

Саша Стевановић

Пензијски и резервни фонд РС,
Бања Лука,
БиХ

✉ sasa.stevanovic@pref.rs.ba

Милош Грујић

Народна скупштина РС,
Бања Лука,
БиХ

✉ milos.grujic@narodnaskupstina.net

ОГРАНИЧЕЊА И МОГУЋНОСТИ РАЗВОЈА ДУЖНИЧКИХ ИНСТРУМЕНАТА У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ – ОБВЕЗНИЦА КАО АЛТЕРНАТИВА КРЕДИТУ

THE LIMITATIONS AND POSSIBILITIES OF DEBT INSTRUMENTS DEVELOPMENT IN THE REPUBLIC OF SRPSKA - BONDS AS AN ALTERNATIVE TO LOANS

Резиме: Један од могућих начина прибављања финансијских средстава из вањских извора је и издавање обвезница. Ради се о привидном кредитном односу између емитента и купца обвезница. Када се ставе у однос промет свих обвезница и укупан промет на Бањалучкој берзи, види се да обвезнице чине све важнији финансијски инструмент на домаћем финансијском тржишту. Такође, у поређењу са ризиком улагања у акције, обвезнице су мање ризичне. Према томе, очекивано је да ће још расти интерес за овакав вид улагања и прикупљања средстава. Осим тога, банке као емитенти обвезница на овај начин могу да обезбиједу дугорочне изворе средстава за различите пласмане. Емитовањем обвезница у наредном периоду пружиће се додатни импулс за раст домаћег тржишта капитала.

Кључне ријечи: капитал, обвезница, развој, кредити, рејтинг.

JEL класификација: G10, G12, G21, H74.

Summary: One of the possible ways to obtain funding from external sources is issuing bonds. It is a classic credit relationship between the issuer and the purchaser of bonds. When comparing bonds turnover with total turnover on the Banja Luka Stock Exchange, it can be seen that the bonds became increasingly important market material. Furthermore, compared to the risk of investing in shares, bonds are less risky. Accordingly, it is expected to have further interest in this kind of investment and fundraising. In addition, banks as issuers of bonds can provide long-term sources of funds to finance their long-term projects. Issuance of bonds in the future will provide an additional stimulus to the growth of the domestic capital market.

Key words: Capital markets, bond market, market development, bonds, loans, an alternative to loan

JEL classification: G10, G12, G21, H74

* Мишљења изражена у раду су мишљења аутора, која нису нужно једнака ставовима институције коју представљају.
Ниједна од презентованих информација није препорука за куповину или продају одређеног финансијског инструмента.,

1. УВОД

Посматрајући промет обвезница у односу на укупан промет на Бањалучкој берзи, примјећујемо да обвезнице чине све важнији финансијски инструмент на домаћем финансијском тржишту. Такође, у поређењу са ризиком улагања у акције, обвезнице – поготово оне које емитује држава или њен ентитет – носе мањи ризик.

Према важећој законској регулативи у Републици Српској (Službeni glasnik RS 2012, 60), у перспективу емисије обвезница емитент предлаже висину каматне стопе, динамику отплате дуга, датум доспијећа и остале елементе који ће настати по основу оваквог задуживања. С

друге стране, приликом задуживања код банака, углавном су банке те које условљавају клијенте при кредитном задужењу. Ова околност омогућава емитенту, нарочито ако ужива висок кредитни рејтинг, задужење по каматним стопама нижим од каматних стопа по основу банкарских кредита. Такође, у проспекту се „сецира“ пројекат који ће бити финансиран прикупљеним новцем. Задуживање емисијом обвезница је много транспарентнији од других облика задуживања. Наиме, пројекти за које се новац обезбјеђује на тржишту капитала се стављају под лупу јавности и инвеститори могу лакше анализирати добијене податке и одлучити да ли ће улагати у неки пројекат.

Након завршене емисије обвезница, обвезницама се може трговати на берзи. Ликвидност, односно секундарна трговина омогућава власницима обвезница да их продају прије рока доспијећа. Могућност да се обвезнице продајом на берзи претворе у готовину, смањује захтијевану стопу приноса од стране инвеститора. Што је захтијевана стопа приноса нижа, то је емитентима лакше да се задужују по нижим каматним стопама. С друге стране, штедним улозима/кредитима банака није могуће или је теже трговати. Дакле, чињеница да ће се обвезницама моћи трговати на секундарном тржишту, олакшаће продају обвезница у примарној емисији.

Осим што емитентима олакшавају повољно прикупљање новца емисијом обвезница, добар углед и рејтинг омогућава емитовање обвезница без стављања некретнина под хипотеку. Могућност задуживања без хипотеке игра велику улогу при задуживању државе и органа локалне самоуправе, јер би стављање некретнина под хипотеку било друштвено неприхватљиво.

Банке често захтијевају значајан колатерал, гаранцију или високу каматну стопу када треба да финансирају велика кредитна задужења или задужења са дугачким роком отплате. Умјесто да емитент преговара са једном или више банака о условима задуживања, једном емисијом обвезница по истим условима могуће је прибавити сав потребан новац.

Табела 1: Предности и недостаци у компарацији обвезница, кредита и акција као инструмента финансирања развоја.

ХОВ	Предности	Недостаци
Обвезнице	<p>Могућност остваривања знатно већих износа</p> <p>Креирање/ширење небанкарске инвеститорске базе и на тај начин лакше прибављање веће количине средстава</p> <p>Маркетиншки ефекти транспарентности пословања и експонираност емитента</p> <p>Могућност трговања/управљања властитим дугом на тржишту</p> <p>За разлику од обвезница, угорочни кредити се теже добијају и каматне стопе на њих су високе</p> <p>Смањује се изложеност према појединој банци</p> <p>Најчешће се проводи без колатерала</p> <p>Могућност да обвезнице користе разне опције који се повећава њихова атрактивност</p> <p>Ликвидност на секундарном тржишту капитала</p>	<p>Цијене се утврђују на тржишту</p> <p>Дужи временски период до реализације</p> <p>Обавезна транспарентности пословања</p> <p>Административни трошкови издавања</p>
Кредити	<p>Билатерални договор услова финансирања под окриљем укупног односа банке и клијента</p> <p>Већа флексибилност у условима гашења дуга</p> <p>Бржа реализација</p> <p>Нема процедура око регистрације на берзи</p>	<p>Мањи износи могућег задуживања</p> <p>У случају већих износа попуњавање лимита код банке</p> <p>Оскудна база инвеститора</p> <p>Изостанак маркетиншких ефеката</p>
Акције	<p>Нема дуга према финансијерима (акционарима)</p> <p>Мањи административни трошкови издавања</p> <p>Могућност остваривања већих износа</p> <p>Нижњи ниво накнада који акционари очекују</p> <p>Могућност издавања више класа акција уз различите услове</p> <p>Могућност финансирања на дуги рок уз повољне услове</p>	<p>Преношење власништва над компанијом у случају издавања редовних акција</p> <p>Могуће промјене у власничкој структури</p> <p>Могућност смањења тржишне вриједности и стабилности акција и тако вриједност тржишне капитализације</p>

Извор: Анализе и запажања аутора

Банкарски кредит и обвезнице не треба увијек посматрати као конкурентне, већ као комплементарне изворе финансирања. У прилог томе говоре и подаци да се банке често појављују као емитенти обвезница за различите пласмане, а истовремено су међу највећим инвеститорима у обвезнице у свијету.

