

VRSTE, RIZICI I TRŽIŠTA MUNICIPALNIH OBVEZNICA

Stanje i perspektive na tržištu Republike Srpske

***Apstrakt:** Municipalne obveznice izdaju organi lokalne samouprave, gradovi, opštine ili druge lokalne zajednice s ciljem da brzo dođu do sredstva za pokrivanje tekućeg budžetskog deficita, izgradnju kapaciteta za proizvodnju i distribuciju toplotne energije, unapređenje vodosnabdjevanja, izgradnje puteva, sportsko-rekreativnih centara, škola ili za finansiranje sličnih projekata po povoljnijim uslovima nego da se kreditno zadužuju kod banaka. Na ovaj način se stvaraju uslovi za brži razvoj realnog sektora. Cilj ovog rada je da ocijenimo važnost, mogućnosti i efekte emitovanja obveznica u Republici Srpskoj s ciljem obezbjeđivanja novca za finansiranje i razvoj lokalnih zajednica.*

Dobri primjeri da se obveznicama lokalne samouprave može unaprijediti razvoj lokalnih zajednica su tržišta kapitala država koje su prešle iz socijalističkog sistema uređenja, slična tržištu Republike Srpske, poput Poljske, Slovačke, Mađarske i Hrvatske.

Emisije opštinskih obveznica u Republici Srpskoj su uspjele najviše zahvaljujući Investiciono-razvojnoj banci RS. Međutim, sigurno da je daljim emisijama kvalitetnih opštinskih obveznica treba očekivati veće interesovanje drugih institucionalnih investitora, prije svega investicionih fondova i osiguravajućih društava, a i investitori koji imaju veću averziju prema riziku će biti u prilici da se upoznaju sa funkcionisanjem tržišta kapitala. Na taj način bi i naše tržište kapitala potvrdilo svoju osnovnu ulogu i tako postalo generator ukupnog ekonomskog razvoja Republike Srpske jer bi omogućavalo efikasnije prikupljanje i alokaciju sredstva.

***Ključne riječi:** municipalne obveznice, rizici, investiranje, prinosi, tržište kapitala, zaduživanje opština*

***Abstract:** Municipal bonds are issued by cities, municipalities or other local communities in order to quickly raise funds to cover current budget deficits, finish infrastructure projects for production and distribution of thermal energy, improve water supply, road construction, sports and recreation centers, schools or to fund such projects on more favorable terms than to borrow from banks. In this manner,*

*Ekonomista, analitičar Advantis Broker a.d. Banja Luka, e-mail: milos.grujic@advantis-broker.com.

necessary conditions are created for faster development of the real sector. The aim of this study is to evaluate the importance, possibilities and effects of the bond issue in the Republika Srpska aimed at securing funding for and development of local communities.

Good examples that local government bonds enhance community development include capital markets in countries that have made the transition from the socialist system design, similar to the market of the Republika Srpska, like the Polish, Slovakian, Hungarian and Croatian markets.

Issues of municipal bonds in the Republika Srpska succeeded mostly due to the workings of Investment-Development Bank of RS. However, it certainly shows that further high-quality municipal bonds could attract more interest from various institutional investors, especially mutual funds and insurance companies, and investors who are more risk-averse will be able to familiarize and inform themselves with the functioning of capital markets. In this manner, our capital market would confirm its essential role and thus become a generator of overall economic development of the Republika Srpska because it would enable more efficient collection and allocation of capital resources.

Keywords: *municipal bonds, risks, investments, returns, capital markets, borrowing municipalities*

UVOD - MUNICIPALNE OBVEZNICE

Prelazak na tržišnu ekonomiju uslovio je alociranje sredstava u državnom budžetu tako da se jedan dio budžeta prenosi na lokalni nivo. Lokalne vlasti, suočene sa povećanim pritiskom decentralizacije, demokratizacije i urbanizacije, prinuđene su da nađu nove načine za finansiranje rasta i razvoja lokalnih sredina.

Tržište kapitala¹ kao značajan podsistem privrednog sistema svake zemlje, čini skup institucija, instrumenata i mehanizama kojima se obavlja mobilizacija, koncentracija i alokacija finansijskih sredstava. Kao najvažnija funkcija tržišta kapitala izdvaja se upravo alokacija kapitala - tok finansijskih sredstava onih koji raspolazu viškom novca ka emitentima (kojima su ta sredstva potrebna). U radu ćemo pokazati da je za finansiranje kapitalnih projekata opštinskim vlastima uspješna alternativa podizanju poreza ili zaduživanju kod banaka može biti izdavanje municipalnih obveznica. Prema važećem Zakonu o tržištu hartija od vrijednosti Republike Srpske, obveznice se definišu kao dužničke hartije od vrijednosti koje vlasniku daju pravo na naplatu glavnice i kamate, odnosno drugih prihoda u skladu sa pozitivnim zakonskim propisima i konkretnom odlukom o emisiji². Obveznica (engl. Bond)

¹ Tržište kapitala (engl. capital market, njem. Kapitalmarkt) je tržište dugoročnog kapitala, odnosno tržište dugoročnih hartija od vrijednosti. Izuzetno je važno sa stajališta pribavljanja novca za poslovanje i proširenje poslovanja poduzeća jer se na tržištu kapitala zadovoljava najveći dio potreba poduzeća za kapitalom.

² Šire v. Član 4. *Zakona o tržištu hartija od vrijednosti Republike Srpske*, a u smislu odredbi koje regulišu predmetnu materiju, *Službeni glasnik Republike Srpske*, broj: 31/2011.

je instrument (hartija od vrijednosti) kojim se emitent kao dužnik (zajmoprimalac) obavezuje da će vratiti zajmoprimalocu (investitoru) pozajmljeni novac i platiti kamatu za određeni vremenski period³. U skladu sa tim, može se reći i da obveznica predstavlja ispravu koja sadrži priznanje postojanja neke obaveze, a služi kupcu kao dokaz da je dužnik obavezu preuzeo. Dakle, riječ je o hartiji od vrijednosti koja odražava dužničko-povjerilački, to jest kreditni odnos.

Municipalne obveznice⁴ na tržištu kapitala zemalja u tranziciji, osim što osvježavaju i diversifikuju tržište, povećavaju konkurentnost među finansijskim instrumentima. Osim lokalnih zajednica, direktne koristi ima država što je jedan od sinergetskih efekata pojavljivanja municipalnih obveznica na tržištu kapitala⁵. Prema tradicionalnom, teorijskom shvatanju, municipalne obveznice, kao i druge obveznice, predstavljaju dužničke hartije od vrijednosti, koje emitenta, tj. lokalne vlasti (grad, županiju, okrug, opštinu, ili pak, druge lokalne jedinice) obavezuju da investitoru isplati pozajmljeni iznos zajedno sa pripadajućom kamatom, u tačno utvrđenom vremenskom periodu⁶. Izdavanjem municipalnih obveznica, lokalne vlasti na tržištu kapitala imaju mogućnost da prikupe neophodna finansijska sredstava za: izgradnju kapaciteta za proizvodnju i distribuciju toplotne energije; unapređenje vodosnabdjevanja; izgradnju puteva, mostova, bolnica, sportsko-rekreativnih centara i škola; preradu otpadnih voda ili za reciklažu otpada; rekonstrukciju istorijskih objekata; modernizaciju komunalnih objekata i opreme; za finansiranje izgradnje sličnih projekata; za zaštitu životne sredine ili obnovljivih izvora energije i sl. Municipalne obveznice se najčešće emituju na duži rok i nose kamatu po fiksnoj ili promjenjivoj kamatnoj stopi za kapitalne projekte koji (ne) donose prihode.

