

Др Александар С. Мојашевић,*
Доцент Правног факултета,
Универзитет у Нишу
Др Љубица Николић,*
Редовни професор Правног факултета,
Универзитет у Нишу

ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ ЧЛАНАК

UDK: 336.763(497.11)

Рад примљен: 03.04.2015.
Рад прихваћен: 10.05.2015.

ТРЖИШТЕ ОБВЕЗНИЦА ЈАВНОГ СЕКТОРА У СРБИЈИ: СТАЊЕ И ПЕРСПЕКТИВЕ РАЗВОЈА**

Апстракт: Предмет овог рада јесу државне и муниципалне обвезнице на финансијском тржишту Републике Србије. У уводном делу даје се приказ појма, карактеристика и врста обвезница, са посебним освртом на дужничке хартије од вредности које издају јединице локалне самоуправе (муниципалне обвезнице). Потом се анализирају позитивна законска решења која се односе на различите облике задуживања државе и јединица локалне самоуправе. Акцент се ставља на облик задуживања емисијом дугорочних државних и муниципалних хартија од вредности. На крају се наводи најновији пример добре праксе задуживања емисијом муниципалних обвезница у нашој земљи. Циљ је установити да ли су најновије измене релевантних законских прописа допринеле побољшању амбијента за задуживање јединица локалне самоуправе емисијом муниципалних обвезница. Одговор на ово питање је и од практичног значаја за потенцијалне инвеститоре на српском тржишту муниципалних обвезница.

Кључне речи: обвезнице, држава, локална власт, задуживање.

* mojasevic@prafak.ni.ac.rs;

* ljubica@prafak.ni.ac.rs

** Рад је резултат истраживања на пројекту: "Усклађивање права Србије са правом Европске уније", који финансира Правни факултет Универзитета у Нишу у периоду 2013–2018. године."

1. Увод

Локални економски развој (ЛЕР) дефинише се као „раст капацитета локалне економије да ствара богатство за становнике дате локалне заједнице, а тиме и да унапређује њихов квалитет живота кроз повећање запослености, реалних зарада, вредности личне имовине, обима и квалитета услуга локалних власти и слично“ (Беговић, Ваџић, Матковић, Мијатовић, 2006: 33). Питање које је нужно повезано са *растом капацитета локалне економије* јесте како обезбедити неопходна новчана средства, односно како финансирати локални економски развој. Све до 2005. године јединице локалне самоуправе у Републици Србији нису имале законску могућност за обезбеђивање додатних средстава ради финансирања локалног економског развоја. Значајна промена одиграла се 2005. године када је усвојен Закон о јавном дугу (ЗЈД).¹ Њиме је омогућено задуживање јединица локалне самоуправе на финансијском тржишту уз дефинисање највишег нивоа задуживања. Прописано је да се локалне самоуправе могу задуживати на два начина: кредитом и емисијом дугорочних хартија од вредности (*муниципалних обвезница*).² Управо је овај други начин финансирања побудио интересовање локалних самоуправа у нашој земљи, али и стручне јавности. Будући да муниципалне обвезнице представљају *нови финансијски инструмент* на још увек неразвијеном финансијском тржишту Републике Србије, оне заслужују посебну пажњу. У овом раду акценат стављамо, пре свега, на регулативу која се односи на ову врсту обвезница, како бисмо утврдили да ли су најновије измене релевантних законских прописа допринеле побољшању амбијента за задуживање јединица локалне самоуправе емисијом муниципалних обвезница. Одговор на ово питање важан је и због потенцијалних инвеститора, односно купаца муниципалних обвезница, посебно ако се има у виду сигурност коју оне пружају у односу на друге хартије од вредности.

2. Појам и карактеристике обвезница

На берзама се врши пласман дугорочних хартија од вредности. Две најзначајније дугорочне хартије од вредности јесу акције и дугорочне обвезнице. У теорији (Николић, 2008: 108) обвезница се дефинише као дужничка хартија од вредности чијим се емитовањем позајмљује туђи новац, то јест, емитент (издавалац) обвезнице обавезује се да ће имаоцу (купцу) обвезнице, у року њене доспелости, исплатити износ њене номиналне вредности (износ плаћен приликом куповине обвезнице) и

1 Закон о јавном дугу, *Сл. гласник РС*, 61/05, 107/09 и 78/11

2 Чл. 37. ст. 2. ЗЈД

уговорену камату. Према Закону о тржишту капитала (ЗТК),³ обвезнице и други облици секјуритизованог дуга, укључујући и депозитне потврде које се односе на ове хартије од вредности, јесу финансијски инструменти који се сврставају у *преносиве хартије од вредности*, односно у хартије од вредности којима се може трговати на тржишту капитала. Према ЗТК, обвезница, али и други дематеријализовани финансијски инструменти, морају имати следеће елементе уписане у Централни регистар: ознаку врсте финансијског инструмента; идентификационе податке о издаваоцу; укупан број издатих финансијских инструмената; укупан номинални износ издатих финансијских инструмената; датум уписа у Централни регистар.⁴ Поред ових *обавезних* елемената, обвезница (или друга дужничка хартија од вредности), *када је то применљиво*, мора имати следеће елементе: номинални износ на који гласи; податке о каматној стопи, о начину и роковима обрачуна камате; податке о доспећу обавеза издаваоца; податке о дану за који се везује право на исплату главнице или камате; и ако издавалац има право превременог откупа, податке о откупној вредности или начину одређивања откупне вредности, као и друге услове за остварење тог права.⁵

Обвезнице могу издавати: предузећа, банке и друге финансијске организације, осигуравајућа друштва, држава и друга правна лица. У развијеним привредама, предузећа и држава често позајмљују новац, емисијом и продајом обвезница. Оне су привлачне за штедише, јер нуде камату вишу од банкарске камате, као и враћање главнице по доспећу. Такође, за разлику од банкарских кредита, код којих постоји трајна веза између зајмодавца (банке) и зајмопримца, у случају обвезница, њен власник не мора је чувати до доспећа, односно продајом своје обвезнице на секундарном тржишту капитала, он раскида однос са емитентом. Осим тога, власници обвезница добијају камате независно од успеха у пословању емитената (Николић, 2008: 109).