Банке у Републици Српској имају већи ниво софистицираности у управљању ризиком него друге финансијске институције и доминирају финансијским тржиштем. Једна од могућности за прибављање новца и повећање нивоа софистицираности у управљању ризиком представља емитовање депозитних сертификата. С обзиром на то да се Базелским споразумом предвиђају три стуба контроле банака (капитал, регулатор и финансијско тржиште), одлуком банака да један дио својих извора прикупљају на тржишту капитала могуће је увести нови вид транспарентне контроле банака, односно контролу банака путем учесника на финансијском тржишту.

2. КАРАКТЕРИСТИКЕ ОБВЕЗНИЦА НА БАЊАЛУЧКОЈ БЕРЗИ

Као издаваоци ових хартија од вриједности на Бањалучкој берзи појављују се држава (државне обвезнице), градови и општине (муниципалне обвезнице), предузећа и банке (корпоративне обвезнице). На тржишту Бањалучке берзе у октобру 2013. године листиране су укупно 63 емисије обвезница (табела 1). Од тога, 22 емисије муниципалних обвезница Републике Српске, 18 емисија обвезница Републике Српске, 14 емисија обвезница Брчко дистрикта Босне и Херцеговине и девет емисија корпоративних обвезница.

Табела 2: Листиране обвезнице на Бањалучкој берзи

Емисија	Број емисија	Номинална вриједност емисије
Муниципалне обвезнице Републике Српске	22	78 695 000
Обвезнице Републике Српске	3	150 000 000
Обвезнице Брчко дистрикта БиХ	14	12 931 459
Корпоративне обвезнице	6	47 950 000
Емисије обвезница финансијских институција	3	23 000 000
серија RSDS	4	231 488 525
серија RSIO	1	2 908 047
серија RSOD	2	2 278 255
серија RSRS	8	318 848 546
Укупно:	63	868 099 832

Извор: Ванјалушка берза 2013

Обвезнице финансијских институција емитоване су са роком доспијећа који је дужи од пет година. Обвезнице ових карактеристика називају се субординиране обвезнице и могуће их је третирати као допунски¹ капитал банака. Када се ставе у однос промет свих обвезница и укупан промет на Бањалучкој берзи уочавамо да посљедњих година обвезнице чине све важнији финансијски инструмент на домаћем финансијском тржишту (табела 2).

Табела 3: Промети на Бањалучкој берзи по годинама

Година	Тржиште акција	Промет обвезницама	Тржиште трезорских записа	Укупан промет	Промет обвезницама у односу на укупан промет
2002.	6.989.170	0	0	6.989.170	0,00%
2003.	72.528.711	0	0	72.528.711	0,00%
2004.	100.806.620	0	0	100.806.620	0,00%
2005.	278.107.652	0	0	278.107.652	0,00%
2006.	388.464.942	0	0	388.464.942	0,00%
2007.	741.764.285	818.006	0	742.582.291	0,11%
2008.	245.467.664	29.622.573	0	275.090.237	10,77%
2009.	82.358.932	50.099.177	0	132.458.109	37,82%
2010.	118.961.237	55.304.915	0	174.266.152	31,74%
2011.	81.936.119	246.737.548	88.316.356	416.990.023	59,17%
2012.	35.594.770	104.599.599	112.304.843	252.499.212	41,43%

Извор: Ванјалушка берза 2013

¹ Према Базелским стандардима основни (темељни) капитал се састоји од обичних акција, приоритетних некумулативних акције, задржане добит и општих законских резерви, а допуски (секундарни) од приоритетних кумулативних акција, субординираног дуга, и износа општих резерви за кредитне губитке.

3. РАЗВОЈ ТРЖИШТА ОБВЕЗНИЦА У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

Прве обвезнице које су уврштене на службено берзанско тржиште Бањалучке берзе су обвезнице Балкан инвестмент банке – 31. маја 2007. године. Емитенти прије почетка поступка за емисију обвезница закључују уговор са агентом емисије с циљем да им агент емисије, користећи своје знање и искуство, олакша емисију обвезница. Агент емисије, осим помоћи у припреми неопходне документације (проспект, рјешења, прибављање сагласности, итд.) агент емисије има значајну улогу у промоцији и проналажењу инвеститора који ће купити обвезнице. Такође, агент емисије савјетује емитента о висини каматне стопе и величини емисије која је прихватљива за инвеститоре у обвезнице на основу стања (оптимизма или песимизма) на тржишту. Иако коришћење услуга агента емисије није обавезно, може се рећи да у правилу емитенти ангажују агента емисије, док се веома ријетко одлучују да читав поступак спроведу сами. При избору агента емисије, емитенти најчешће обраћају пажњу на искуство и референце агента, његов приступ институционалним инвеститорима, као и цијену коју ће агент емисије наплатити за своје услуге². Обвезнице Републике Српске већ дуже вријеме један су од ликвиднијих инструмената на домаћем тржишту капитала. Основ те ликвидности лежи у сигурности и високој стопи приноса коју те обвезнице носе. Значајни помаци направљени су доношењем Уредбе о измирењу пореских обавеза помоћу обвезница РС. Тиме се повећала ликвидност обвезница, што је повећало и интересовање инвеститора за тржиште капитала у Републици Српској.

Цијена обвезница базира се на чистој цијени, односно не обухвата стечену камату. Плаћање по обављеној куповини обвезница обавља се по цијени по којој се трговало, увећаној за стечену камату. Битно је нагласити да се за обрачун стечене камате из обвезница узима стварни број дана у периоду за који се обрачунавају камате.