Naime, lokalne zajednice mogu, mada je takav slučaj rijetkost, emitovati obveznice i na rok dospjeća od nekoliko mjeseci. Međutim, konkretne obveznice, budući da su kratkoročni instrument, nazivaju se note i po uzoru na trezorske zapise⁷, gotovo uvijek, emituju se kako bi emitent došao do sredstava za pokrivanje nepravilnih novčanih tokova ili budžetskog deficita.

³ Šire v. dj. F. J. Fabozzi i T. D. Fabozzi, *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Prentice-Hall International Inc. 1989, str. 1.

⁴ Takođe, u teoriji se nazivaju i gradske, lokalne ili opštinske obveznice.

⁵ U smislu pojavljivanja municipalnih obveznica na tržištu kapitala, važno je stanje duga države jer se emitovanjem municipalnih obveznica povećava ukupni javni dug. Šire v. dj. S. El Daher, *Municipal Bond Markets: Prospects for Developing Countries*, Infrastructure Notes, World Bank 1997. str. 1-4.

⁶ Šire v. dj. S. Orsag, *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*. Zagreb 1999. str. 469-551.

⁷ Trezorski zapisi su kratkoročne hartije od vrijednosti, čija naplata pristiže poslije **30, 90, 180 ili 360 dana** od dana izdavanja. Šire v. dj. S. Orsag, *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*. Zagreb 1999. str. 345. Zbog prevazilaženja budžetskih poteškoća, emituje ih država ili njen entitet. Trezorski zapisi upisuju se aukcijama na kojima se oni prodaju uz diskont, a cijena se menja pri kasnijim trgovinama. Takođe, budući da se emituju na kratak rok i da za njih garantuje država, prinosi na trezorske zapise nisu mnogo visoki, ali su sigurni. Praksa je pokazala da ove hartije od vrijednosti najčešće koriste institucionalni investitori, kao što su banke, osiguravajuća društva, investicioni i penzionski fondovi itd.

1. VRSTE I RIZICI EMITOVANJA I ULAGANJA U MUNICIPALNE OBVEZNICE

Kada je riječ o izdavanju municipalnih obveznica, najkraće rečeno, lokalna vlast izdavanjem ovih hartija od vrijednosti pozajmljuje novac od kupaca municipalnih obveznica i obećava da će im isplatiti glavnicu i pripadajuće kamate. Ovaj iznos se najčešće isplaćuje dva puta godišnje u određenom vremenskom periodu. U nekim zemljama, na primjer kao u Sjedinjenim američkim Državama, prihodi od kamata od municipalnih obveznica su često izuzeti iz federalnog poreza na dohodak i od poreza na dohodak države u kojima su izdane⁸.

Zaduživanje za pokriće tekućih izdataka je prihvatljivo samo u rijetkim, specifičnim slučajevima, zbog pokrivanja tekućeg deficita proizašlog iz neujednačenog novčanog priliva tokom budžetske godine. „Zlatno pravilo“ finansiranja⁹ dozvoljava zaduživanje samo za kapitalne projekte, a ne i za trenutne, tekuće potrebe i zahtjeva jasno razdvajanje tekuće i kapitalne budžete lokalne samouprave. Ovakav pristup povećava transparentnost trošenja budžetskog novca lokalne zajednice. Odvajanje tekućih od kapitalnih budžeta je uobičajena praksa za zemlje u Zapadnoj Evropi, ali je rijetkost u zemljama srednje i Istočne Evrope.

U teoriji se smatra da su municipalne obveznice primamjive i preporučljive za lokalne zajednice uopšte jer se:

1. za razliku od klasičnog načina zaduživanja u bankarskom sektoru, emitovanjem municipalnih obveznica obezbjeđuju se jeftiniji izvori finansiranja – troškovi finansiranja su niži u odnosu na tradicionalne kreditne linije;
2. ostavlja mogućnost otkupa prije roka dospjeća;
3. može projektovati novčani tok - ugovorena kamatna stopa ne podliježe tržišnim kamatama;
4. zbog transparentnosti emitovanja pažljivije pristupa evaluaciji projekta, te se povećava odgovornost nosilaca lokalnih vlasti - pozitivne marketinške efekte kroz poboljšanje imidža lokalne samouprave;
5. lokalna vlast dovodi u fokus pažnje javnosti i podliježe većoj kontroli javnog mnjenja;
6. transakcije vrše bez poreskog opterećenja;
7. građanima omogućava da kroz tržište kapitala ulažu u razvitak svoje lokalne zajednice;

⁸ Šire v. *An Investor's Guide to Municipal Bonds*, New York 2003. str. 5-20.

⁹ Zlatno bankarsko pravilo finansiranja utemeljio je 1854. godine nemački autor Hubner (Hibner), koji je u djelu *Die Banken* (Banke) istakao misao da „kredit koji neka banka može dati, a da pri tome ne dođe u opasnost u pogledu ispunjenja svojih obaveza, mora odgovarati kreditu koji banka uživa i to ne samo po iznosu nego i po kvalitetu kredita“. Ovo pravilo ima za cilj održavanje likvidnosti banke. Suština ovog pravila je da dužnik kratkoročne kredite koristi za kratkoročne a dugoročne za dugoročne namjene. Šire v. J. Rodić, *Poslovne finansije i procjena vrijednosti preduzeća*, Beograd 1997. str. 63

8. прави диверсификација извора финансирања и шири се базе инвеститора;

9. сматра да пројекти финансирани емитовањем муниципалних обвезница доприносе повећању квалитета живота и позитивно утичу на стандард локалног становништва и одржив развој локалне заједнице и

10. ствара основа за развој реалног сектора.

Најприхваћенија подјела инвеститора је на индивидуалне инвеститоре – грађане и институционалне инвеститоре: комерцијалне банке, инвестиционе компаније¹⁰ (инвестиционе и пензионе фондове) и осигуравајуће компаније. Наиме, општеприхваћено схватање, које је пракса доказала, огледа се кроз активну преференцију инвеститора у смислу муниципалних обвезница јер су:

1. у многим државима предвиђене пореске олакшнице на остварене приходе од камата¹¹;

2. нижи ризици улагања (висок степен сигурности наплате главнице и камате јер за ове обавезе гарантују власти локалне заједнице);

3. исплате обавеза емитента су загарантоване пореском снагом и(li) имовином емитента-локалне заједнице;

4. могућа остварења капиталне добити и реинвестирања трговином на секундарном финансијском тржишту¹²;

5. познати динамика, роћност и структура новћаних притока;

6. осигуравајуће компаније и банке често гарантују за исплату и

7. емисије транспарентне и

Муниципалне обвезнице емитоване у великом обиму и са нижом номиналном вриједношћу су веома атрактивне за индивидуалне инвеститоре са високим приманјима. Заправо, на развијеним тржиштима капитала купци са највећим ућешћем у структури продаје су, управо индивидуални инвеститори. Муниципалне обвезнице, слично као и комерцијалне обвезнице, могуће је разликовати на основу три важне карактеристике: вјероватноћа (не)враћања дуга, утрживост обвезница и технике издавања. Такође, према сигурности отплате дуга постоје три врсте дугороћних обвезница¹³:

a.) опште обавезујуће обвезнице, (General obligation bonds);

b.) обвезнице које носе приходе, (Revenue bonds);

c.) намјенски приходи обвезница.