Иако се обвезнице међусобно у много чему разликују, можемо издвојити четири најважније карактеристике обвезница (Николић, 2008: 109–110). Прва карактеристика јесте *трајање обвезнице*. Наиме, неке обвезнице доспевају на наплату у периоду до једне године (*краткорочне обвезнице*), за разлику од *дугорочних обвезница*, којима се новац позајмљује на период дужи од годину дана. Штавише, Британска влада користи обвезницу која никад не доспева (тзв. *вечна обвезница*), на коју плаћа камату заувек, али се

3 Чл. 2. ст. 2. тач. 2. Закона о тржишту капитала, *Сл. гласник РС*, 31/11

4 Чл. 8. ст. 1. ЗТК

5 Чл. 8. ст. 3. ЗТК

купцу обвезнице главница никада не враћа (Николић, 2008: 109). Каматна стопа на обвезнице зависи, делом, од њеног трајања, те су дугорочне обвезнице свакако ризичније. Као компензација за позајмљивање на дужи рок, дугорочне обвезнице обично имају више каматне стопе него краткорочне обвезнице.

Друга важна карактеристика обвезнице јесте *кредитни ризик*, односно могућност да емитент обвезнице не плати део камате или главницу дуга. Када купци обвезница процене да је вероватноћа за неизвршавање обавеза велика, они очекују више каматне стопе као компензацију за прихватање оваквог ризика. Пошто држава обично извршава своје обавезе, *државне обвезнице* носе мали кредитни ризик и зато се на њих плаћа нижа камата. Супротно томе, пословање неких предузећа несигурно је, те се на њихове обвезнице плаћају високе камате, као компензација за ризик позајмљивања таквим предузећима. У развијеним привредама, многе агенције процењују кредитни ризик различитих обвезница, и на основу тих процена, инвеститори доносе одлуку о куповини обвезница.

Трећа важна карактеристика обвезница јесте њен *порески третман*, односно начин на који порески прописи третирају зарађену камату на обвезнице. Камата на већину обвезница јесте опорезиви приход, тако да власник обвезнице треба да плати порез на остварену камату. Неке обвезнице, нарочито *државне*, могу бити ослобођене обавезе плаћања пореза на камате. То је још један разлог због чега државне обвезнице носе ниже каматне стопе него обвезнице емитоване од предузећа.

Коначно, *тржишна цена обвезница* представља битан фактор који утиче на одлуку инвеститора да ли продају или не купљене обвезнице (Николић, 2009: 110–111). Тржишна цена обвезнице зависи од камате која се исплаћује на обвезницу, од номиналне вредности обвезнице, и каматних стопа које се исплаћују на сличне нове емитоване обвезнице. Сходно томе, *ризик од промене каматних стопа* представљао би четврту карактеристику обвезница. Рецимо, уколико се на тржишту појаве нове обвезнице с вишим каматним стопама, то доводи до пада цена раније емитованих обвезница, те би, у случају њихове продаје пре доспећа, власници били на губитку. С тим у вези, можемо разликовати два типа купаца обвезница: конзервативне и агресивне купце. Ови први држе обвезнице до доспећа, очекујући само континуиран и сигуран приход, у виду камате и враћања главнице, док друге, агресивне купце, интересује *капитална добит*, односно разлика између продајне и куповне цене обвезнице. Њима је свакако неопходно тржиште, како би могли продавати обвезнице пре рока доспећа.

3. Врсте обвезница

У зависности од полазног критеријума, обвезнице се могу поделити у више врста (Николић, 2008: 111–113). Према категоријама *емитената*, можемо разликовати обвезнице јавног и приватног сектора, тачније, државне и муниципалне (општинске)⁶ обвезнице, с једне стране, и обвезнице предузећа, с друге стране. За емисију државних обвезница не тражи се сагласност надлежног државног органа, док се таква сагласност, по правилу, тражи кад обвезнице емитују други субјекти. Код нас, поједностављена процедура издавања важи за финансијске инструменте (укључујући и обвезнице) које издају Република и Народна банка Србије.⁷

Државне обвезнице су, по правилу, најсигурније, јер држава обично извршава своје обавезе. Пошто државне обвезнице носе најмањи ризик, оне обезбеђују најнижу стопу приноса својим власницима, односно носе нижу камату у односу на обвезнице других емитената. *Муниципалне обвезнице* емитују локалне власти (градови, општине, региони) и најчешће служе за финансирање изградње инфраструктурних објеката. *Обвезнице предузећа* веома су заступљене на развијеним светским берзама, јер представљају привлачан начин за обезбеђивање додатног капитала. Њиховом емисијом предузећа не преносе део власништва, нити право управљања, као што је то случај код емисије акција. Као издаваоци обвезница, јављају се и банке, и друге финансијске организације (Љутић, 2004: 362–378).

Према начину измиравања обавеза емитената обвезница разликујемо: обвезнице с купоном и без њега. *Једнократно исплативе обвезнице (обвезнице без купона)* јесу обвезнице код којих је издавалац дужан да изврши своју обавезу у целости одређеног дана. Овде нема годишње исплате камате, већ се камата исплаћује одједном, после одређеног рока, или се, у моменту доспећа, имаоцу обвезнице исплаћују и камата и главница. *Вишекратно исплативе обвезнице (обвезнице с купоном)* подразумевају обавезу емитента да власнику обвезнице једном или више пута годишње исплаћује камату, све до дана доспелости обвезнице, као и да, на дан доспећа, врати главницу. Већина обвезница, на развијеним тржиштима, јавља се у овом облику. Посебан облик обвезница представљају оне, код којих издавалац нема обавезу да, о доспећу, врати позајмљену суму новца, већ има обавезу да непрекидно плаћа купонски доходак.

