, i kada pređe tačku A, tako se smanjuje konverziona premija, jer ona sad isključivo zavisi od potencijala rasta akcija, a taj rast je sam po sebi neizvestan i zato je potencijalna, tj. konverziona premija mala. *Investiciona premija* je razlika između tržišne vrednosti konvertibilne obveznice i nominalne vrednosti obveznice. Sa niskom vrednošću cena akcija, investiciona premija je mala, a kako cene akcija rastu, tako raste i investiciona premija. Investiciona premija je u suštini nagrada investitoru za kupovinu konvertibilne obveznice. Pošto konvertibilne obveznice daju pogodnost investitoru, onda je kuponska kamatna stopa na konvertibilnu obveznicu manja od kuponske kamatne stope obične obveznice.

Slika 4.5. Vrednost konvertibilne obveznice



Izvor: delo autora.