¹⁰ Упркос већ ustaljenom моделу да се инвестициони фондови сматрају инвеститорима, аутори из SAD преферирају да наведу инвестиционе компаније. Инвестициона компанија (друштво за управљање инвестиционим фондovima) може да управља са неколико фондова основаних са различитим циљем (ETF, муниципални фонд, обвезнички фонд, мјешовити фонд и сл.).

¹¹ У Сједињеним Америчким Државима, текући приходи од камата су, углавном, ослобођени пореза.

¹² Секундарно тржиште (*secondary market*) је тржиште већ постојећих финансијских инструмената.

¹³ Шире в. дј. F. Мила и J. E. Petersen, *Subnational capital markets in developing countries: from theory to practice*, World Bank, 1999.

Pored navedenog, municipalne obveznice možemo podjeliti prema posebnim investicionim mogućnostima na¹⁴:

- a.) osigurane municipalne obveznice;**
- b.) obveznice koje ne nose fiksnu kamatnu stopu;**
- c.) obveznice sa diskantom i**
- d.) „put“ obveznice.**

Uprkos tome što важе за једне од најсигурнијих улагања, те их купују инвеститори са мањом склоношћу ка ризику, municipalne obveznice nisu bez rizika (risk free). Neposredno prije emisije municipalnih obveznica, u prospektu emisije, među ostalim faktorima, ističe se da investitori svjesno preuzimaju određene rizike. Fabozzi, i Feldstein¹⁵ navode nekoliko rizika koje donosi kupovina municipalnih obveznica, kao što su:

- a.) neplaćanje ili kreditni rizik;**
- b.) rizik kamatnih stopa;**
- c.) rizik reinvestiranja;**
- d.) rizik otkupa;**
- e.) rizik volatilnosti;**
- f.) poreski rizik i**
- g.) rizik inflacije.**

Najveći rizik odnosi se na mogućnost emitenta da ne može da izmiri obavezu (default risk)¹⁶. Prije nego što se odluči za kupovinu municipalne obveznice, svaki investitor treba da se raspita postoji li prijetnja da lokalna zajednica na vrijeme ne izvršava svoje obaveze. Ako investitori moraju prodati svoje obveznice u periodu povećanja kamatnih stopa, oni će snositi gubitke¹⁷ zbog promjene cijene obveznica. Kamatne stope kod municipalnih obveznica su uglavnom fiksne, tako da ako se kamatne stope na tržištu promijene, prinos¹⁸ od kamate se ne mijenja, već može biti veći ili manji u odnosu na prinose drugih kamatnih stopa. Ostvarenu dobit od glavnice i kamate moguće je ponovo reinvestirati u hartije od vrijednosti. Ovo je rizik reinvestiranja jer hartije od vrijednosti, u koju se uloži dobijeni novac, mogu dati različite prinose, pa čak i gubitak, u odnosu na određene municipalne obveznice. Rizik koji se odnosi na nižu tržišnu kamatnu stopu, poznat je kao rizik otkupa (call risk). Emitenti

¹⁴ Šire v. *An Investor's Guide to Municipal Bonds*, The New York, 2003. str. 4.

¹⁵ Šire v. dj. S. G. Feldstein; F. J. Fabozzi; *The Handbook of Municipal Bonds. Hoboken, New Jersey*. John Willey & Sons, Inc., 2008.

¹⁶ Više o rizicima pogledati internet - *Risks of Investing in Bonds*, (pristupljeno novembar 2012. godine) <http://www.investinginbonds.com/learnmore.asp?catid=3&id=383>

¹⁷ Investitor snosi gubitak zbog rizika kamatne stope, samo u situaciji kada su obveznice prodate prije dospjeća, a nivo kamatne stope poraste poslije prodaje.

¹⁸ Naime, kako to naglašava D. Erić: „Prinos (return) je osnovni motiv investiranja na finansijskom tržištu, to je dobit koju investitor očekuje od ulaganja u određeni finansijski instrument.“ Cit. dj. *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, 2003, str.146.

obveznica mogu da iskoriste call opciju, koju su „ugradili“ u obveznice i tako da ostvare značajne uštede u troškovima kamata. Ukoliko se povećanje ili smanjenje kamatne stope odrazi na vrijednost obveznica, pogotovo obveznica sa ugrađenim call-opcijama, investitori će biti podložni riziku volatilnosti cijena. Kada emitenti iskoriste call opciju (mogućnost otkupa po određenoj cijeni prije dospjeća obveznice), ostvareni prinosi, po tom osnovu, ne mogu adekvatno da nadoknade prinose investitorima, koji u novonastalim okolnostima treba ponovo da investiraju dobijeni novac. Rizik inflacije odnosi se na smanjenje kupovne moći investitora i buduće tokove gotovog novca. Kada se poveća stopa inflacije¹⁹, cijene obveznica imaju tendenciju pada usljed pada kupovne moći, što obveznicama sa fiksnim prinosima smanjuje prinos. Osim navedenih, neki autori isiču i rizik poreza. Ovaj rizik može umanjiti atraktivnost municipalnih obveznica izuzetih od oporezivanja. Na primjer, snižavanje poreskih stopa će se odraziti na smanjenje tržišne vrijednosti obveznica. U posebnim prilikama, kada je interesu Vlade da poveća svoje prihode, ona može da opozove obveznice sa statusom poreskih izuzeća. U prospektima na tržištu kapitala Republike Srpske se navode još i politički rizik, rizik poreskih prihoda i operativni rizici²⁰. Politički rizik države uključuje sve rizike povezane sa mogućom političkom nestabilnošću. Zavisi od odnosa države emitenta sa susjednim državama i svijetom, ali taj rizik u velikoj mjeri zavisi i od procesa tranzicije na tržišnu ekonomiju države. Za države koje se nalaze u procesu tranzicije karakterističan je povećan politički rizik. On zavisi od odnosa zakonodavne, izvršne i sudske vlasti, ali i od odnosa između institucija i administrativnih službi. Politički i opšti društveni rizik svojstven je svim djelovima jednog društva i na njega se po pravilu iz perspektive pojedinca ne može individualno uticati. Rizik poreskih prihoda ogleda se u vrsti i visini poreskih prihoda koji su zakonski utvrđeni kao izvori finansiranja jedinica lokalne samouprave. Prihodi opštine zavise od zakonski utvrđenih izvora i nivoa privrednih aktivnosti na koje se utvrđeni porezi obračunavaju. Značajne promjene u jednim od ova dva faktora, uz pretpostavku nepromjenjenih rashoda mogu dovesti do nastanka deficita budžeta. Operativni rizici (informacioni sistemi, procedure, ljudski faktor, dokumentacija) proizilaze iz dnevnog poslovanja emitenta. Primjeri prijetnji koje se odražavaju na operativni rizik su: prevare, krađe, ometanje poslovnih procesa, prirodne katastrofe i sl.