Према начину остваривања права, обвезнице могу бити *на име* и *на доносиоца*, што условљава и начин њиховог преношења. С појавом

6 У овом раду, усвајамо термин *муниципалне обвезнице*.

7 Чл. 5. ст. 1. ЗТК

обвезница као електронских докумената оне су постале хартије од вредности *на име*, и воде се у Централном регистру хартија од вредности.

У зависности од постојања обезбеђења исплате, обвезнице се деле на *гарантоване* и *негарантоване*. Поред персоналне гаранције других субјеката, издавалац може обезбедити и сопствену гаранцију – имовином. Обвезница, гарантована залогом непокретности, назива се *хипотекарна обвезница (mortgage bond)*, а постоји и обвезница гарантована општом кредитном способношћу неког субјекта – *debenture* (Дугалић, Штимац, 2006: 404, 413).

Обвезнице, и друге дужничке хартије од вредности, могу гласити на *динаре* и на *страну валуту*.⁸ Обавезе из обвезница (и других хартија од вредности) издавалац је дужан да изврши у валути у којој су изражене.⁹ Насупрот дужничких хартија од вредности, акције и други финансијски инструменти који се издају и којима се тргује у Републици могу гласити само на динаре.¹⁰

Обвезнице, по правилу, носе *фиксне камате*. Будући да се износ камате, у условима инфлације, реално обезвређује, обвезнице тада могу носити и *варијабилне камате*. Постоје и тзв. *партиципативне обвезнице*, које имаоцу, поред камате, дају право и на део добити издаваоца обвезнице. На светским берзама срећу се и *обвезнице с правом учешћа у дохотку (income bonds)*, код којих камате нису фиксне, већ зависе од постојања и величине оствареног дохотка.

У односу на могућност *откупа* од издаваоца, обвезнице могу бити обвезнице које издавалац може откупити и обвезнице које издавалац не може откупити.

Према року доспећа, обвезнице могу бити *краткорочне* и *дугорочне*. Краткорочне обвезнице пласирају се на берзи новца, а дугорочне обвезнице на берзи капитала.

Обвезнице могу бити *заменљиве* и *незаменљиве*. Заменљиве, односно конвертибилне обвезнице, дају имаоцу могућност да, под одређеним условима, може захтевати замену обвезнице, за неку другу хартију од

8 Код нас је прописано чланом 9. ст. 3. и 4. ЗТК да је пре издавања финансијских инструмената изражених у страниој валути, издавалац обавезан да добије сагласност Народне банке Србије. Такође, према чл. 9. ст. 7. ЗТК, када је издавалац Република, аутономна покрајина, јединице локалне самоуправе, правна лица корисници буџетских средстава и организације обавезног социјалног осигурања, примењују се одредбе закона којим се уређује јавни дуг.

9 Тако је прописано чл. 9. ст. 9. ЗТК

10 Чл. 9. ст. 1. ЗТК

вредности. И код нас се могу емитовати заменљиве обвезнице, заменљиве за акције.¹¹

3.1. Значај и врсте обвезница јавног сектора

Проблем буџетског дефицита савремена држава може решити на неколико начина: позајмљивањем од централне банке, што изазива инфлаторне последице; позајмљивањем од пословних банака, што је мање инфлаторни извор финансирања, али се тиме ограничава профитабилност банака, јер се ограничава њихово ангажовање у атрактивнијим пројектима; и емитовањем државних хартија од вредности. У теорији (Николић, 2008: 114) истиче се да финансирање буџетског дефицита емисијом обвезница може бити реализовано ако су испуњена два услова: први је везан за *функционисање тржиште хартија од вредности*, а други за постојање *финансијског поверења* у емитенте. Оба услова су испуњена када говоримо о развијеним земљама, попут САД, те се јавља и „широка лепеза“ дужничких хартија од вредности емитованих од јавног сектора. Тако се наводе следеће обвезнице јавног сектора (Fabozzi, 1989: 80–145): *државне обвезнице (government bonds)* које издаје и за њих гарантује држава; *обвезнице владиних агенција/корпорација (government agency/corporation bonds)*, чији је задатак финансирање делатности од општег интереса, као што су стамбена изградња, развој пољопривреде и слично; *краткорочне државне обвезнице (treasury bills)* које издају владе, ради финансирања краткорочних буџетских дефицита, насталих услед периодичних осцилација у наплати пореза, затим због неочекиваног смањивања буџетских прихода или непредвиђених буџетских трошкова; *муниципалне обвезнице (municipal bonds)* којима се најчешће финансира изградња инфраструктурних и других објеката од јавног интереса.

У САД федерална власт емитује обвезнице Министарства финансија, или се јавља као гарант за обвезнице федералних агенција. С друге стране, локалне власти емитују хартије од вредности, најчешће уз сагласност, али без формалне гаранције државе. Тржиште обвезница које издају локалне власти у САД има традицију дугу две стотине година. Искуство са овим тржиштем обвезница указује на то да је његов развој добрим делом зависио од степена развијености институционалних инвеститора (инвестиционих фондова, пензионих фондова и осигуравајућих компанија), будући да су они првенствено заинтересовани за инвестирање у обвезнице локалних власти. Управо полазећи од начина на који се развијало америчко тржиште обвезница, у нашој теорији поједини аутори (Вучетић, Јовановић, 2013:

11 Чл. 262. Закона о привредним друштвима (ЗПД), *Сл. гласник РС*, 36/11 и 99/11

108) наглашавају да развитак српског тржишта муниципалних обвезница у многоме зависи од развијености инситуционалних инвеститора. С друге стране, пракса показује да су транзиционе земље развој свог финансијског тржишта отпочеле емисијом и прометом државних обвезница, као и да је куповина државних обвезница представљала атрактиван вид пласмана капитала за све инвеститоре (Griffiths, 1990: 71–73).