3.1. Обвезнице Републике Српске за измирење обавеза по основу материјалне и нематеријалне штете – RSRS

У Републици Српској уређени су поступак, услови, критерији и начин накнаде штете лицима којима је правоснажним судским одлукама признато право на накнаду материјалне и нематеријалне штете, као и лицима по чијим захтјевима није правоснажно окончан поступак за накнаду штете, поступак склапања вансудских поравнања, као и поступак регулисања накнаде штете предузећима и другим правним лицима у периоду ратних дејстава (*Službeni glasnik RS* 2005, 103). Укупна вриједност свих емисија обвезница за измирење ратне штете до данас износи 291.546.942 КМ, по номиналној вриједности од 1,00 КМ. Према Информацији о дугу са стањем на дан 31. децембар 2012, пројектовани износ обавеза за измирење ратне штете износи око 600 милиона КМ. Обвезнице носе камату на главницу по стопи од 1,5% годишње. Дакле, каматна стопа рачуна се као годишња каматна стопа обвезница на главницу, те каматна стопа купона обвезница износи 1,5%, што по 1 КМ обвезница износи 0,015 КМ годишње. Просјечан принос до доспијећа износи 10,41% до 10,86% (*Banjalučka berza* 2013) закључно са 25. 10. 2013. године. Све обвезнице серије RSRS могу се користити за измирење пореских обавеза Републике Српске.

3.2. Обвезнице за исплату старе девизне штедње – RSDS

Влада Републике Српске је на сједници одржаној 2. јула 2009. године, донијела одлуку о емисији обвезница по основу верификованих рачуна старе девизне штедње. Према Информацији о дугу са стањем на дан 31. децембар 2012, пројектовани износ обавеза за измирење старе девизне штедње износи око 775 милиона КМ, а до сад је емитовано 441.231.242 КМ у пет емисија. Принос до доспијећа се креће од 7,69% до 8,11% закључно са 25. 10. 2013. године.

² Један од начина емитовања обвезница у јавној понуди је преко преузимаоца емисије (*underwriter*).

3.2. Муниципалне обвезнице

Општине у Републици Српској од априла 2007, уз сагласност Министарства финансија имају могућност да на тржишту капитала прибаве новац за провођење пројеката који ће узроковати раст и развој локалне заједнице (Službeni glasnik RS 2012, 71). Прва локална заједница у Републици Српској која је препознала могућност да емисијом муниципалних обвезница прикупи средства за реализацију неког пројекта је општина Лакташи. Ова општина је емитовала обвезнице у износу од 10 милиона конвертибилних марака с циљем да се средствима финансира изградња спортске дворане. Емисијом ових обвезница започела је нова фаза у развоју финансијског тржишта Републике Српске јер је примјер Лакташа испратио знатан број јединица локалне самоуправе Републике Српске, а убрзо и ФБиХ. Укупна вриједност до сада емитованих обвезница износи 77,845 милиона КМ, а каматна стопа на до сада емитоване муниципалне обвезнице у РС износи између пет и седам одсто (табела 1)

Табела 4: Емисије муниципалних обвезница на Бањалучкој берзи

Година листирања	Вриједност емисије (у КМ)	Секундарна трговина обвезницама
2008.	17 000 000	39 720
2009.	18 280 000	39 963
2010.	16 537 500	202 360
2011.	22 757 500	121 899
2012.	3 270 000	-
Укупно:	77 845 000	403 942

Извор: Ванјалушка берза 2013

Муниципалне обвезнице на Бањалучкој берзи је могуће купити у тренутку издавања (на примарном тржишту), или од других власника у неко доба послје емисије (на секундарном тржишту). Упоредивањем остварених секундарних промета са другим тржишним сегментима по годинама утврђује се да секундарна трговина није значајна јер, до сада, укупан износ секундарне трговине износи 403.942 КМ у 18 трансакција. Закључак који произлази из тога је да купци обвезница преферирају да обвезнице држе до доспијећа, прије свега због непостајања понуде и тражње за обвезницама. Разлог непостојања понуде и тражње треба тражити у техничким могућностима. Наиме, тржиште муниципалних обвезница није „разуђено“ попут тржишта обвезница, на примјер, серије RSRS. Постоји неколико доминантних купаца односно власника муниципалних обвезница тако да упркос „стандардном“ новчаном току не постоји диференцирано тржиште муниципалних обвезница.

Добијена средства општине углавном користе за покривање буџетског дефицита, изградњу путева, спортско-рекреативних центара и за унапређивање инфраструктуре (табела 2). Дозвољени праг задуживања општина износи 18 одсто остварених редовних прихода у години која претходи години у којој се емитују обвезнице (Službeni glasnik RS 2012, 71). Та чињеница, уз унапријед познате рокове исплате и јасне политике буџетског планирања, треба да увјери купце обвезница да ће отплата дуга и камата бити редовна.

Табела 5: Емитенти, вриједности и намјена емитованих обвезница на Бањалучкој берзи