Najprihvaćeniji način ocjene finansijske sposobnosti emitenta zasniva se na ocjenjivanju njegovog boniteta. Ocjenjivanje boniteta emitenta municipalnih obveznica, uglavnom, vrše specijalizovane agencije, kao na primjer Moody's Investors Service, Standard & Poor's and Fitch Ratings. Pojedine banke i brokerske kuće imaju sopstvene službe, organizovane u odeljenja, koje analiziraju i procenjuju sigurnost

¹⁹ Hartije od vrijednosti su indeksirane sa porastom inflacije, čime se štiti njihova vrijednost i eliminiše rizik inflacije. U SAD to radi Treasury Inflation Protection Securities (TIPS)

²⁰ Pogledati prospekt javne ponude emisije municipalnih obveznica Grada Banja Luka na sajtu Banjalučke berze, internet, dostupno na (pristupljeno novembar 2012. godine): <http://www.blberza.com/cms2filecache/files/cms2/docver/6528/files/PROSPEKT%20GRADA%20%20BANJA%20LUKA%20finalni.pdf>

i rizik investiranja u municipalne obveznice. Sposobnost rejting agencije za procjenu municipalnih obveznica na finansijskom tržištu znatno je evoluirala od vremena velike depresije 1929. god. koristeći iskustva osiguranja obveznica u prošlosti, stvoren je jedan efikasan analitički instrument za diferenciranje kreditnog rejtinga, koji su odigrali važnu ulogu u rastu kvaliteta procjene i postali važni finansijski indikatori.²¹ Kreditni rejting, međutim, ne bi trebao da bude jedini indikator za bilo koju investicionu odluku. Na primer, rejtinzi ne uzimaju u obzir tržišne trendove.

Rang obveznice	Moody's	S&P	Fitch
Primarni	Aaa	AAA	AAA
Izvršni	Aa	AA	AA
Viši srednji	A	A	A
Niži srednji	Baa	BBB	BBB
Špekulativni	Ba	BB	BB
Izrazito špekulativni	B, Caa	CC	B, CCC
Upitni	CaC	D	CC

Tabela 1 - Rangiranje obveznica prema agencijama Moody's, Standard & Poor's i Fitch
 Izvor: *An Investor's Guide to Municipal Bonds*, (2003) The New York: Bond Market Association str. 5.

Iskustva na svim tržištima kapitala pokazuju da je sekundarno tržište municipalnih obveznica²² znatno pasivnije i manje likvidno u odnosu na tržište akcija ili tržište državnih obveznica²³. Zbog te karakteristike, neki investiotri, uslijed različitih faktora, nerijetko prodaju municipalne obveznice prije roka dospijeca po nižim cijenama od onih koje su bile tokom pobude. S druge strane, kupovina municipalnih obveznica često može predstavljati problem ako su prodavci zadovoljni novčanim tokovima od obveznica.

²¹ Šire. v. Živković, B.; Šoškić, D.. **Finansijska tržišta i institucije**, Beograd: 2009. str. 293.

²² Šire. v. Van Horne, J., Wachowicz, J. Jr., *Osnove finansijskog menadžmenta*, New York, str.27.

²³ Šire v. *An Investor's Guide to Municipal Bonds*, The New York, 2003. str. 3-5.

2. TRŽIŠTA MUNICIPALNIH OBVEZNICA

Tokom poslednjih decenija zabilježen je rast emitovanja municipalnih obveznica sa tendencijom daljeg povećanja svake godine. Prije svega zbog toga što se smatra se da je tržište municipalnih obveznica manje rizično od drugih tržišta, prvenstveno od tržišta korporativnih hartija od vrijednosti²⁴.

Analizirajući iskustva zemalja razvijenih tržišnih ekonomija, prije svega finansijskog tržišta SAD, i specifičnosti svog privrednog ambijenta, tranzicione zemlje su svoje zakonske i druge institucionalne uslove prilagodile za primjenu (n)ovih finansijskih instrumenata svojim tržištima kapitala. Međutim, tržišta municipalnih obveznica u tranzicionim zemljama, uprkos činjenici da je pravna regulativa zasnovana na modelu SAD, u velikoj mjeri i u bitnim segmentima odstupaju od američkog modela²⁵. O tržištu municipalnih obveznica zemalja u tranziciji važno je reći da su mnoge municipalne obveznice prodate prvi put od strane malih emitenata koji nisu dovoljno poznati investitorima. Dalje, pojedinačni investitori čine najveći dio tržišta. Međutim, njihovi pojedinačni kapaciteti za analizu rizika i sigurnosti investiranja nisu razvijeni kao kod institucionalnih investitora. Važna karakteristika tržišta municipalnih obveznica zemalja u tranziciji je činjenica da su asimetrične informacije²⁶ vjerovatno najveće na tržištu municipalnih obveznica. Interesantno je da su manjak finansijske ekspertize i sofisticiranost za emitente, te nedostaci informacija pogoršali problem asimetričnih informacija na tržištu municipalnih obveznica. Rješavanje ovih pitanja može značajno koristiti emitentu kroz smanjenje troškova pozajmljivanja.

U Poljskoj²⁷ je od 1995. godine više od 200 lokalnih samouprava izdalo municipalne obveznice. Lokalne vlasti u Poljskoj mogu emitovati opšte obveznice i prihodne municipalne obveznice, a isplata je zagarantovana cjelokupnom imovinom emitenta. Najveću ekspanziju tržište municipalnih obveznica bilježi u periodu od 1996. do 2005. godine. Tržišna vrijednost municipalnih obveznica u tom peri-

²⁴ Šire v. dj. Z. Bubaš, **Municipalne obveznice**, *Financijska praksa*, Zagreb 1995. god., str. 123.

²⁵ Šire v. dj. V. Leko, **Financiranje javnih interesa preko državnih i od države podupiranih privatnih finansijskih institucija**. 36. *Simpozij Hrvatske zajednice računovođa i finansijskih djelatnika*, Pula 10-12 juna 1999. str. 343-358.

²⁶ Asimetrične informacije (asymmetric information) - situacija u kojoj jedna strana u nekom ekonomskom odnosu ima bolje informacije od druge strane.