Затим, као емитенти обвезница јавног сектора јављају се и *јавна предузећа*. Она активно учествују на развијеним финансијским тржиштима, посебно тржиштима обвезница, с обзиром на то да им често недостају финансијска средства. Разлог недостатка финансијских средстава јавних предузећа, између осталог, лежи у томе што су њихове цене добара и услуга често лимитиране од државе. Када је реч о Србији, може се рећи да јавна предузећа већ дуги низ година, и поред законске могућности,¹² не користе предности финансирања емисијом хартија од вредности. С тим у вези, одавно је у теорији (Николић, 2000: 103–105) истицана важност развитка овог тржишта, уз навођење претпоставки његовог развоја, а које се везују за примену фискалне (пореске) политике; прецизирање намене коришћења средстава; контролу трговине овим обвезницама; итд. Данас је задуживање јавних предузећа код нас регулисано ЗЈД,¹³ којим је предвиђена могућност да Република, *али не и локална власт*,¹⁴ може дати *гаранцију* за измирење преузетих обавеза јавних предузећа.¹⁵ ЗЈД су прописани поступак и услови давања гаранције, обим средстава, престанак гаранције и друго.¹⁶ И поред тога, јавна предузећа не јављају се као емитенти обвезница, због чега се, за разлику од обвезница Републике Србије,¹⁷ њима и не тргује на секундарном тржишту капитала, што значи да тржиште ових обвезница фактички и не постоји код нас.

12 Још је чл. 3. Закона о хартијама од вредности из 1995. године (*Сл. лист СРЈ*, 26/95) била предвиђена таква могућност.

13 Чл. 1. ЗЈД

14 Чл. 34. ст. 3. ЗЈД

15 Чл. 16. ст. 2. ЗЈД

16 Од чл. 16. до чл. 25. ЗЈД

17 Како се из Извештаја Београдске берзе за 2013. годину јасно види, на нашој берзи тргује се искључиво *обвезницама Републике Србије*. При том, учешће у трговању инструментима дуга последњих година значајно опада, што указује на *озбиљан недостатак овог тржишног материјала*. Видети: http://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI_2013.pdf

3.2. Појам и значај муниципалних обвезница

Муниципалне обвезнице у широкој су употреби на развијеним финансијским тржиштима, за разлику од нашег које је тек у развоју. У теорији (Јовановић, 2014: 9) муниципалне обвезнице дефинишу се као *дужничке хартије од вредности које емитују јединице локалне самоуправе како би прибавиле средства потребна за финансирање капиталних пројеката (планираних или започетих) или за обезбеђивање средстава којима би се намирили повериоци, а којима се локалне јединице обавезују да ће вратити позајмљени новац са припадајућом каматом за одређени временски период*. Ове обвезнице могу емитовати ниже територијалне јединице (региони, градови, градске четврти, општине, села, парохије), као и локалне установе (школе, универзитети, болнице) и друге јавне службе.

Значај муниципалних обвезница огледа се, пре свега, у *привилегованом пореском третману*, што их чини врло атрактивним за инвеститоре у односу на друге хартије од вредности, рецимо, обвезнице корпорација. С тим у вези, код нас је прописано да се *не плаћа порез на приходе од капитала на камату по основу дужничких хартија од вредности, у смислу прописа којима је уређено тржиште хартија од вредности и других финансијских инструмената, чији је издавалац Република, аутономна покрајина, јединица локалне самоуправе или Народна банка Србије*.¹⁸ Такође, прописано је и да се капиталним добитком не сматра *приход остварен продајом обвезница издатих у складу са прописима којима се уређује измирење обавезе Републике по основу зајма за привредни развој, девизне штедње грађана и дужничких хартија од вредности чији је издавалац Република, аутономна покрајина, јединица локалне самоуправе или Народна банка Србије*.¹⁹ Друго, муниципалне обвезнице сматрају се *сигурним хартијама* од вредности због чега носе нижу каматну стопу. У прилог сигурности ових хартија од вредности у теорији (Јовановић, 2014: 18) наводе се: *гаранција исплате дуга приходима конкретного капиталног пројекта*,²⁰ као и *укупним приходима које остварује локална самоуправа*,²¹ постојање законске и моралне

18 Чл. 65. ст. 1. тач. 2. Закона о порезу на доходак грађана, *Сл. гласник РС*, 24/01, 80/02, 80/02 – др. закон, 135/04, 62/06, 65/06 – испр., 31/09, 44/09, 18/10, 50/11, 91/11 – одлука УС, 7/12 – усклађени дин. изн., 93/12, 114/12 – одлука УС и 8/13 – усклађени дин. изн.

19 Чл. 24. ст. 3. Закона о порезу на добит правних лица, *Сл. гласник РС*, 25/01, 80/02, 80/02 – др. закон, 43/03, 84/04, 18/10, 101/11 и 119/12

20 У овом случају реч је о *приходним муниципалним обвезницама (revenue bonds)*, јер оне доносе приход од конкретного пројекта због којег су и емитоване, попут: изградње базена, водовода, канализације и слично.

21 У овом случају, реч је о *општим муниципалним обвезницама (general obligation bonds)*, које носе мањи ризик у односу на приходне муниципалне обвезнице.