Емитент	Ознака	Вриједност емисије	Емитоване	Доспјеће	Број емитованих обвезница	Рок доспјећа	Каматна стопа	Grace период	Намјена
Град Бања Лука*	BLMI-O-A	7 000 000	21.07.2008.	21.07.2011.	70000	3	5,75%	0	изградња моста на Врбасу
Општина Лакташи - прва емисија	LKSD-O-A	10 000 000	23.06.2008.	23.06.2014.	100000	6	5,75%	0	изградња спортске дворане
Општина Градишка - прва емисија	GRDS-O-A	2 700 000	03.03.2009.	03.03.2015.	27000	6	6,00%	0	изградња спортске дворане
Општина Шамац	SMFO-O-A	4 580 000	23.06.2008.	23.06.2014.	45800	6	5,90%	1	рефинансирање ранијег краткорочног дуга
Општина Бијелина	BNIF-O-A	11 000 000	25.11.2009.	25.11.2019.	110000	10	6,75%	0	изградња индустријске и комуналне инфраструктуре, изградња Центра за културу; уређење локације "Кнез Иво од Сембериј2"
Општина Брод	OBDI-O-A	4 000 000	11.06.2010.	11.06.2020.	40000	10	6,75%	0	Изградња спортске дворане и реконструкција привредне и комуналне инфраструктуре; градска тржница
Општина Котор Варош	OKVI-O-A	4 500 000	10.06.2010.	10.06.2020.	45000	10	6,00%	3	финансирање капиталних инвестиција и рефинансирање ранијег краткорочног дуга
Општина Источни Стари Град	ISKP-O-A	515 000	04.06.2010.	04.06.2020.	5150	10	6,00%	3	оснивање и опремање комуналног предузећа; рефинансирање банкарског кредита
Општина Србац - прва емисија	OSRM-O-A	1 500 000	04.10.2010.	04.10.2030.	15000	20	5,00%	0	изградња дијела пројекта предвиђених Планом капиталних инвестиција за 2010. годину санирање буџетског дефицита
Општина Лопаре - прва емисија	OLKO-O-A	422 500	08.10.2010.	08.10.2020.	4225	10	6,75%	1	изградња и реконструкција путне инфраструктуре
Општина Србац - друга емисија	OSRM-O-A	1 000 000	18.01.2011.	18.01.2016.	10000	15	6,00%	10	превезилажење проблема финансирања према извојачима радова и капиталне инвестиције
Општина Лопаре - друга емисија	OLKO-O-A	277 500	07.02.2011.	07.02.2021.	2775	10	6,75%	1	изградња и реконструкција путне инфраструктуре
Општина Градишка - друга емисија	GRDS-O-A	7 000 000	31.01.2011.	31.01.2026.	70000	15	6,00%	10	суфинансирање пројекта битних за остваривање развојних циљева
Општина Нови Град	NGRD-O-A	2 000 000	11.02.2011.	11.02.2016.	20000	15	6,25%	3	реконструкција главне улице рефинансирање постојећег дуга
Општина Костајница - прва емисија	KSFO-O-A	1 080 000	02.09.2011.	02.09.2016.	10800	15	6,00%	1	откуп неповољних кредита из ранијег периода, куповина пословног простора и земљишта, изградња и санација путева и улица
Општина Лакташи - друга емисија	LKDK-O-A	4 500 000	29.04.2011.	29.04.2019.	45000	8	5,00%	4	завршетак радова на изградњи спортске дворане, изградња водоводног система и канализације
Општина Осмац	OSBD-O-A	3 500 000	23.09.2011.	24.09.2018.	35000	7	6,75%	2	санирање буџетског дефицита и капиталне инвестиције
Општина Зворник	OZRN-O-A	3 000 000	07.10.2011.	08.10.2021.	30000	10	6,75%	10	изградња спортске дворане, санирање буџетског дефицита и капиталне инвестиције...
Општина Кнежево	OKFO-O-A	5 600 000	20.01.2011.	20.01.2031.	56000	20	6,00%	10	финансирање доспјелих, неизмирених обавеза из ранијег периода
Општина Петрово	OPNS-O-A	400 000	26.01.2012.	26.01.2022.	4000	10	6,00%	3	за опремање јавног комуналног предузећа (за куповину моторних возила, машина и друге опреме неопходне за рад предузећа и квалитетно пружање комуналних услуга)
Општина Костајница - друга емисија	KSIN-O-A	720 000	25.06.2012.	25.05.2026.	7200	14	6,00%	0	откуп простора и земљишта, изградња и санација путева и улица
Општина Шипово	SPSD-O-A	1 700 000	20.06.2012.	20.06.2022.	17000	10	7,00%	0	Изградња спортске дворане у Шипову
Општина Трново	OTKP-O-A	850 000	12.04.2012.	12.04.2026.	8500	14	6,00%	3	за куповину имовине предузећа „Зрак“ а.д. Теслић, које се налази на подручју општине Трново.
Укупна вриједност емисија		77 845 000			778 450				

Извор: Вањалучка берза 2013

Важан ефекат емисије муниципалних обвезница је повећање одговорности носилаца локалне власти, јер се због транспарентности емитовања пажљивије приступа развоју пројекта и подлијеже већој контроли јавности чиме се остварује и одређен маркетиншки ефекат (финансирање пројекта заједно са грађанима и институцијама – примјер општина Лакташи: „Играјмо заједно“). Осим што обезбјеђују јефтиније изворе финансирања, емитенти су у прилици да диктирају услове свог задужења у смислу начина распореда средстава за реализацију пројекта, одабира висине каматне стопе и дужине односно начина враћања позајмљених средстава.

3.3. Корпоративне обвезнице на Бањалучкој берзи

Издавање акција је привилегија акционарских друштава, док корпоративне обвезнице могу да емитују и привредна друштва која нису акционарска. Мотив за инвестирање у корпоративне обвезнице је потенцијално виши принос у односу на државне или обвезнице емитоване од стране органа локалне самоуправе. Осим тога, ако дође ликвидације или отварања стечаја над предузећем, власници обвезница имају приоритет у односу на власнике акција у наплати својих потраживања из ликвидационе односно стечајне масе. Ипак, неколико емитената корпоративних обвезница на Бањалучкој берзи, попут МКД Синергија плус д.о.о. и

Боска РК а.д. Бања Лука, су показали проблеме у пословању односно кашњења у исплати обавеза.

Табела 6: Емитоване корпоративне обвезнице на Бањалучкој берзи.

Ознака	Емитент	Број обвезница	Номинална вриједност	Датум листинга	Датум почетка трговања без права на купон	Датум делистирања
ATFR-O-A	Атлантик ББ д.о.о. Бања Лука	15.000	100	4.7.2011.	20.6.2011.	17.6.2015.
BOSK-O-A	Боска РК а.д. Бања Лука - обвезнице	150.000	100	30.9.2011.	22.9.2011.	19.9.2023.
CERP-O-B	Цер а.д. Прњавор	450	1000	19.12.2008.	17.12.2008.	12.12.2013.
KLPL-O-A	Kaldera Company d.o.o. Laktaši	70.000	100	21.7.2011.	11.7.2011.	8.7.2031.
OCJH-OKA	Јахорина ОЦ а.д. Пале	15.000.000	1	13.4.2011.	29.3.2011.	25.3.2026.
UNMR-O-A	Унис фабрика цијеви а.д. Дервента - обвезнице	20.000.000	1	28.7.2011.	15.7.2011.	10.7.2019.
PLFP-O-A	Планинско добро а.д. Невесиње	21.070	100	24.2.2011.	4.2.2011.	30.1.2013.
SNPO-O-A	МКД Синергија плус д.о.о. Бања Лука - у стечају	10000	100	30.11.2009.	23.11.2009.	20.11.2012.
GOVF-O-A	Фармланд а.д. Нова Топола	25.000	100	31.8.2010.	1.7.2010.	27.12.2011.
CERP-O-A	Цер ХУТП а.д. Прњавор	450	1000	19.4.2006.	12.4.2006.	12.4.2008.
SLTK-O-B	Слатекс текстил а.д. СЛАТИНА	300	1000	20.2.2006.	14.7.2005.	14.7.2006.
BLKB-O-A	Балкан инвестмент банк а.д. Бања Лука	500	100	4.6.2007.	4.6.2007.	2.6.2010.
VBBV-O-A	НЛБ развојна банка а.д. Бања Лука	500	100	28.9.2007.	19.9.2007.	1.6.2010.