²⁷ Varšavska berza je najdinamičnije tržište kapitala srednje i istočne Evrope. Karakteriše je značajna likvidnost, poslovanje u skladu sa propisima Evropske unije i velika transparentnost. Berza u Poljskoj je, prije svega, kroz brojne inicijalne javne ponude na koje su se odlučivale poljske kompanije kako bi došle do kapitala, odigrala važnu ulogu u poljskoj tranziciji. Uprkos tome što je na Varšavskoj berzi završeno 250 inicijalnih javnih ponuda u posljednje četiri godine i što Poljska, statistički, nije zapala u globalnu recesiju, rejting evaluacija nije šire prihvaćena, a eksternu evaluaciju imalo je samo nekoliko organa lokalnih vlasti.

odu je porasla šest puta (sa 500 milijardi zlota na više od 3.000 milijardi zlota). Najznačajniji potencijalni investitori u municipalne obveznice su banke, penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije. U strukturi investitora na tržištu municipalnih obveznica najveće učešće imaju banke sa oko 67 odsto, ostali domaći investitori sa oko 26 odsto, strani investitori manje od pet odsto, dok je učešće ostalih investitora zanemarljivo²⁸.

Emisije municipalnih obveznica u Slovačkoj su regulisane Zakonom o obveznicama i Zakonom o izdavanju opštinskih obveznica iz 1992. godine (Act on Municipal Establishment, an issue of municipal bonds), te drugim zakonskim i podzakonskim aktima. Emitente obveznica ovlašćuje Narodna Banka Slovačke i Ministarstvo finansija. Ministarstvo istražuje i potvrđuje finansijske podatke koje dostavlja emitent. Prema slovačkoj legislativi, emitenti plaćaju naknadu u iznosu od jedan odsto od emisije. Opštinske obveznice nose garanciju za cjelokupnu opštinsku imovinu. Zbog ovog pravila nisu rijetke emisije u kojima je cjelokupna vrijednost opštinske imovine „preosigurala“ relativno malu vrijednost emisije. Novac prikupljen emisijom municipalnih obveznica uglavnom se koristi za izgradnju stambenih objekata, puteva, vodovoda i kanalizacije, ulica, rasvjete, ali i za stabilizaciju finansija opštine. Praksa je da emitent prije emisije angažuje agenta - konsultanta koji procjenjuje trenutnu tržišnu situaciju kako bi osigurao plasman emitovanih obveznica pod što boljim uslovima. Emitent može angažovati investicionu banku ovlaštenu od strane Narodne banke Slovačke ili dilera - banku ili brokersku kuću kao pokrivitelja emisije. Agent emisije na Slovačkoj berzi nedelju dana prije početka emisije objavljuje rokove isplate duga, a u „Privrednom biltenu“ svi detalje emisije se objavljuju najkasnije dva mjeseca nakon početka emitovanja obveznica. Za razliku od Poljske, rejting evaluacija je šire prihvaćena, a rizike emitovanih obveznica procjenjuju tri agencije: Slovačka rejting agencija (SRATM), Evropska rejting agencija (ERATM) i Moody's Central Europe (MCE). Kupci municipalnih obveznica u Slovačkoj su gotovo uvijek - banke. Budući da ne postoji sekundarno tržište municipalnih obveznica, banke ove obveznice drže u svom portfelju do dospelja. Povremeno, institucionalni investitori zajedno sa bankama učestvuju u primarnoj kupovini²⁹ opštinskih obveznica. Opštine mogu emitovati obveznice s fiksnom ili promjenljivom kamatnom stopom. Kamatne stope opštinskih obveznica odražavaju trenutno stanje na finansijskom tržištu i kreditnu sposobnost lokalne vlasti. Zbog toga su kamatne stope obično niže od kamatnih stopa bankarskih kredita.

Oblast emisija municipalnih obveznica u Mađarskoj je regulisana sa nekoliko zakona. Najznačajniji su Zakon o lokalnoj samoupravi (iz 1990. godine), Zakon o državnom budžetu, Zakon o finansijskom poslovanju, Zakon o garancijama (iz 1996. i 2001. godine), Zakon o finansijskim institucijama (2006.), uredbe i pravila Minis-

²⁸ Potencijalni investitori ukazuju na problem malih iznosa emitovanja na tržištu kapitala što ne dozvoljava javni plasman. Malo interesovanje za municipalne obveznice proizilazi iz dominacije državnih obveznica na tržištu, koje u strukturi OIF-a čine 57% ukupnog iznosa plasmana.

²⁹ Primarno tržište (primary market) je tržište na kome investitor kupuje finansijske instrumente (preko investicione banke ili drugog posrednika) direktno od njihovog izdavaoca

tarstva finansija i Regulative u okviru Jedinice za finansijski nadzor u Mađarskoj³⁰. Lokalne samouprave mogu da pozajme sredstva za razna kapitalna ulaganja koja je odobrio lokalni savjet (bez učešća Ministarstva Finansija). Kao i u Poljskoj, ne postoje ograničenja po pitanju valute ili tipa banke. Zakonom je predviđeno je da se najviše 70 odsto od „nebudžetskih prihoda” (koji se zovu samoizvorni prihodi u Mađarskoj) mogu koristiti za pokriće duga. Kao prepreke za javni plasman obveznica prepoznate su: relativno niske emisije; finansijske institucije koje uglavnom ignorišu tržište municipalnih obveznica; veliki troškovi potpune registracije, reklamiranja, istraživanja i formiranja tržišta.³¹ Osim toga, pokazalo se da je privatni plasman obveznica zapravo supstitucija za bankovne zajmove i da su upitni efekti sekundarne trgovine te da su rizici visoki a tržištu obveznica treba obično 10 godina po definisanju regulatornog okvira da se razvije. Smatra se da je od 2005. godine nastupio preokret od zaduživanja ka obveznicama. S ciljem „oživljavanja“ ovog segmenta tržišta, emitentima je preporučeno da emituju obveznice: na duži rok dospeća obveznica (15-20 godina); sa dužim grejs periodom (čak do 5 godina); uvođenjem “opozivih” obveznica (bez troškova); refinansiranje duga (aktivno upravljanje dugom) i izuzimanjem iz postupka javnih nabavki (Direktiva EU). Nakon ovih promjena, banke su počele da trguju opštinskim obveznicama. Međutim, kao i na svim finansijskim tržištima finansijska kriza je u velikoj mjeri usporila proces odobravanja zajmova, stoga se krediti odobravaju samo za najbolje klijente i to po posebnim uslovima, a tržište municipalnih obveznica je na svojevrsnom „stand by“ režimu.

Pitanja ograničenja zaduženja lokalne samouprave u svakoj budžetskoj godini regulisana su Zakonom o izvršavanju državnog proračuna Hrvatske. Prema Zakonu o finansiranju jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave u članovima³², 83. do 86. uređena je i mogućnost zaduživanja jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave. Prema članu 83. Zakona lokalne jedinice mogu raspisati javni zajam ili izdati obveznice po odobrenju Ministarstva finansija. Taj Zakon postoji od 1993. godine uz niz promjena i dopuna. U razdoblju do 2004. mogućnost izdavanja municipalnih obveznica koristila se nedovoljno, odnosno samo tri puta. Kao što se kasnije dokazalo, sva ta izdanja su se pokazala isplativa i sve emisije su isplaćene što dodatno ukazuje na mogućnost korištenja takvog instrumenta finansiranja u Hrvatskoj. Vlada daje saglasnost za zaduživanje lokalne samouprave samo ako je opština ostvarila budžetski suficit u iznosu od 2,3 odsto ukupno ostvarenih prihoda. Zakonom o javnoj nabavi (NN 117/01) i Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o javnoj nabavi (NN 05) regulisano je da „za izdavanje municipalnih obveznica nije potrebno organizirati nadmetanje za izbor agenta i pokrovitelja izdanja municipalnih

³⁰ Detalji dostupni na sajtu mađarske berze (vidjeti sajt: <http://www.bse.hu/>, pristupljeno, novembar 2012.)