обавезе државе да изврши преузете обавезе и осигурање исплате код осигуравајућих компанија. Треће, *ликвидност* муниципалних обвезница произилази из чињенице да их њихови имаоци (правна и физичка лица) могу у сваком тренутку продати на секундарном тржишту капитала и тако доћи до ликвидне имовине. Продајом ових обвезница, они могу остварити и капиталну добит. Додајмо томе да се у теорији (Момировић, 2009: 233) наводе и друге предности инвестирања у муниципалне обвезнице, као што су: више каматне стопе у односу на каматне стопе државних обвезница или каматне стопе на депозитне улоге у банци; предвидив ток исплате камате; транспарентност емитовања, могућност осигурања, итд. Такође, ове обвезнице погодне су и за *емитенте* и то из неколико разлога: задуживање по нижој каматној стопи у односу на алтернативне облике задуживања, као што су банкарски кредити; привлачење ширег круга потенцијалних инвеститора, због горе наведених погодности, што доводи до пада цене финансирања; могућност ефикаснијег и флексибилнијег финансирања у складу са потребама и могућностима локалне власти у погледу обима, структуре и рока задуживања; могућност превременог откупа обвезница, итд. (Јовановић, 2014: 20–21).

С друге стране, постоје и одређени ризици повезани са куповином муниципалних обвезница. Најчешће се наводе (Јовановић, 2014: 22–25) следећи ризици: *кредитни ризик* који представља немогућност локалне власти – емитента да по доспећу обвезница врати инвеститорима уложена средства; *ризик каматних стопа* који подразумева да раст каматних стопа на тржишту доводи до пада цена раније емитованих обвезница; *ризик реинвестирања* или немогућност имаоца обвезнице да поново инвестира новац добијен откупом обвезница; *ризик откупа* који произилази из права локалне власти као емитента да у случају пада каматних стопа повуче целокупну емисију и поново се задужи под повољнијим условима (*кол опција*); *ризик волатилности* или промене цена обвезница; *порески ризик*; *ризик инфлације*; *ризик ликвидности*; *валутни ризик*, и други. Поред ових ризика, у теорији (Јакшић, Дреновак, Тодоровић, 2014: 552–553) наводи се и могућност наступања *моралног хазарда*, а који се огледа у томе да актуелна локална власт – емитент терет враћања главнице, чак и дела камате, може пренети на будућу локалну власт. Да би се то предупредило, користе се *обвезнице са амортизационим планом отплате*, односно обвезнице код којих се дуг (главница и камата) исплаћује *пре* рока доспећа и то у једнаким годишњим или полугодишњим ануитетима. Наравно, у првим годинама отплате веће је учешће камате у ануитету у односу на главницу дуга да би се касније, протоком времена, променио однос камате и главнице у ануитету. Оваква амортизација отплате омогућава локалној

власти да терет преузете обавезе лакше поднесе и прилагоди сопственој финансијској ситуацији. Штавише, постоји могућност и да износ анuitета у почетним годинама отплате дуга буде нижи, а да се временом повећава. У овом случају, реч је о тзв. *обвезницама са убрзаним амортизационим планом отплате* (Јовановић, 2014: 17).

4. Регулатива која се односи на задуживање Републике Србије на финансијском тржишту

У нашем правном систему, као емитенти државних обвезница могу се јавити: Република, аутономне покрајине, локалне самоуправе,²² правна лица корисници буџетских средстава и организације обавезног социјалног осигурања.²³ Државне обвезнице могу бити краткорочне или дугорочне. Према ЗЈД²⁴ под *дугорочним државним хартијама од вредности* сматрају се државне хартије од вредности чији се период отплате протеже и на наредне буџетске године. Емитовање ових хартија врши се у оквиру лимита утврђеног законом којим се уређује буџет Републике.²⁵ Државне хартије од вредности (краткорочне и дугорочне) емитију се у нематеријализованом облику.²⁶ Купци ових хартија од вредности могу бити сва домаћа правна и физичка лица, док страна правна и физичка лица то могу да чине само под условима које прописује Влада.²⁷ Одлуку о емитовању дугорочних државних хартија од вредности доноси Влада Републике Србије. За емисију ових хартија од вредности у име Владе и за рачун Републике овлашћен је министар финансија,²⁸ или постављено лице у Министарству финансија које је решењем министра овлашћено да то чини.²⁹

Република се може задуживати у земљи и иностранству, у домаћој и иностраној валути, уз изузетак да то може да чини искључиво у *домаћој валути*, када је реч о емисији краткорочних државних хартија од вредности.³⁰ Даље, клиринг и салдирање државних хартија од вредности емитованих на

22 У ЗЈД користи се термин *локална власт* као скраћеница за *јединице територијалне аутономије и локалне самоуправе*. У наставку текста, користимо термин *локална власт*.

23 Чл 2. ст. 38. тач. 1. ЗТК.

24 Чл. 5. ст. 7. ЗЈД

25 Чл. 5. ст. 8. ЗЈД

26 Чл. 26. ст. 2. ЗЈД

27 Чл. 27. ЗЈД

28 Чл. 5. ст. 5. ЗЈД

29 Чл. 5. ст. 6. ЗЈД

30 Чл. 3. и 4. ЗЈД

домаћем тржишту врши Централни регистар ХОВ, док министар финансија доноси одлуку о клирингу и салдирању у примарној емисији државних хартија од вредности којима се може трговати на *иностраном тржишту*, као и о избору стране клириншке куће.³¹ Затим, исплата државних хартија од вредности, по правилу, врши се на дан доспећа који је утврђен у акту о емисији. Но, могућа је исплата и пре истека рока доспећа, ако је таква могућност предвиђена у акту о емисији. У том случају, министар, или лице које овласти, доноси посебно решење. Но, поред исплате пре рока доспећа, могућ је и *откуп* пре рока доспећа од стране Републике, под условом да је и свим инвеститорима пружена таква могућност.³² Коначно, предвиђена је и *забрана коришћења привилегованих информација* приликом куповине државних хартија од вредности, као и санкција за такво понашање, у виду забране учествовања у куповини. Одлуку о томе доноси министар финансија.³³