Извор: Banjalučka berza 2013

3.4. Проблеми везани за емисију обвезница – трошкови и трајање емисије обвезница насупрот трошкова трајања и добијања кредита

У кризи су инвеститори склонији сигурнијем улагању у дужничке хартије. Да би прикупила средства за финансирање развоја предузећа, не морају да се задужују код банака. То могу емисијом и продајом корпоративних обвезница, које привлаче инвеститоре који нису склони ризику. Та могућност је посебно значајна у вријеме кризе, која је код улагача подстакла појачану аверзију према ризику инвестирања због страха да би уложено могло бити неповратно изгубљено. Због тога су се и инвеститори одлучили на прекомпозицију својих портфела у корист финансијских инструмената који доносе нижу – фиксну, али сигурну добит.

Табела 7: Трошкови емисије обвезница на Бањалучкој берзи

Услуга	Појашњење трошка	Процијенен износ
Трошкови агента емисије /Трошкови изношења продајног налога	Броеврска кућа - агент емисије*	*
Трошак отварања и вођења привременог рачуна за депоновање	Банка (произвољно)**	**
Трошкови објаве огласа (Јавни позив за упис и уплату; Извјештај о резултатима емисије)	Дневне новине (ЕуроБлиц, Глас Српске...)	600
Регистрација емисије у Централном регистру ХОВ	Централни регистар хартија од вриједности а.д. Бања Лука	800-1200
Уврштење обвезница на Службено тржиште Бањалучке берзе	Бањалучка берза а.д. Бања Лука	Зависно од процента емисије
Годишњи трошкови листирања	Трошкови накнаде берзи	Зависно од процента емисије
Укупно		7450 - просјек

*накнада најчешће зависи од износа емисије

**Провизија банке просјечно се креће у износу 0,05-0,1% вриједности емисије, у складу са договором

***Комисија за ХоВ није до сада наплаћивала накнаду општинама, која иначе износи 0,15% од вриједности емисије.

Извор: калкулације аутора

Такве су дужничке хартије попут државних или корпоративних обвезница. Прикупљање капитала емисијом корпоративних обвезница поготово је добило на значају због актуелних

дешавања на тржишту. Цијене акција највећег броја компанија пале су на историјски најниже нивое, упркос њиховим позитивним пословним резултатима, што им отежава прикупљање капитала новим емисијама акција. То значи да је потенцијална алтернатива за прикупљање капитала на тржишту у могућности емитовања дужничких инструмената – корпоративних обвезница. Оне, у основи, представљају ликвидне уговоре са обавезом да се купцима исплате главница и камате у року од пет до 20 година. Ова врста обвезница може бити неосигуран или осигурана хипотеком и залогом, са купонима или без њих, с учешћем или без учешћа у профиту предузећа које је емитовало обвезнице. Трошкови емитовања обвезница су већи него трошкови одобравања кредита (табела 6) јер је потребно финансирати више активности него при добијању кредита код банке³. Такође, емисија обвезница емитента кошта мање (табела 7), али траје дуже него одобравање кредита (табела 8). Код емисије обвезница за институционалне инвесторе постоје одређена ограничења која су повезана са учешћем у појединачној емисији, док су код кредита за банке ограничења везана за капитал и активу. Инвестициони фондови не могу да улажу у обвезнице више од 25% емисије, док осигуравајућа друштва не могу да улажу више од 10% укупне емисије (Službeni Glasnik RS 2012, 56). Наведена ограничења дестимулишу емисију хартија од вриједности.

Табела 8: Ходограм активности емисије обвезница на Бањалучкој берзи на примјеру општине Зворник

ЕМИСИЈА ОБВЕЗНИЦА – ХОДОГРАМ АКТИВНОСТИ СА РОКОВИМА ИЗВРШЕЊА ОПШТИНЕ ЗВОРНИК		
Активност	Датум	Број дана од одлуке
Доношење Одлуке о задужењу	18.04.2011.	
Добијена сагласност Министарства	31.05.2011.	43
Општина регистрована у реистру емитената код Комисије за хартије од вриједности	06.06.2011.	49
Отворе рачун за депоновање средстава	16.06.2011.	59
Доношење Одлуке о првој емисији обвезница јавном понудом	05.07.2011.	78
Проспект одобрен од стране Комисије за хартије од вриједности	22.07.2011.	95
Објављивање јавног позива за упис и уплату обвезница	јун 2011.	
Датум почетка трајања јавне понуде	16.08.2011.	120
Почетак уписа и уплате обвезница	18.08.2011.	122
Завршетак уписа и уплате обвезница	29.09.2011.	164
Објава огласа о завршеној емисији обвезница	октобар 2011.	
Захтјев за промјену података код Комисије за хартије од вриједности	03.10.2011.	168
Рјешење о промјени података код Комисије за хартије од вриједности	06.10.2011.	171
Захтјев банци за трансфер новца са рачуна за депоновање на рачун општине	октобар 2011.	
Подношење захтјева за регистрацију обвезница код Комисије за хартије од вриједности	04.10.2011.	169
Рјешење Централног регистра о регистрацији емисије обвезница	07.10.2011.	172
Захтјев за пријем дужничких хартија од вриједности на службено берзанско тржиште	17.10.2011.	182
Одлука о пријему обвезница на службено берзанско тржиште	21.10.2011.	186
Рјешење о почетку трговања са обвезницама	25.10.2011.	190
Купци обвезница: Grawe осигурање, НЛБ Развојна банка, Пензијски резерви фонд РС и три физичка лица.		

Извор: калкулације аутора

3.5. Потреба за обвезницама

Од прве аукције државних дужничких хартија од вриједности, маја 2011. године до данас, у Републици Српској је одржано 14 аукција трезорских записа и 82 емисије обвезница укупне номиналне вриједности преко 1,35 милијарди КМ. Од тога се по основу обвезница ратне штете прикупило 318.848.546 КМ, за измирење старе девизне штедне 231.488.525 КМ, емисијом трезорских записа прикупљено је 238.392.030 КМ, а за финансирање потреба ентитетског буџета 150.000.000 КМ. За разлику од Федерације БиХ у којима продата количина записа не прелази објављени износ средстава (инсистира се на затвореном типу аукција), Бањалучка берза је имала и отворене аукције гдје је износ прикупљених средстава био неколико пута већи од објављеног плана задуживања⁴.

³ Приликом добијања кредита од банк, најчешће се наплаћују трошкови обраде кредита и трошкови годишњег вођења кредита. Приликом залагања имовине, потребно је платити накнаде судским вјештацима за процјену. Ове накнаде износе неколико стотина марака.

⁴ На последњој аукцији која је одржана 26. 9. 2013. године емитовано је 53 милиона КМ, а укупан износ пристиглих понуда износио је 116 милиона КМ.