³¹ Prema: K. Jókay. *Iskustva sa mađarskog tržišta za emisiju opštinskih obveznica* - <http://www.naled-serbia.org/documents/vesti/Carls%20Dzokej.ppt> (pristupljeno novemabr 2012.)

³² Šire v. *Zakon o financiranju jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave*, *Narodne novine*, broj: 117/93, 69/97, 33/00, 73/00, 127/00, 59/01 i 107/01., 117/01-ispr., 150/2002., 147/2003.

obveznica“³³. Odredbe Zakona o proračunu propisuju da „ukupna godišnja obaveza jedinice lokalne i područne samouprave može iznositi najviše do 20 odsto ostvarenih prihoda u godini koja prethodi godini u kojoj se zadužuje. U iznos ukupne godišnje obaveze uključen je iznos godišnjeg anuiteta po kreditima, obaveze na osnovu izdatih hartija od vrijednosti i datih garancija iz prethodne godine, te neplaćene obaveze iz prethodnih godina. Godišnje obaveze na osnovu izdatih hartija od vrijednosti utvrđuju se za anuitetne obveznice u iznosu godišnjeg anuiteta, a za obveznice kod kojih se amortizuje glavnica o dospjeću utvrđuju se za pretpostavljeno dospjeće pripadajućega godišnjeg dijela glavnice i pripadajućih kamata.” (Zakon o proračunu NN 96/03). Najznačajniji investitori su investicioni i penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije i individualni investitori. Novac prikupljen emitovanim municipalnim obveznicama u Hrvatskoj se koristi uglavnom za finansiranje lokalne infrastrukture poput obnove saobraćajnica (gradskih i prigradskih), izgradnje stambeno-poslovnih objekata sa garažama i parkiralištem, te ulaganja u sportske dvorane (na primjer, gradnja zatvorenog plivališta sa tri bazena, te polivalentne sportske dvorane u Zadru)³³. Vrijednost svih do sada emitovanih municipalnih obveznica iznosi gotovo 100 miliona evra. Emitovane municipalne obveznice su neosigurane, bez kreditnog rejtinga, sa rokom dospijeca od sedam do deset godina i fiksnom kamatnom stopom koja se isplaćuje dva puta godišnje.

3. STANJE I PERSPEKTIVE U REPUBLICI SRPSKOJ

Na tržištu Banjalučke berze u aprilu oktobru 2012. godine je listirano ukupno 60 emisija obveznica³⁴. Od toga,

- 14 emisija obveznica Brčko distrikta Bosne i Hercegovine;
- 13 emisija obveznica Republike Srpske;
- 23 emisija municipalnih obveznica Republike Srpske (19 opština od kojih su četiri emitovale već drugu seriju municipalnih obveznica);
- tri emisije obveznica finansijskih institucija: Balkan investment bank a.d. Banja Luka i MKD sinergija plus d.o.o. Banja Luka i Nova Banka a.d. Banja Luka
- osam emisija korporativnih obveznica: Atlantik BB d.o.o. Banja Luka; Boska RK a.d. Banja Luka; Cer a.d. Prnjavor; Kaldera Company d.o.o. Laktaši; Jahorina OC a.d. Pale; Planinsko dobro a.d. Nevesinje; MKD Sinergija plus d.o.o. Banja Luka i Unis fabrika cijevi a.d. Derventa.

Od aprila 2007. godine, usvajanjem Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, gradovi i opštine u Republici Srpskoj, uz saglasnost ministarstva

³³ Šire v. dj. Milan Trajković, broker, *Vodič kroz municipalne obveznice*, 2009 i Zagrebačka berza: <http://zse.hr/default.aspx?id=10011&pojam=municipalne&ParentId=0&DateFrom=1.7.2010&DateTo=1.7.2010&Keywords=&Izdavat%20eljTicker=&IsItSearch=1> (pristupljeno: 31. oktobra 2012.)

³⁴ Tržišna kapitalizacija Banjelučke berze na dan 31. oktobra 2012. iznosila je 3.940.921.734,32 KM (2.014.961.287,19 EUR) što je čini najmanjom berzom u regiji.

finansija imaju mogućnost da novac pribave na tržištu kapitala. Uz ovaj, važan zakon koji reguliše emisiju je Zakon o tržištu hartija od vrednosti Republike Srpske. Prva lokalna zajednica u Republici Srpskoj koja je prepoznala priliku da kroz zaduženje emisijom municipalnih obveznica prikupi sredstva za realizaciju nekog projekta je opština Laktaši. Opština Laktaši je na ovaj način pribavila 10 miliona konvertibilnih maraka s ciljem da se sredstvima finansira izgradnja sportske dvorane. Emisijom ovih obveznica započela je nova era³⁵ u razvoju finansijskog tržišta Republike Srpske jer su primjer Laktaša ispratio znatan broj jedinica lokalne samouprave ovog entiteta BiH³⁶. Ukupna vrijednost do sada emitovanih obveznica iznosi više od 77,845 miliona KM. Dobijena sredstva opštine su uglavnom koristile za pokrivanje budžetskog deficita, izgradnju puteva, sportsko-rekreativnih centara i za unapređenje infrastrukture. Prema pomenutom zakonu, prag dozvoljenog zaduživanja opština iznosi 18 odsto ostvarenih prihoda u godini koja prethodi godini u kojoj se zadužuje. Imajući u vidu tu činjenicu i unaprijed poznate rokove isplate, kupci obveznica nemaju razloga da brinu da će otplata duga i kamata doći u pitanje. Municipalne obveznice je moguće kupiti u trenutku izdavanja (na primarnom tržištu), ili od drugih vlasnika u neko doba poslije emisije (na sekundarnom tržištu).

Kada se stave u odnos promet svih obveznica i ukupan promet na Banjalučkoj berzi vidi se da obveznice čine sve važniji tržišni materijal.

³⁵ Prvi završen projekat emitovanjem obveznica je most preko Vrbasa kod fabrike „Incel“ u Banjaluci. Grad Banjaluka je u ljeto 2008. godine emitovao obveznice u visini od sedam miliona KM po nominalnoj vrijednosti od 100 KM po obveznici. Emitovane obveznice su bile neosigurane, prenosive, sa rokom dospjeća od tri godine, sa kamtnom stopom od 5,75% godišnje i polugodišnjom isplatom (kamate su isplaćivane polugodišnje po kamatnoj stopi od 2,875% na neotplaćeni dio glavnice). Dug se isplaćivao iz redovnih prihoda do dospjeća. Prospektom je bilo predviđeno da je emisija uspjela ako se u roku od 90 dana upiše 60 odsto od ukupno emitovanih obveznica. Obveznice su sadržavale call-opciju. Ovu, kao i sve emisije, odobrilo je Ministarstvo finansija Republike Srpske, a prospekt je odobrila Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske. Od novca prikupljenog ovom emisijom finansiran je projekat izgradnje mosta preko Vrbasa kod fabrike „Incel“.

