

**PRAVNO-EKONOMSKE POSTAVKE KORIŠĆENJA
OPŠTINSKIH OBVEZNICA ZA FINANSIRANJE
LOKALNOG EKONOMSKOG RAZVOJA I UNAPREĐENJE
KONKURENTNOSTI JAVNOG SEKTORA U REPUBLICI SRBIJI**

UDK:

Mr Dejan Vučetić*

Miloš Jovanović*

***Rezime:** Autori istražuju aktuelni momenat i mogućnosti korišćenja ove vrste dužničkih hartija od vrednosti na srpskom tržištu. Daju savremenu analizu pojma, vrsta i karakteristika opštinskih obveznica, te pravnog okvira postupka izdavanja i ekonomske opravdanosti njihovog korišćenja u Republici Srbiji. Oni ispituju problem rejtinga jedinica lokalne samouprave koje izdaju ovu vrstu dužničkih hartija od vrednosti i, na osnovu sprovedenog istraživanja, utvrđuju koji bi bili optimalni prinosi ove vrste hartija od vrednosti na srpskom tržištu. Takođe, rad se bavi istraživanjem uzroka nedovoljne primene ovog instrumenta na srpskom tržištu kapitala i načinima za otklanjanje prepreka u njegovoj većoj implementaciji, te daje konkretne predloge za poboljšanje postojeće regulative.*

***Ključne reči:** lokalni ekonomski razvoj, opštinske obveznice, tržište hartija od vrednosti, javni dug.*

Uvod

Lokalni ekonomski razvoj nova je izvorna nadležnost jedinica lokalne samouprave u Republici Srbiji koja je na njih prenetu u procesu decentralizacije. Prema odredbi člana 20 (stav 1, alineja 9) Zakona o lokalnoj samoupravi ("Sl. glasnik RS", br. 129/2007), kojim su regulisane izvorne nadležnosti jedinica decentralizacije u Srbiji, jedinica lokalne samouprave, preko svojih organa, u skladu s Ustavom i zakonom: „donosi programe i sprovodi projekte lokalnog ekonomskog razvoja i stara se o unapređenju opšteg okvira za privređivanje u jedinici lokalne samouprave“. Tim Zakonom napravljen je značajan zaokret od socijalno orijentisanih lokalnih samouprava (pružanja različitih javnih usluga, socijalne zaštite i sigurnosti stanovništvu nastanjenom na teritoriji lokalne jedinice) ka ekonomski orijentisanoj lokalnoj samoupravi čiji bi zadatak bio *podsticanje lokalnog*

* Univerzitet u Nišu, Pravni fakultet, dvucetic@prafak.ni.ac.rs

* Dil Broker a.d., Beograd, milos@dilbroker.co.rs

ekonomskog razvoja, [2, str. 33 idd.] stvaranje povoljnog i podsticajnog ambijenta za investicije putem različitih mehanizama.

Pre nego što se osvrnemo na različite oblike za ostvarivanje ove nove funkcije lokalne samouprave u Republici Srbiji (od kojih je jedan oblik predmet našeg rada) a što je svakako uloga na koju se jedinice decentralizacije još uvek privikavaju i uče, moramo naglasiti da bi za stanovništvo lokalnih samouprava bilo jako štetno da se lokalne samouprave okrenu samo i u potpunosti svojoj novoj ekonomskoj ulozi i da zanemare socijalni aspekt lokalnog blagostanja svojih stanovnika. Drugim rečima, samo umerena, izbalansirana kombinacija ova dva pristupa može doprineti optimalnom blagostanju svih stanovnika nastanjenih na teritoriji neke jedinice decentralizacije.

Dakle, sve izraženiji proces decentralizacije i sve značajnija uloga i odgovornost lokalne vlasti u razvoju lokalne infrastrukture, zahteva i neminovan *proces decentralizacije i u javnim finansijama*. [11, str. 17 idd.] Stalni rast potreba za poboljšanjem javnih usluga i istovremeno hroničan nedostatak finansijskih sredstava za podmirenje lokalnih javnih potreba zahteva da se rešenja traže u novim oblicima financiranja lokalnih nivoa vlasti.