Обвезнице у Републици Српској су најчешће обичне, необезбијеђене, незамјењиве и са фиксном каматном стопом. До сада су емитоване и паритетне и дисконтне (само у случају када је емитент била Република Српска). Такође, обвезнице је могуће емитовати јавном емисијом (Službeni glasnik RS 2013, 59) и емисијом без израде проспекта⁵.

Основна карактеристика аукција дужничких хартија од вриједности је банкоцентричност гдје уз мање учешће Инвестиционо-развојне банке Републике Српске (ИРБ) и Друштво за управљање Пензијским резервним фондом РС (ПРЕФ) као небанкарских финансијских институција нема укључивања осталих институционалних инвеститора. Код обвезница је забиљежено веће учешће и других инвеститора попут осигуравајућих кућа и инвестиционих фондова. Постоји проблем трговине на секундарном тржишту због ограничености за улагање у државне обвезнице, а у банкарском систему доминирају краткорочни депозити. Емитовањем обвезница могли би се постићи могли би се постићи дугорочнији извори на начин да се вишкови ликвидности преносе путем секундарне трговине обвезница.

4. ЦИЈЕНА ДУГА ЗА ОБВЕЗНИЦЕ РЕПУБЛИКЕ СРПСКЕ

Стопа приноса на финансијске инструменте има за циљ да компензира преузети ниво ризика. С обзиром да ризик државе до једне године није изражен у већој мјери, висину захтијеване стопе приноса, код улагања са роком доспијећа до једне године, може се утврдити на минималан износ који је једнак годишњој стопи инфлације. Пројектована стопа инфлације за 2013. годину износи 1,90%. Она се добије као средња вриједност јер иста, на основу усвојене Економске политике РС, износи 1,90%, према процјени Дирекције за економско планирање БиХ, очекивана стопа инфлације је сса 2% док је према процјенама Међународног монетарног фонда 1,80% за 2013. годину (IMF 2013). Одређивањем захтијеване стопе приноса од 1,9% држава се реална вриједност инвестиције.

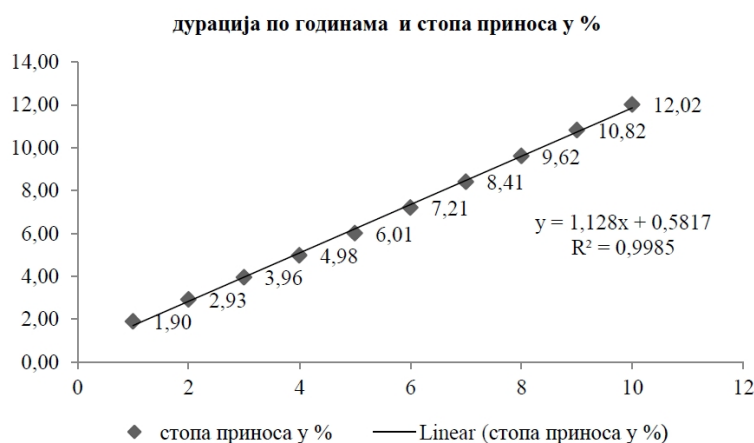
За одређивање цијене дуга код улагања у инструменте са роком доспијећа од десет година могуће је примијенити сљедећи приступ. Полазећи од рејтинга Босне и Херцеговине који је потврђен од стране агенције Moody's 10. 7. 2012. је В3, као и рејтинг В потврђену од стране Standard & Poor's 27. 9. 2013. године, одређујемо ризико премију од 9% (People.stern 2013). На основу ризико премије од 9% потребно је додати пројектовану стопу инфлације за 2013. годину у износу од 1,90%, како би се добила захтијевана стопа приноса за улагања са роком од десет година у висини од 10,90%. Такође могуће је посматрати цијену дуга за обвезнице истог кредитног рејтинга као Босна и Херцеговина. Земље истог кредитног рејтинга су: Бјелорусија, Белизе, Јамајка, Молдавија, Никарагва, Бенин, Буркина Фасо, Камбоџа, Камерун, Еквадор, Фиџи, Гана, Либан, Руанда (Tradingeconomics 2013). С обзиром да емитоване обвезнице ових земаља имају различите новчане токове од обвезница који су емитовали ентитети у Босни и Херцеговини, као мјера за упоређивање рокова доспијећа ових обвезница користи се ефективно доспијеће односно дурација. Наиме, већина обвезница емитоване су као „bullet“ обвезнице, односно исплаћује се само камата док се главница плаћа на крају доспијећа. Код домаћих обвезница главница се плаћа након истека грејс периода у 10 годишњих купона, износу у 1/10 од номиналне вриједности од 1 КМ (обвезнице које је емитовала Република Српска и то за измирење ратне штете, обавеза за стару девизну штедњу, обавеза према добављачима и опште обавезе, док су обвезнице емитоване за покриће буџетског дефицита емитоване са „bullet“ структуром). С обзиром да је различит новчани ток обвезница, у циљу упоређивања различитих обвезница земаља истог кредитног рејтинга, користиће се дурација или трајање обвезнице. Трајање обвезнице се сматра бољом временском карактеристиком обвезница од времена до доспијећа јер узима у обзир величину и вријеме до доспијећа појединих токова новца. Наиме, ради се о томе да су обвезнице са дужим трајањем осјетљивије на промјену каматне стопе него оне са краћим трајањем. Трајање обвезнице је, у

⁵ Емисија без обавезе израде проспекта подразумијева продају обвезница квалификованим инвеститорима, у случајевима када је број купаца мањи од 10, ако ће сваки инвеститор уплатити најмање 100.000 КМ односно да појединачна номинална вриједност обвезнице најмање 100.000 КМ итд. С друге стране, јавна емисија подразумијева да продају обвезница најширој инвестиционој јавности, уз објављивање јавног позива и обавезну израду проспекта.

ствари, њено просјечно пондерисано вријеме до доспијећа. Веће трајање обвезнице значи ризичнији финансијски инструмент, исто трајање обвезнице за исти кредитни рејтинг представља приближно исти ризик. С тим у вези за приближно исти ризик захтијевана стопа приноса је приближно иста.

Како се стопе приноса на обвезнице држава истог кредитног рејтинга као Босна и Херцеговина са трајањем од 10 година крећу у распону од 7,03% до 10,9% (Пакистан 10,9%, Аргентина 9,82%, Јамајка 9,33%, Либан 7,03%) (CBonds 2013) на основу податка и претходном дијелу рада гдје смо одредили да је за финансијски инструмент до годину дана захтјевана стопа приноса 1,9% и претпоставке да је највећи принос на обвезнице државе са истим кредитним рејтингом и трајањем од 10 година 10,9%, можемо одредити распон захтијеваних стопа приноса на дужничке финансијске инструменте које емитује држава. Распон се креће између 1,9% и 10,9%

Илустрација 1: Трајање по годинама и стопа приноса у процентима



Извор: анализе аутора

На основу ових захтијеваних стопа приноса може се помоћу криве регресије одредити захтијевана стопа приноса за трајање обвезница до 10 година.