Ulagач koji je iskoristio priliku da za 1.000 KM pri emisiji kupi 10 obveznica opštine Banja Luka prema otplatnom planu svakih pola godina dobijao je 166,67 KM glavnice uvećanih za kamatu na ostatak glavnice po kamatnoj stopi od 5,75 odsto (2,875 odsto polugodišnje) godišnje na ostatak glavnice. Obveznice su delistirane 21. jula 2011. godine.

³⁶ Pored Laktaša municipalne obveznice emitovali su: Gradiška, Šamac, Bijeljina (tokom 2009. godine), Brod, Kotor Varoš, Istočni Stari Grad, Srbac, Lopare (tokom 2010. godine), Novi Grad, Kostajnica, Laktaši, Osmaci, Zvornik, Petrovo (tokom 2010. godine), Trnovo i Šipovo (tokom 2012. godine)

Godina	Tržište akcija	Promet obveznicama*	Tržište trezorskih zapisa	Ukupan promet	Promet obveznicama u odnosu na ukupan promet
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	38.027.742	65.554.930	105.852.799	209.435.471	31,30%

Tabela 2 - Prometi na Banjalučkoj berzi po godinama³⁷

U poređenju sa rizikom ulaganja u akcije, obveznice su manje rizične jer za njih garantuje grad ili opština. Podsjećanja radi ovi entiteti imaju veći autoritet i rejting od većine privrednih društava. Prema tome, za očekivati je da će još rasti interes za ovakav vid ulaganja i prikupljanja sredstava. U tom slučaju tržište kapitala bi ojačalo jednu od funkcija postojanja-alokaciju kapitala. Budući da još ne postoji razvijeno tržište novca, to je način da višak novca iz štednje ili sa drugih pozicija lakše pređe kod onih kojima je potreban za izvođenje raznih projekata, a kupci obveznica će da ostvare profit u vidu kamate na posuđena sredstva.

U zemljama u razvoju, gdje su finansijski kapacitet i institucionalna podrška ograničeni i gdje se ulaganja u lokalnu infrastrukturu smatraju nesigurnima, moraju se ispuniti neki osnovni uslovi koji se tiču makroekonomskih pitanja i pitanja institucionalnog i zakonskog uređenja, kako bi se uopšte mogao razvijati municipalni segment finansijskog tržišta³⁸. Kamatna stopa na do sada emitovane municipalne obveznice u RS iznosi između pet i 6,75 odsto. Ilustracije radi, ako bi Banjaluka prikupljala deset miliona maraka emisijom obveznica u tom rasponu, kupci tih obveznica bi dobijali veći prinos nego na oročenu štednju. U tom slučaju ima smisla pretpostavka da će i institucionalni investitori poput najzjačanijih učesnika na tržištu kapitala Republike Srpske, Investiciono-razvojne banke Republike Srpske, PREF-a, investicionih fondova i banaka "izaći" iz pozicija koje nose manji prinos i kupiti te obveznice. O kakvom potencijalu za ulaganje se radi govori i podatak da samo zatvoreni investicioni fondovi na Banjalučkoj berzi upravljaju imovinom od 341,06

³⁷ Promet obveznicama obuhvata promet svim obveznicama i javne ponude obveznica. Izvor je sajt Banjalučke berze: <http://www.blberza.com>

³⁸ Municipalni segment finansijskog tržišta uz tržište municipalnih obveznica podrazumijeva i direktno ili indirektno kreditiranje lokalnih jedinica preko (lokalnih) razvojnih banaka. U Republici Srpskoj je za tu ulogu zadužena Investiciono-razvojna banka Republike Srpske. Vidi više kasnije u tekstu.

miliona KM³⁹. Od toga 306,74 miliona држе у акцијама, 6,3 miliona у обвезницама, 14,37 miliona у депозитима и пласманима, 11,01 miliona у готовини, око 1,51 miliona у некретнинама и 1,1 milion у другим хартијама.

Баријере за улагање у обвезнице су страх узрокван неспремношћу и недovolјном едукацијом учесника на тржишту, али и други проблеми у пословању инвеститора. На примјер, осигуравајућа друштва су, по теорији, уз друштва за управљање инвестиционим фондovima и банке најзначајни институционални инвеститори. Међутим, осигуравајућа друштва код нас немају запослене инвестиционе менаџере који би анализирали предности и недостатке улагања у обвезнице. Међу осигуравајућим кућама Граве осигурање је најсвјетлији примјер понашања на тржишту капитала и значајан купач муниципалних обвезница. Нажалост, осигуравајућа друштва у РС муће много већи проблеми од улагања вишка новца.

С циљем указивања на могућност нове емисије обвезница Града Бања Лука, претпоставимо да Град јавности презентује пројекат за изградњу паркинга, јавне грађе или санацију улица, вриједан десет милиона марака. До новца може да дође издavaњем обвезница.

Било која комбинација исплате са периодом отплате у распону од пет до 15 година, са каматом између 5,5 и 6,75 одсто годишње и полугодишњом исплатом не даје годишњу отплату већу од 2,4 милиона КМ. То је, отприлике, био износ годишње отплате током прошле емисије. Законски праг дозвољеног задужења општина је 18 одсто од остvарених прихода која претходи години задужења⁴⁰. Према томе, чак и да дође до драматичног смањења буџета, отплата дуга по обвезницама неће бити угрожена јер су, према буџету Града, изворни приходи (пoresки и neporesки) планирани у висини од око 139 милиона КМ⁴¹.

Емисије муниципалних обвезница успјеле су највише захваљујући ИРБ. Но, за обвезнице све већи интерес показују ПРЕФ, осигуравајуће куће, банке и други институционални инвеститори, али и мањи-опрезнији инвеститори. Аргумент за ову тврдњу је чињеница да су све обвезнице које је недавно емитовала општина Зворник купљене, а да ИРБ РС није купила ниједну.

ZAKLJUČAK

Нова ера у развоју финансијског тржишта и локалних заједница започела је 2007. године усвајањем Закона о задужевању, дугу и гаранцијама Републике Српске⁴².

³⁹ На банјалучкој берзи се финансијски извјештаји за фондове објављују до половине мјесеца за претходни мјесец.

⁴⁰ Закон о задужевању, дугу и гаранцијама Републике Српске (“Службени гласник РС” бр. 30/07 и 29/10)

⁴¹ <http://www.alvrs.com/v1/index.php/sr/novosti-iz-optina/143-banja-luka-usvojen-budzet-gradaza-2012-godinu>

⁴² **Службени гласник Републике Српске**, бр. 92/06

Ovim zakonom je omogućeno da se gradovi i opštine, uz saglasnost Ministarstva finansija, mogu zadužiti emisijom obveznica. Već sada se može reći da se za finansiranje različitih projekata emisija municipalnih obveznica pokazala kao uspješna alternativa povećanju poreza ili zaduživanju kod banaka.