Svesne svoje nove uloge mnoge lokalne jedinice su usvojile lokalne strategije ekonomskog razvoja, i donele akcione planove za njihovo uspešno implementiranje. No u tom smislu postavlja se pitanje da li lokalni budžeti, koji su pre svega socijalno orijentisani, i malih ukupnih vrednosti, mogu da isprate strateške projekte definisane strategijama lokalnog ekonomskog razvoja? Zbog naglašenog socijalnog elementa i nepostojanja zakonske obaveze da se određeni deo lokalnih budžeta usmeri ka finansiranju razvojnih projekata ostvarivanje ciljeva predviđenih strategijom lokalnog ekonomskog razvoja je često ugroženo nepostojanjem adekvatnih sredstava. Budžetska sredstva namenjena za finansiranje lokalnog ekonomskog razvoja prvenstveno bi trebalo usmeravati na: razvoj lokalne infrastrukture, opremanje raspoloživog zemljišta za investitore i druga zainteresovana lica i komunalno opremanje poslovnih zona u okviru lokalnih jedinica. Da ova sredstva nisu dovoljna pokazuje i podatak da se na listi konkurentnosti Svetskog ekonomskog foruma iz Ženeve (iz 2009. godine) Republika Srbija našla na 122. mestu, a po kvalitetu puteva na 119. mestu.

Trenutno lokalne jedinice svoj ekonomski razvoj finansiraju iz: lokalnog budžeta, kreditnih zaduživanja, republičkog budžeta, finansijskih sredstava privatnog sektora, finansijskih sredstava investitora u jedinici lokalne samouprave,

različitih, dostupnih, specifičnih i programski usmerenih finansijskih sredstava i donacija.

Međutim, gore navedeni, tradicionalni izvori prihoda lokalnih vlasti su nedovoljni za normalno funkcionisanje na lokalnu i u zemljama u tranziciji je sve prisutnije zaduživanje putem opštinskih obveznica. Na ovaj način lokalna vlast dolazi do relativno jeftinog izvora finansiranja određenih projekata ili budžetskog deficita, dok investitori dobijaju sigurnu obveznicu koja im donosi siguran prihod u vidu kamate i povraćaj glavnice u određenom roku dospeća. Izdavanje obveznica, kao najzastupljeniji način pribavljanja novca za takve aktivnosti još nije zaživeo, iako uskoro možemo očekivati da će *grad Novi Sad* prvi emitovati ovu vrstu dužničkih hartija od vrednosti. Opštinske obveznice uglavnom spadaju u siguran vid investicija obzirom da se po sigurnosti kotiraju odmah posle državnih hartija od vrednosti (državnih obveznica i trezorskih zapisa) a istovremeno obezbeđuju prinose koji su uglavnom veći od kamata koje donose ulaganja u državne obveznice ili kamate koje se dobijaju na osnovu depozita u bankama. Dodatna prednost i nizak stepen rizika proističu iz činjenice da kao garancija stoje fiskalni prihodi koje svaka lokalna jedinica poseduje. Ono što opštinske obveznice čine atraktivnim je i to što su prinosi od ovih hartija od vrednosti uglavnom *oslobođeni poreza i kotiraju se na sekundarnom tržištu* tj. predstavljaju jedan veoma *likvidan* finansijski instrument.

Međutim pre nego što pređemo na njihovu analizu potrebno je da damo još neka objašnjenja vezana za pravni okvir ekonomskog delovanja jedinica lokalne samouprave u Republici Srbiji.