Разлози због којих се Република може задуживати изричито су предвиђени ЗЈД. Наиме, Република се може задуживати ради: финансирања буџетског дефицита, дефицита текуће ликвидности, финансирања неизмиреног дуга, за инвестиције у капитална улагања и набавку финансијске опреме, као и за извршавање обавеза по датим гаранцијама.³⁴

И поред ових законских могућности, државне обвезнице недовољно су заступљене на домаћем тржишту, за разлику од тржишта обвезница (нарочито обвезница јавног сектора) развијених тржишних привреда које одликује велики број различитих емитената, добро организовани посредници, дуги рокови доспећа ових хартија од вредности и високо поверење инвеститора (Николић, 2008: 117).

5. Регулатива која се односи на задуживање локалне власти у Републици Србији

5.1. Указивање на неопходност усвајања или измене релевантних закона

На самом зачетку развоја тржишта муниципалних обвезница у Србији, поједини домаћи аутори (Вучетић, Јовановић, 2011: 188–189) позитивно су

31 Видети о клирингу и салдирању државних хартија од вредности: чл. 28. ЗЈД

32 Видети о исплати и откупу пре рока доспећа државних хартија од вредности: чл. 29. ЗЈД

33 Видети о забрани коришћења привилегованих информација: чл. 30 и чл. 31. ст. 2. тач. 4. ЗЈД

34 Чл. 5. ст. 1. ЗЈД

оценили измену *Закона о планирању и изградњи* и то у делу конверзије права коришћења у право својине на неизграђеном грађевинском земљишту,³⁵ али су, поред тога, указали и на неопходност усвајања одређених закона, попут *Закона о јавној својини*³⁶ и *Закона о враћању одузете имовине и обештећењу*³⁷ ради унапређења овог тржишта у нашој земљи. Измена Закона о планирању и изградњи, као и усвајање наведених закона, од важности је за повећање имовинске базе јединица локалне самоуправе, што би за последицу требало да има побољшање сигурности улагања у муниципалне обвезнице. У међувремену, ови закони су усвојени, као и Закон о тржишту капитала из 2011. године, који је прецизирао процедуру емитовања муниципалних обвезница, чиме су створени основни законски услови за емитовање и трговину муниципалним обвезницама у Србији. Затим, исти аутори (Вучетић, Јовановић, 2011: 176) указивали су на то да круг лица која се могу јавити у улози купаца ових обвезница треба проширити са *Републике Србије и финансијских институција на индивидуалне инвеститоре* (домаће и стране), посебно ако се узме у обзир то да ова категорија инвеститора располаже значајном количином штедње. С тим у вези, усвојени амандмани на Закон о јавном дугу из 2011. године отклонили су ову законску препреку. Даље, ови аутори (Вучетић, Јовановић, 2011: 190) с правом су указивали и на бесмисленост једногодишње забране прометовања муниципалним обвезницама на секундарном тржишту. У међувремену је отклоњена и ова баријера трговини муниципалним обвезницама на домаћем тржишту.

Може се закључити да је процес стварања релевантног законског оквира за емитовање и прометовање муниципалним обвезницама текао споро, али да је коначно уобличен, што су поједине локалне самоуправе у Србији препознале. У том оквиру, Закон о јавном дугу из 2011. године прецизно је прописао *основе и висину задуживања* јединица локалне самоуправе, те у наставку текста елаборирамо управо та питања.

5.2. Основи задуживања локалне власти у РС

Поред Републике Србије, и локална власт је овлашћена за задуживање. Она се може задуживати на два начина: узимањем кредита или емисијом дугорочних хартија од вредности (муниципалних обвезница), које могу куповати домаћа и страна правна и физичка лица у складу са ЗТК.³⁸

35 Чл. 101а. Закона о планирању и изградњи, *Сл. гласник РС*, 72/09, 81/09 – испр., 64/10 – одлука УС, 24/11 и 121/12

36 Закон о јавној својини, *Сл. гласник РС*, 72/11

37 Закон о враћању одузете имовине и обештећењу, *Сл. гласник РС*, 72/11

38 Чл. 37. ст. 2. ЗЈД

Одлуку о томе доноси орган локалне власти, по претходно прибављеном мишљењу Министарства. Оно је дужно да се изјасни у року од 15 дана од дана достављања захтева за давање мишљења и, ако се не изјасни у том року, сматра се да је мишљење дато.³⁹ Попут Републике, и локална власт може се задуживати у земљи и иностранству, у домаћој и страној валути, али не може давати гаранције.⁴⁰

Разлози за финансирање локалне власти предвиђени су ЗЈД. Први основ задуживања јесте *финансирање дефицита текуће ликвидности*. Укупан дуг који је настао по овом основу мора се вратити пре краја буџетске године, не може се рефинансирати нити пренети у наредну буџетску годину и не сме прећи 5% укупних буџетских прихода остварених у претходној години. Други основ задуживања јесте *финансирање или рефинансирање капиталних инвестиционих расхода предвиђених у буџету локалне власти*. Реч је о *дугорочном задуживању* које је предвиђено као изузетак према ЗЈД. Износ неизмиреног дуга по овом основу не може бити већи од 50% укупно остварених текућих буџетских прихода локалне власти у претходној години. Изузетно, дуг може премашити 50%, ако се ради о дугорочном задуживању чији је рок отплате, не рачунајући период мировања, најмање *пет година*. Даље, износ главнице и камате који доспева у свакој години на сва неизмирена дугорочна задуживања по овом основу не може бити већи од 15% укупно остварених текућих буџетских прихода локалне власти у претходној години. Изузетно, за дугорочна задуживања преко пет година (која су предвиђена као изузетак), износ главнице и камате на сва неизмирена дугорочна задуживања може бити већи од 15%, *ако две трећине текућег суфицита у односу на укупно остварене текуће приходе чини удео већи од 15%*. Коначно, локална самоуправа може се *задуживати емитовањем дугорочних хартија од вредности ради финансирања инвестиционих, развојних и приоритетних пројеката и програма, као што су инвестиције у капитална улагања и набавка финансијске имовине*.⁴¹