Уколико на тржишту посматрамо једну од емитованих обвезница, нпр. обвезнице емитоване за ратну штету серије X (PCPC-O-X), добијамо модификован трајање од 6,4. Уврштавајући у формулу $y = 1,0041x + 0,675$ добијамо захтијевану стопу приноса на ова улагања у износу од 7,1% ($1,0041 * 6,4 + 0,675$). Тренутна стопа приноса на ове обвезнице износе 10,4% што нам намеће закључак да је обвезница тренутно потцијењена на тржишту и да је оквирна цијена задуживања обвезницама са трајањем до десет година између 7,03% и 10,9%, а уважавајући наведене претпоставке.

Рејтинг обвезница и ризици улагања у обвезнице

Најприхваћенији начин оцјене финансијске способности емитента заснива се на оцјењивању његовог бонитета. Бонитет емитената муниципалних обвезница, углавном, оцјењују специјализоване агенције, као на примјер Moody's Investors Service, Standard & Poor's и Fitch Ratings (табела 8). Поједине банке и брокерске куће имају сопствене службе, организоване у одјељења, које анализирају и процјењују сигурност и ризик инвестирања у хартије од вриједности (Živković i Šoškić 2009). Међутим, обвезнице Републике Српске нису рангиране и немају рејтинг. Осим тога, њихова важна карактеристика је да, упркос томе што важе за једно од најсигурнијих улагања, те их купују инвеститори са мањом склоношћу ка ризику, оне нису без ризика (нису *risk free*). Непосредно прије емисије муниципалних обвезница, у проспекту емисије, међу осталим факторима, истиче се да инвеститори свјесно преузимају одређене ризике. У теорији се наводи неколико ризика (Fabozzi and Feldstein 2008) које доноси куповина муниципалних обвезница, као што су неплаћање или кредитни ризик, ризик каматних стопа, ризик реинвестирања, ризик откупа, ризик волатилности, порески ризик и ризик инфлације. У проспектима на тржишту капитала Републике Српске се наводе још и политички ризик, ризик пореских прихода и оперативни ризици (Banjalučka berza 2013).

Табела 9: Преглед ознака рејтинга обвезница

Moody's Investors Service		Standard & Poor's		Fitch		Кратак опис категорије рејтинга			
Инвестициони ниво									
Дуги рок	Кратак рок	Дуги рок	Кратак рок	Дуги рок	Кратак рок				
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Најбоља кредитна способност, минималан кредитни ризик. Изузетно јак капацитет за измиривање обавеза.			
Aa1		AA+		AA+					
Aa2		AA		AA					
Aa3		AA-		AA-					
A1		A+		A+					
A2	P-2	A	A-1	A	F1	Средње висока кредитна способност, низак кредитни ризик. Снажна способност да се испуне обавезе, али је дужник нешто више осјетљив на промјене.			
A3		A-		A-					
Vaa1		BBB+		BBB+					
Vaa2		BBB		BBB					
Vaa3		BBB-		BBB-					
Неинвестициони (спекулативни) ниво									
Va1	-	BB+	B	BB+	B	Кредитна способност са спекулативним елементима, знатан кредитни ризик.			
Va2		BB		BB					
Va3		BB-		BB-					
V1		B+		B+					
V2		B		B					
V3		B-		B-					
Saa1		CCC+		C		CCC	C	C	Лоша кредитна способност, веома висок кредитни ризик.
Saa2		CCC							
Saa3		CCC-							
Sa		CC							
C	C								
	D	-	DDD	-	DDD	Високоспекулативна кредитна способност, извјесно неизвршавање обавеза. "In default" - банкрот.			
			DDD		D				

Извор: Standard & Poor's 2013

Без обзира на значај и утицај рејтинг агенција, многа истраживања која су настојала да утврде да ли рејтинг агенције утичу на промјену цијене обвезнице на тржишту или је у питању обрнут процес, да се прво догоде турбуленције на тржишту која се тек тада региструју од стране агенције. У сваком случају, приликом прикупљања података за оцјену емисија постоји кашњење од неколико мјесеци, те се инвеститори не могу у потпуности ослонити на процјене рејтинг агенција.

5. ОСВРТ НА СИТУАЦИЈУ НА ТРЖИШТИМА КАПИТАЛА У БИХ

Тржиште капитала Републике Српске и Федерације БиХ карактерише доминантно присуство власничких хартија од вриједности насталих у процесу приватизације, непостојање инструмената тржишта новца издатих од стране Централне банке БиХ, као и почетна фаза у развоју дужничких хартија од вриједности гдје је доминантна понуда општинских и државних обвезница. Ограничавајући фактор јесте величина тржишта, слаба ликвидност за постојеће инструменте, недовољан број домаћих институционалних инвеститора већег броја домаћих институционалних инвеститора.

Тржиште капитала БиХ је организовано, регулисано и функционише као два тржишта капитала, од којих је једно у Федерацији БиХ – Сарајевска берза, а друго у РС – Бањалучка берза. Хартијама од вриједности се такође тргује на двије берзе, SASE (Сарајевска берза) и BLSE (Бањалучка берза). Укупно је емитовано 822 хартије од вриједности на Бањалучкој берзи и преко 2.500 хартија од вриједности на тржишту капитала Федерације БиХ. Такође, тржиште одликује банкоцентричност, већинско страно власништво банака и мање учешће других финансијских посредника. На основу анализа и доступних података може се рећи да тржиште одликује недовољна развијеност, лоши пословни резултати, недостатак предности за котирањем акција на берзи и слабо корпоративно управљање. Сложено уређење и лоше

перформансе одвраћају инвеститоре покрећући опадајућу спиралу развоја. Сложеност уређења огледа се у чињеници да на простору Босне и Херцеговине постоје три агенције за осигурање, двије агенције за банкарство, три комисије за хартије од вриједности, двије берзе, два регистра хартија од вриједности. Прописи ових институција су недоречени и често контрадикторни уз одсуство људи из праксе приликом креирања регулативе. Усљед одсуства хармонизованих прописа дешава се да нпр. иницијатива за измјену Закона о инвестиционим фондовима Републике Српске, која подразумијева обавезу отварања инвестиционих фондова у року од четири године, лако може бити маргинализована пребацивањем сједишта инвестиционих фондова у Брчк, које има сопственог регулатора. Такође, овакво стање редукује надзор над посредницима што повећава ризике тржишта. Дакле, тржиште капитала у БиХ је недовољно ефикасно, нефункционално иако инфраструктура постоји. Поједностављивање инфраструктуре пружио би додатну могућност за инвеститоре, а нарочито за озбиљне иностране инвеститоре. Истовремено, овакво стање редукује надзор над посредницима што повећава ризике тржишта. Према томе, тржиште капитала у БиХ је недовољно ефикасно, нефункционално, иако инфраструктура постоји.