2. Pravni okvir ekonomskog delovanja opština u Republici Srbiji

Trenutno, pravni režim, tj. skup sistemskih zakona kojima se reguliše način finansiranja lokalnih jedinica iz budžetskih prihoda i primanja koja se ostvare pristupanjem tržištu kapitala regulisan je sledećim skupom zakona: *Zakon o javnom dugu* („Sl. glasnik RS“, br. 61/2005 i 107/2009), koji omogućuje zaduživanje lokalne samouprave na finansijskom tržištu, uz regulisanje načina i najvišeg nivoa zaduživanja); *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* („Sl. glasnik RS“, br. 47/2006);¹ *Zakon o finansiranju lokalne samouprave* („Sl. glasnik RS“, br. 62/2006), kojim se uređuje obezbeđivanje sredstava jedinica

¹ Regulise emisiju i trgovanje hartijama od vrednosti na domaćem finansijskom tržištu. Njega će na jesen zameniti novo usvojeni Zakon o tržištu kapitala je stupio na snagu („Sl. glasnik RS“ br. 31/2011), ali će početi da se primenjuje za šest meseci od dana stupanja na snagu shodno odredbi člana 222.

lokalne samouprave za obavljanje izvornih i poverenih poslova; *Zakon o budžetskom sistemu* („Sl. glasnik RS“, br. 54/2009, 73/2010 i 101/2010), kojim je regulisano osnivanje Uprave za javni dug, koja vrši nadzor nad zaduživanjem lokalnih vlasti; i *Zakon o javnim nabavkama* („Sl. glasnik RS“, br. 116/2008), koji na poseban način reguliše proceduru nabavke finansijskih usluga od strane subjekata javnog sektora.

Svojim normama ovu problematiku na indirektan način regulišu i *Zakon o planiranju i izgradnji* („Sl. glasnik RS“, br. 72/2009, 81/2009 - ispr., 64/2010 - odluka US i 24/2011), *Zakon o porezu na dohodak građana* („Sl. glasnik RS“, br. 24/2001, 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 135/2004, 62/2006, 65/2006 - ispr., 31/2009, 44/2009 i 18/2010), *Zakon o porezu na dobit pravnih lica* („Sl. glasnik RS“, br. 25/2001, 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 43/2003, 84/2004 i 18/2010) itd. Odgovarajuće odredbe ovih zakona obradili smo nešto kasnije u radu. Takođe, u pravni režim koji reguliše ovu oblast ulaze i odgovarajuća podzakonska akta Komisije za hartije od vrednosti i Beogradske berze.

Prema odredbi člana 35 st. 3 *Zakonu o javnom dugu* ("Sl. glasnik RS", br. 61/2005 i 107/2009) opštine i gradovi se mogu zaduživati za finansiranje deficita tekuće likvidnosti do 5% od ukupno ostvarenih prihoda budžeta, ali ovaj oblik zaduživanja je za više operativne i kratkoročne svrhe i nije previše značajan u razvojnom smislu i u smislu finansiranja značajnih ekonomskih lokalnih ciljeva, pogotovu što se ukupan iznos zaduživanja mora vratiti pre kraja budžetske godine u kojoj je ugovoren i ne može se refinansirati ili preneti u narednu budžetsku godinu. Takođe, prema odredbama člana 34 istog Zakona jedinice lokalne samouprave se mogu zaduživati u zemlji i inostranstvu, odnosno na domaćem i inostranom tržištu, to mogu činiti u kako domaćoj tako i stranoj valuti i, što je bitno za izdavanje dužničkih hartija od vrednosti lokalnih javnih komunalnih preduzeća, ne mogu davati garancije.

Zakonom o javnom dugu je onemogućeno zaduživanje jedinica lokalne samouprave kojim bi se finansirali ozbiljni dugoročni lokalni ekonomski programi i projekti. Naime, prema odredbi člana 36, jedinice lokalne samouprave „ne mogu se dugoročno zaduživati, osim u delu zaduživanja radi finansiranja ili refinansiranja kapitalnih investicionih rashoda predviđenih u budžetu lokalne vlasti“. Taj iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja za kapitalne investicione rashode ne može biti veći od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini, izuzev u slučajevima kada se radi o dugoročnom zaduživanju čiji je rok otplate, ne računajući period mirovanja, najmanje pet godina. Iznos glavnice i