Додатна одговорност локалне самоуправе приликом доношења одлуке о задуживању произилази из законске норме која прописује да у случају да дуг не буде измирен у складу са уговореном динамиком, или у случају немогућности измирења дуга, министар финансија *обуставља пренос трансферних средстава* из буџета РС до висине неизмираних средстава.⁴² Ако Република изврши обавезу плаћања дуга уместо локалне самоуправе, она има право на повраћај главнице, камате и осталих трошкова, као и

39 Чл. 33. ЗЈД

40 Чл. 34. ЗЈД

41 Видети о дугорочном задуживању локалне власти: чл. 36. ЗЈД

42 Чл. 36а. ЗЈД

право да наплати законску затезну камату. Ово право Република може остварити обуставом права учешћа градова или општина у порезима које им има уступа, односно трансферима утврђеним посебним законом, или другим инструментима обезбеђења.⁴³

5.3. Пример добре праксе: Град Шабац

Први градови у Србији који су кренули са праксом емитовања муниципалних обвезница јесу Нови Сад и Панчево. Но, најновији пример емитовања ових обвезница из 2014. године представља Град Шабац, те ћемо у наставку овај град представити као пример добре праксе.

Новембра 2014. године Град Шабац објавио је *Јединствени проспект за јавну понуду муниципалних обвезница и њихово укључење на Опен маркет сегмент регулисаног тржишта*.⁴⁴ Проспект садржи све податке прописане чл. 15, 16, и 17. ЗТК и другим актима донесеним на основу тог Закона. У складу с чл. 33. и чл. 36. Закона о јавном дугу, Министарство финансија – Управа за јавни дуг, издало је мишљење⁴⁵ којим је дата сагласност Издаваоцу за задужење емисијом муниципалних обвезница у укупном износу од 400.000.000 дин. у 2014. години за финансирање капиталних инвестиционих расхода, а у складу с буџетом Града Шапца за ту годину. Такође, у складу с чланом 27. ЗТК, Проспект је одобрила Комисија за хартије од вредности РС својим Решењем.⁴⁶ Тиме је Комисија потврдила да Проспект садржи све податке прописане законима и подзаконским актима и да исти може бити објављен.

У складу с чл. 36. ЗЈД, 2014. године, Град Шабац је емитовао обвезнице за прикупљање финансијских средстава потребних искључиво за финансирање реконструкције, санације, адаптације и доградње затвореног базена. Обвезнице су издате са обележјем дужничких хартија од вредности у смислу ЗТК. Оне су издате у дематеријализованом облику, на име и у деноминацији у динарима – индексирано у еврима. Рок доспећа ових обвезница је *седам* година, са грејс периодом од *две* године. Обвезнице су издате у номиналној вредности од 10.000 динара по једној обвезници. Камата се обрачунава годишње, применом фиксне каматне стопе од 6%. Камата ће се исплаћивати почевши од прве године и закључно са седмом годином, док ће се главница исплаћивати у једнаким деловима почевши од треће године и закључно са седмом годином.

43 Чл. 38. ЗЈД

44 Доступан на: <http://www.sabac.org/download/municipalne-obveznice-prospekt-opt2.pdf>

45 Мишљење Министарства финансија, број: 401-532/2014-001 од 2. 4. 2014. год.

46 Решење Комисије за хартије о вредности о одобрењу објављивања јединственог пројекта, бр. 4/0-64-3240/6-14 од 20. 11. 2014. год.

Емитовање муниципалних обвезница Града Шапца изазвало је огромно интересовање инвеститора, што поткрепљују и подаци да је тражња била чак 50% већа од понуде ових обвезница.⁴⁷ Овај пример значајан је по томе што су обвезнице емитоване јавном понудом свим правним и физичким лицима, домаћим и страним, као и због тога што су обвезнице Града Шапца укључене на секундарно тржиште капитала.

6. Закључак

Процес изградње тржишта муниципалних обвезница у Србији текао је споро и поред указивања бројних аутора на неопходност успостављања законских и других претпоставки тог развоја, као и на предности финансирања јединица локалне самоуправе емисијом ових обвезница. Након коначног уобличавања релевантног законског оквира, поједине локалне самоуправе у Србији, пре свега Град Шабац, кренуле су 2014. године са емисијом муниципалних обвезница уз њихово укључивање на секундарно тржиште капитала. Ово последње посебно је значајно ако се има у виду чињеница да је домаће тржиште капитала још увек недовољно развијено, нарочито у делу трговине дужничким хартијама од вредности. Надамо се да ће пример Града Шапца следити и друге локалне самоуправе у Србији, препознајући све користи овог облика финансирања, и да ће се на српском тржишту капитала, поред државних обвезница, у већој мери појавити и муниципалне обвезнице.

Литература

Беговић, Б. Вацић, З. Матковић, Г. Мијатовић, Б. (2006). *Локални економски развој*. Београд: Центар за либерално-демократске студије и Стална конференција градова и општина Србије.