Kamate za ove obveznice se isplaćuju se polugodišnje i dosad nije zabilježeno probijanje predviđenih rokova po osnovu isplate kamata i duga. Prosječna kamatna stopa koju nose municipalne obveznice je viša od šest posto, a prag dozvoljenog zaduživanja opština, prema pomenutom zakonu, iznosi 18 odsto ostvarenih prihoda u godini koja prethodi godini u kojoj se zadužuje. Imajući to u vidu, kupci obveznica ne treba da brinu da će otplata duga i kamata doći u pitanje.

Važan efekat emisije municipalnih obveznica je povećanje odgovornosti nosilaca lokalne vlasti, jer se zbog transparentnosti emitovanja pažljivije pristupa razvoju projekta i podliježe većoj kontroli javnosti. Osim što obezbjeđuju jeftinije izvore finansiranja, emitenti su u prilici da diktiraju uslove svog zaduženja u smislu načina rasporeda sredstava za realizaciju projekata, odabira visine kamatne stope i dužine odnosno načina vraćanja pozajmljenih sredstava.

Municipalne obveznice karakteriše mogućnost likvidiranja duga, odnosno otкуп obveznica prije roka dospjeća ako se steknu uslovi za zaduživanje pod povoljnijim uslovima, jer ugovorena kamatna stopa ne mora da podliježe tržišnim kamatama. Ipak, opštine ne smiju mijenjati namjenu trošenja novca, čak i ako dobiju saglasnost svih kupaca obveznica, jer takvim potezom šalju lošu poruku trenutnim i budućim investitorima u municipalne obveznice.

Na razvijenim tržištima investitori rado ulažu u municipalne obveznice, jer je visok stepen sigurnosti naplate glavnice i kamate - isplata duga je garantovana poreskom snagom ili imovinom emitenta. U vrijeme sve većih turbulencija na tržištima kapitala primjetna je sve veća likvidnost municipalnih obveznica na sekundarnom tržištu, što otvara nove mogućnosti za reinvestiranje dobiti. Dodatni motiv za kupovinu je to što osiguravajuće kompanije i banke mogu biti garanti za isplatu duga, a često su i najznačajniji kupci ovih obveznica. Uz to, u mnogim zemljama su predviđene poreske olakšice na ostvarene prihode od kamata.

Emisije opštinskih obveznica u RS su uspjele najviše zahvaljujući Investiciono-razvojnoj banci. Međutim, ukoliko se opštine pokažu kao odgovoran emitent, ubuduće treba očekivati veće interesovanje i drugih institucionalnih investitora, prije svega investicionih fondova i osiguravajućih društava. Naime, imovina kojom upravljaju zatvoreni investicioni fondovi u RS iznosi više od 340 miliona KM⁴³. Prirodno je da jedan dio te imovine, umjesto oročavanja u bankama, može da se preusmjeri u kupovinu opštinskih obveznica. Osim toga, treba očekivati i interesovanje investitora koji imaju veću averziju prema riziku i manje novca.

Učešće osiguravajućih kuća, fondova i banaka u kupovini municipalnih obveznica još je nedovoljno. Zbog povećanja njihove atraktivnosti, obveznice je

⁴³ Vidjeti na sajtu Banjalučke berze: <http://www.blberza.com>

могуће, по узору на Скандинавске земље, “спакovati” у - municipalni фонд. Такав фонд би био отворен и њиме би управљала управо Investiciono-razvojna banka. У почетку би фондови којима управља IRB посједовали све удјеле у овом фонду по основу откупа већ купљених обвезница. Временом би се тај удјелом смањивао, јер би инвеститори могли да купују удјеле тог фонда на берзи. Купујући удјеле овог фонда на секундарном тржишту, инвеститори би били изложени мањим трошковима и мањем ризику, а вриједност удјела би се увећавала за износ прописаних камата. На примјер, ако је почетна вриједност удјела municipalног фонда 100 КМ и ако би се по основу исплате камата и главница увећавала - за годину дана износила би око шест одсто и више, односно око 106 КМ. Предност овог модела у односу на постојећи систем је у томе што би појединачни инвеститор у сваком моменту могао да тражи откуп свог улога у складу с његовом тренутном вриједношћу, при том, од добијеног новца од отплате главница и камата и новоплаћених улога, фонд би могао улагати у нове емисије обвезница. Таквим повећањем ликвидности и броја улагача ће и наше тржиште капитала потврдити своју основну улогу - правилну алокацију новца и подстаћи економски развој РС.

Literatura

- Bubaš Z., Municipalne obveznice, Financijska praksa, Zagreb 1995.
- El Daher, Municipal Bond Markets: Prospects for Developing Countries, Infrastructure Notes, World Bank 1997.
- Feldstein S. G.; Fabozzi F. J.; The Handbook of Municipal Bonds. Hoboken, New Jersey. John Willey & Sons, Inc., 2008.
- Erić D.; Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja, Beograd, 2003,
- Leko V., Financiranje javnih interesa preko državnih i od države podupiranih privatnih finansijskih institucija. 36. Simpozij Hrvatske zajednice računovođa i finansijskih djelatnika, Pula 10-12 juna 1999.
- Mikerević, Dragan. Finansijski menadžment. Banja Luka: Ekonomski fakultet, 2005.
- Mila F. i Petersen J. E., Subnational capital markets in developing countries: from theory to practice, World Bank, 1999.
- Orsag, Silvije; Alibegović, Džafer. Mala škola investiranja ili razumni ulagač. Sarajevo: Revicon, 2011.
- Orsag, Silvije, Financiranje emisijom vrijednosnih papira. Zagreb: RIFIN. 1997.
- Rodić J., Poslovne finansije i procjena vrijednosti preduzeća. Beograd 1997.
- Summers, G.; Noland, T. „Introduction to the U. S. Municipal Bond Market., International Journal on Governmental Financial Management, Vol.VIII,
- Trajković M., Vodič kroz municipalne obveznice, 2009.
- Van Horne, James; Wachowics John. Osnovi finansijskog menadžmenta, Beograd DataStatus, 2007.

Živković, Boško; Šoškić, Dejan. Finansijska tržišta i institucije, Beograd: Ekonomski fakultet, 2009.

Internet izvori:

URL: Bond basics: An investor's guide to the many meanings of yield: <http://www.aaii.com/journal/article/bond-basics-an-investor-s-guide-to-the-many-meanings-of-yield>

URL: An investor's guide to bond basics: http://www.rseelaus.com/pdf/Bond_Basics.pdf

URL: Risks of Investing in Bonds: <http://www.investinginbonds.com/learnmore.asp?catid=3&id=383>

URL: Iskustva sa mađarskog tržišta za emisiju opštinskih obveznica (maj 2009.) <http://www.naled-serbia.org/documents/vesti/Carls%20Dzokej.ppt>

Banjalučka berza: <http://www.blberza.com>

Investiciono razvojna banka Republike Srpske: <http://www.irbrs.net/>

Investopedia: <http://www.investopedia.com>

Mađarska berza: <http://www.bse.hu/>

Savez opština i gradova Republike Srpske: <http://www.alvrs.com>

Slovačka berza: <http://www.bsse.sk/>

Zagrebačka berza: <http://zse.hr/>