kamate koji dospeva u svakoj godini na sva neizmirena dugoročna zaduživanja za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda, ne može biti veći od 15% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne jedinice u prethodnoj godini. Izuzetno, iznos glavnice i kamate koji dospeva u svakoj godini na sva neizmirena dugoročna zaduživanja može da bude veći od 15%, ako dve trećine tekućeg suficita u odnosu na ukupno ostvarene tekuće prihode čini udeo veći od 15%. Prema odredbi člana 37. Zakona o javnom dugu lokalne jedinice mogu „u cilju smanjenja troškova zaduživanja, a u skladu sa odgovarajućim stepenom rizika, plasirati sredstva, odnosno obaviti ostale transakcije sa raspoloživom gotovinom, posle redovnog izvršenja budžeta lokalne vlasti, po kamatnoj stopi koja nije niža od eskontne stope Narodne banke Srbije“.

Jedinice lokalne samouprave se mogu zaduživati uzimanjem kredita ili emitovanjem hartija od vrednosti, pod uslovom da te hartije od vrednosti *mogu kupiti isključivo Republika Srbija i finansijske institucije*, navodi se u odredbi člana 37 st. 2 Zakona o javnom dugu. Tom prilikom one šestomesečno dostavljaju Ministarstvu podatke po vrstama zaduživanja, iznosu i otplati duga, vrednosti i nivou kamatnih stopa. Finansijske institucije odnosno profesionalne investitore definiše važeći *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* ("Sl. glasnik RS", br. 47/2006) u članu 11 kao:

- „- banke sa sedištem u Republici;
- međunarodne finansijske institucije kao što su: Međunarodna banka za obnovu i razvoj, Međunarodno udruženje za razvoj, Međunarodna finansijska korporacija i Evropska banka za obnovu i razvoj;
- osiguravajuća društva sa sedištem u Republici;
- društva za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima sa sedištem u Republici;
- brokersko-dilerska društva sa sedištem u Republici;
- banke, osiguravajuća društva, brokersko-dilerska društva, društva za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima i investicioni i penzijski fondovi sa sedištem u državama članicama Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj, državama članicama Evropske unije i druga pravna lica sa sedištem u Republici ili u državama članicama OECD i EU, koja svoja novčana sredstva ulažu u hartije od vrednosti radi ostvarenja dobiti na osnovu razlike u ceni

ili radi zaštite finansijske imovine od tržišnih rizika, odnosno radi ostvarivanja prava iz hartija od vrednosti.“

Komisija za hartije od vrednost gore navedenim subjektima odobrava status profesionalnog investitora na način utvrđen aktima Komisije i Vlade, koja vodi registar profesionalnih investitora.

Iz ovoga proizilazi da opštine ne mogu da koriste potencijal kojima raspolažu individualni investitori (ova kategorija obuhvata pravna i fizička lica) koji po nekim procenama raspolažu sa štednjom u Srbiji sa oko 5 milijardi EUR, a svakako da treba uzeti u obzir i potencijalne strane individualne investitore.

Trenutno, jedina opcija koja ovoj vrsti investitora stoji na raspolaganju jeste kupovina opštinskih obveznica preko investicionih fondova. Sa emisijom većeg broja opštinskih obveznica različitih emitenta možemo očekivati i pojavu fondova specijalizovanih za investiranje u opštinske obveznice. U svakom slučaju ovu odredbu bi trebalo izmeniti i omogućiti i individualnim investitorima da ulažu u opštinske obveznice, čime bi se građanima omogućilo da na indirektan način doprinesu realizaciji kapitalnih investicionih projekata u svojoj jedinici lokalne samouprave.

3. Karakteristike i vrste opštinskih obveznica

Opšte prihvaćen stav jeste da su se prve opštinske obveznice pojavile 1812. godine i od tada one predstavljaju efikasan način obezbeđivanja finansijskih sredstava sve dok postoji poverenje u stabilnost opštinskih vlasti. Tu prvu opštinsku obveznicu davne 1812. izdao je grad *New York* i ona je bila „pokrivena“ poreskim prihodima koje je taj grad ostvarivao. Inače treba istaći da se čitava američka industrija opštinskih obveznica u stvari bazirala na primeru Engleske i njenoj upotrebi obveznica još davne 1770. godine u cilju finansiranja izgradnje puteva. Ali svakako kada se govori o finansijskoj industriji i finansijskim inovacijama uvek treba uzeti za primer SAD a tako je i u ovom slučaju. [6, str. 89-93] Primer američkog opštinskog tržišta sugerše zemljama u tranziciji da upravo opštinske obveznice omogućuju lokalnim vladama finansiranje njihovih rastućih potreba.