Дугалић, В. Штимац, М. (2006). *Основе берзанског пословања*. Београд: Стубови културе

Fabozzi, F. (1989). *Bond Markets, Analysis and Strategies*. New York: Prentice-Hall International, Inc

Griffiths, H. (1990). *Financial Investments*. London: McGraw-Hill Book Company

Јакшић, М. Дреновак, М. Тодоровић, В. (2014). Алтернативни извори финансирања у функцији развоја локалних самоуправа. У Максимовић, Љ. Станишић, Н. (Прир.). *Стање и перспективе економског развоја Града*

47 http://www.b92.net/biz/vesti/srbija.php?yyyy=2014&mm=12&dd=24&nav_id=939877, приступ: 21. 2. 2015.

Крагујевца. Крагујевац: Економски факултет Универзитета у Крагујевцу. 545–559

Јовановић, М. (2014). *Муниципалне обвезнице као облик финансирања локалне самоуправе*. Ниш: докторска дисертација. Необјављено дело

Љутић, Б. (2004). *Банкарско и берзанско пословање*. Београд: Магистар бизнис администрације – МБА Пресс

Момировић, Д. (2009). Муниципалне обвезнице – Новина или финансијска иновација на тржишту капитала Србије. *Финансије*. 1–6 (LXIV). 226–255

Николић, Љ. (2000). Финансирање јавних предузећа локалне самоуправе емисијом обвезница. У Анђелковић, Ж. (Прир.). *Имовина и јавни интерес у јавним предузећима локалне самоуправе*. Београд: Удружење урбаниста Србије и Пословно удружење јавних предузећа за стамбене услуге и грађевинско земљиште. 91–107

Николић, Љ. (2008). *Берзанско право и пословање*. Ниш: Five & Co

Вучетић, Д. Јовановић, М. (2011). Правно-економске поставке коришћења општинских обвезница за финансирање локалног економског развоја и унапређење конкурентности јавног сектора у Републици Србији. У Крстић, Б. (Прир.). *Унапређење конкурентске предности јавног и приватног сектора умрежавањем компетенција у процесу европских интеграција Србије. Тематски зборник радова*. Ниш: Економски факултет Универзитета у Нишу. 171–191

Вучетић, Д. Јовановић, М. (2013). Municipal Bonds as New Instrument for Enhancing Local Economic Development in Republic of Serbia. *Facta Universitatis. Series: Economics and Organization*. 10(2), 101–116

Јединствени проспект за јавну понуду муниципалних обвезница и њихово укључење на Опен маркет сегмент регулисаног тржишта (2014). Град Шабац. Доступан на: <http://www.sabac.org/download/municipalne-obveznice-prospekt-opt2.pdf>

Мишљење Министарства финансија. Број: 401-532/2014-001, 02.4.2014

Решење Комисије за хартије о вредности о одобрењу објављивања јединственог пројекта. бр. 4/0-64-3240/6-14. 20. 11. 2014

Закон о враћању одузете имовине и обештећењу. *Службени гласник РС*. 72. 2011

Закон о јавној својини. *Службени гласник РС*. Бр. 72. 2011

Закон о јавном дугу. *Службени гласник РС*. Бр. 61. 2005. 107. 2009. и 78. 2011

Закон о планирању и изградњи. *Службени гласник РС*. Бр. 72. 2009. 81. 2009 – испр. 64. 2010 – одлука УС. 24. 2011. и 121. 2012

Закон о порезу на добит правних лица. *Службени гласник РС*. Бр. 25. 2001. 80. 2002. 80. 2002 – др. закон, 43. 2003. 84. 2004. 18. 2010. 101. 2011. и 119. 2012

Закон о порезу на доходак грађана. *Службени гласник РС*. Бр. 24. 2001. 80. 2002. 80. 2002 – др. закон. 135. 2004. 62. 2006. 65. 2006 – испр. 31. 2009. 44. 2009. 18. 2010. 50. 2011. 91. 2011 – одлука УС. 7. 2012 – усклађени дин. изн. 93. 2012. 114. 2012 – одлука УС и 8. 2013 – усклађени дин. изн

Закон о привредним друштвима. *Службени гласник РС*. Бр. 36. 2011. и 99. 2011

Закон о тржишту капитала. *Службени гласник РС*. Бр. 31. 2011

Закон о хартијама од вредности. *Службени лист СРЈ*. Бр. 26. 1995

Београдска берза. (2013). *Извештај Београдске берзе за 2013. годину*, http://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI_2013.pdf

http://www.b92.net/biz/vesti/srbija.php?yyyy=2014&mm=12&dd=24&nav_id=939877, приступ: 21.2.2015

Aleksandar S. Mojašević, LL.D.
Assistant Professor,
Faculty of Law, University of Niš

Ljubica Nikolić, LL.D.
Full Professor,
Faculty of Law, University of Niš

**PUBLIC SECTOR BONDS MARKET IN SERBIA: STATUS
AND PROSPECTS OF DEVELOPMENT**

Summary

In this paper, the authors analyze the government and municipal bonds in the Republic of Serbia, with special emphasis on the current legislation on this issue, primarily the legal provisions of the 2011 Public Debt Act. The analysis has shown that the process of creating the relevant legal framework necessary for the development of the municipal bonds market in Serbia has been rather slow, even though numerous theorists consistently called attention to the benefits of funding local authorities by issuing municipal bonds and proposed the necessary legislative changes in this area. The legislative process culminated at the point when some local government units in Serbia, forefronted by the City of Šabac, recognized all the prominent advantages of this form of local government funding. Given that all the legal requirements for issuing and trading with municipal bonds in the secondary capital market have been met, the future development of this market in Serbia will depend solely on the efforts of local authorities to actively engage in the not-so-simple process of preparing and implementing the bonds issuance, and subsequently their inclusion in the open capital market where government bonds are already being traded.

Key words: bonds, state, local government, borrowing.