6. ЗАКЉУЧАК

Предности емитовања обвезница огледају се у могућности прибављања знатно већих износа него позајмљивањем од банке. Такође, сматра се да се емисијом обвезница ствара и шири база инвеститора што олакшава прибављање веће количине средстава. Осим тога, емисија обвезница има и маркетиншки ефекат транспарентности пословања и експонираност емитента. Ове предности омогућавају управљање властитим дугом, смањење изложености према једној банци и смањење цијене задуживања.

Поред недовољног нивоа знања, искустава и неповјерења, као разлог за мањи интерес емитената за емисијом обвезница можемо навести и недовољан ниво секундарне трговине односно ликвидности. Осим тога, емисија обвезница подразумијева дужи временски период до реализације и значајне трошкове реализације задуживања, али и значајну транспарентност пословања емитента.

С друге стране, кредити представљају билатерални договор око услова финансирања банке и клијента и као најзначајнија предност се наводе брзина прибављања средстава, мање процедура, мањи износи задуживања и сл.

Даљи развој домаћег тржишта капитала могућ је укидањем постојећих ограничења и постављање ограничења на капитал и активу институционалних инвеститора (слично као код банака) и преоријентациом пословних банака на домаће тржиште капитала. Један од механизма оријентације банака на домаће тржиште капитала представља емитовање депозитних сертификата. Закључно са 30. 6. 2013. године у Републици Српској укупни депозитни потенцијал банака износио је 4,4 милијарди КМ. Уколико само 5 одсто укупних депозита са којима банке у РС располажу, банке прикупљају у виду депозитних сертификата и прикупљањем ових депозита на домаћем тржишту капитала, то би значило повећање промета на Бањалучкој берзи за 220 милиона КМ годишње или за 87,12% више него 2012. године. Према томе, треба очекивати да даљи импулс за развој финансијских инструмента на домаћем финансијском тржишту дају банке.

Успјешан примјер развоја тржишта обвезница предстаљају обвезнице које су емитоване по основу дуга ентитета. Ове обвезнице имају атрактивне приносе до доспијећа, потцјењене су и могу послужити као добар колатерал за узимање нових кредита и остављају могућност даљег развоја домаћег тржишта капитала.

На финансијским тржиштима, развијенијим од нашег, при улагању у обвезнице емитенти и инвеститори се могу ослонити на оцјену коју обвезница добије од агенције за рејтинг.

У посљедње три године долази до значајнијег развоја тржишта обвезница у Републици Српској. Уколико се садашњи емитенти обвезница покажу као одговоран емитент, убудуће треба очекивати веће интересовање и других институционалних инвеститора, прије свега инвестиционих фондова и осигуравајућих друштава.

ЛИТЕРАТУРА

- Vasiljević, Mirko. 2004. *Poslovno pravo*. Beograd: Udruženje pravника u privredi Srbije.
- Erić, Dejan. 2003. *Finansijska tržišta i instrumenti*. Beograd: Čigoja.
- Živković, Branko i Šoškić, Dejan. 2009. *Finansijska tržišta i institucije*. Beograd: Ekonomski fakultet.
- Službeni glasnik RS. 2005. Zakon o ostvarivanju prava na naknadu materijalne i nematerijalne štete nastale u periodu ratnih dejstava od 20. maja 1992. godine do 19. juna 1996. godine. Broj 103. Banja Luka.
- Službeni glasnik RS. 2006. Zakon o investicionim fondovima. Broj 92. Banja Luka.
- Službeni glasnik RS. 2012. Pravilnik o o visini i načinu ulaganja sredstava za pokriće tehničkih rezervi i minimalnog garantnog fonda društava za osiguranje Broj 56. Banja Luka.
- Službeni glasnik RS. 2012. Pravilnik o uslovima i postupku emisije hartija od vrijednosti. Broj 60. Banja Luka.
- Službeni glasnik RS. 2012. Pravilnik o uslovima i postupku emisije hartija od vrijednosti. Broj 60. Banja Luka.
- Službeni glasnik RS. 2012. Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske. Broj 71. Banja Luka.
- Službeni glasnik RS. 2013. Pravilnik o registraciji i prenosu hartija od vrijednosti. Broj 25. Banja Luka.
- Službeni glasnik RS. 2013. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti. Broj 59. Banja Luka.
- Službeni glasnik RS. 2013. Zakon o privrednim društvima Broj 67. Banja Luka.
- Stevanović, Saša. 2013. *Upravljanje rizicima portfelj domaćih institucionalnih investitora*. Banja Luka: Udruženje ekonomista SWOT.
- Feldstein, Sylvan and Fabozzi, Frank. 2008. *The Handbook of Municipal Bonds*. New Jersey. John Willey & Sons, Inc.
- Banjalučka berza. 2013. Pravila Banjalučka berze. Pristupljeno oktobar 2013. <https://www.blberza.com/pages/DocView.aspx?Id=25093>.
- Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske. 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://secrs.gov.ba>.
- Sarajevska berza-burza. 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://crhovrs.org>.
- Sarajevska berza-burza. 2013. Proširena kursna lista Sarajevske berze. Pristupljeno oktobar 2013. http://195.222.43.81/sase-final/language/hr-HR/Za_investitore/Kursne_liste/Pro%C5%A1irena_kursna_lista.aspx.
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://cbbh.ba>.
- Centralni registar hartija od vrijednosti Republike Srpske. 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://crhovrs.org>
- Bloomberg – Business, Financial & Economic News, Stock Quotes. 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://www.bloomberg.com>.
- EM Eurobonds – Cbonds. 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://em.cbonds.com>.
- IMF. 2013. World economic outlook April 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=69&pr.y=8&sy=2011&ey=2018&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=963&s=PCPI%2CPCPIPCH%2CPCPIE%2CPCPIEPCH&grp=0&a=>
- Moody's Investors Service. 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://www.moody's.com/Pages/atc002.aspx>.
- People.stern. 2013 Country Default Spreads and Risk Premiums. Pristupljeno oktobar 2013. http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Standard & Poor's. 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://www.standardandpoors.com>.
- Trading economics. 2013. Pristupljeno oktobar 2013. <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating>.