Opštinske obveznice (eng. Municipal Bonds ili Munis) se mogu odrediti kao *dužničke hartije od vrednosti koje emituju jedinice lokalne samouprave* (ne njihovi organi, što je greška koja se često sreće u pravnoj literaturi)² *kako bi*

² Samo jedinice lokalne samouprave imaju svojstvo pravnog lica tj. sposobnost da budu punopravni učesnici u pravnom prometu i da poseduju imovinu . Takva situacije je barem u Srbiji,

pribavile sredstva potrebna za finansiranje kapitalnih projekata (planiranih ili započetih) ili za obezbeđivanje sredstava kojima bi se namirili poverioci, a kojima se lokalne jedinice obavezuju da će vratiti pozajmljeni novac sa pripadajućom kamatom za određeni vremenski period. Njihovim izdavanjem jedinice lokalne samouprave se zadužuju na teret budućih prihoda koji se mogu očekivati od projekata u koje se ulaže ili uopšte od fiskalnih prihoda koje će jedinica lokalne samouprave ostvariti u budućnosti. [3, str. 35 idd.]

Opštinske obveznice mogu se razvrstati na sledeći način: 1. *prema roku dospeća*: a) kratkoročne - u skladu sa Zakonom to su hartije od vrednosti sa rokom dospeća do 365 dana, i b) dugoročne - rok dospeća duži od 365 dana; 2. *prema obezbeđenju otplate*: a) obveznice opšte obaveze (general obligation bonds) - emituju se na bazi poreske snage izdavaoca, isplaćuju se iz prihoda opštinskog budžeta, mada postoje slučajevi da je isplata osigurana i prihodima iz posebnih izvora, i b) dohodovne ili prihodne obveznice (revenue bonds), emituju se radi finansiranja pojedinih projekata ili preduzeća, osigurane su zalaganjem prihoda koje ostvaruje realizovani projekat ili finansirano preduzeće;³ 3. *prema vrsti garancije*: a) negarantovane, i b) garantovane od strane banke ili neke druge institucije (npr. Vlade ili drugih državnih institucija).

4. Postupak izdavanja

U skladu sa važećom zakonskom regulativom trenutno je u Srbiji moguć isključivo privatni plasman (engl. private placement) opštinskih obveznica, odnosno isključiva prodaja opštinskih obveznica profesionalnim investitorima (bankama, osiguravajućim kompanijama, finansijskim posrednicima). Imajući u vidu najavu nadležnih organa iz Ministarstva finansija da će se u veoma kratkom roku obezbediti i adekvatan pravni okvir, odnosno ukloniti pravne prepreke, koje koče razvoj tržišta opštinskih obveznica, u ovom delu rada se obrađuje procedura emitovanja opštinskih obveznica, kako zatvorena (trenutno jedino moguća po važećoj zakonskoj regulativi) tako i otvorena tj. javna emisija, koja će, nadamo se uskoro biti ozakonjena. U takvom kontekstu posmatrano, subjekti postupka izdavanja i, kasnije, trgovine opštinskim obveznicama su: izdavalac obveznica (lokalna jedinica i,

u nekim drugim državama, npr. Engleskoj, gornja definicija bila bi tačna jer tamo organi lokalnih jedinica imaju pravni subjektivitet, svojstvo pravnog lica. Organi jedinica lokalne samouprave u Republici Srbiji (opština i gradova) u pravnom prometu isticaju u ime i za račun jedinica lokalne samouprave.

³ Njih najčešće izdaju aerodromi, bolnice, preduzeća za puteve, i lučke vlasti. Dohodovne obveznice su rizičnije u pogledu neispunjenja obaveza od obveznica opšte obaveze.

eventualno, javno-komunalno preduzeće), investitori (individualni, institucionalni, banke), savetnik izdavanja obveznica, pokrovitelj/garant obveznica, rejting agencije, regulatorna tela (Komisija za HOV, Centralni registar, Berza, Narodna banka Srbije).

Opštinske obveznice mogu se emitovati u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima i Zakonom o javnom dugu. Za njihovo emitovanje lokalnim jedinicama potrebno je, pored odobrenja Komisije za hartije od vrednosti, i odobrenje Ministarstva finansija [7, str. 248].

Prvo, predstavničko telo (opštinska ili gradska skupština) jedinice lokalne samouprave donosi odluku o zaduživanju na tržištu kapitala, emitovanjem opštinskih obveznica. Potom, traži saglasnost, odnosno odobrenje Ministarstva finansija. Nakon odobrenja Ministarstva finansija lokalna jedinica (emitent) sklapa ugovor sa agentom emisije (brokerskom kućom ili ovlašćenom bankom članom Centralnog registra) i zatim se preko agenta emisije otvara emisioni račun emitenta u Centralnom registru. Svaki emitent koji namerava da izda opštinske obveznice dužan je da pripremi prospekt za izdavanje hartija od vrednosti i da Komisiji za hartije od vrednosti podnese uz prateću dokumentaciju i zahtev za odobrenje prospekta.

Prospekt je pisani javni dokument koji sadrži podatke koji investitoru omogućavaju jasan i celovit uvid u stvarni (objektivni) pravni i finansijski položaj izdavaoca hartija od vrednosti, u njegove poslovne mogućnosti u prava i obaveze koje proizilaze iz hartija od vrednosti na koje se prospekt odnosi, kao i druge podatke bitne za donošenje investicione odluke. Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti sastoji se od: 1. uvodnog dela prospekta, koji sadrži osnovne podatke o izdavaocu, podatke o hartijama od vrednosti koje se nameravaju izdavati i podatke o nameni sredstava dobijenih izdavanjem tih hartija od vrednosti; 2. osnovnog prospekta, koji sadrži detaljne podatke o izdavaocu, poslovanju izdavaoca i podatke o hartijama od vrednosti koje su izdate, a nisu povučene, odnosno nije im istekao rok dospeća.

Skraćeni prospekt je izvod iz prospekta koji se javno objavljuje i koji sadrži podatke iz uvodnog dela prospekta.

Kada oceni da je to potrebno radi zaštite investitora, prema odredbi člana 26. Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Komisija može od podnosioca zahteva tražiti da pojedine podatke u prospektu za izdavanje hartija od vrednosti na odgovarajući način posebno istakne.

Pošto se u Republici Srbiji prodaja emisije vrši metodom privatnog plasmana, javni poziv nije neophodan za upis i uplatu. Privatni plasman podrazumeva prodaju opštinskih obveznica ograničenom broju investitora i to: Republici Srbiji, bankama i institucionalnim investitorima kao finansijskim institucijama, saglasno odredbi člana 37. Zakona o javnom dugu. Postupak bi tada (nakon odluke predstavničkog tela jedinice lokalne samouprave) izgledao ovako: 1. Izbor finansijskog savetnika emisije, 2. Priprema emisije obveznica, 3. Poziv investitorima za upis i kupovinu obveznica, 4. Rešenje Komisije za hartije od vrednosti o odobrenju izdavanja obveznica bez javne ponude, i 5. Registracija kupovine u Centralnom registru HOV.

Upis hartija od vrednosti vrši se kod agenta emisije tj. brokersko dilerskog društva ili banci članu Centralnog registra, dok se uplata vrši u banci sa kojom je prethodno zaključen ugovor. Nakon isteka roka za upis i uplatu, Komisiji za hartije od vrednosti se dostavlja dokaz o broju upisanih i uplaćenih hartija od vrednosti i podnosi se zahtev za dobijanje odobrenja o izdavanju od strane Komisije. Nakon dobijanja Rešenja Komisije o odobrenju emisije sledi listiranje opštinskih obveznica na berzi, ukoliko je reč o javnoj emisiji, ukoliko se radi o zatvorenoj emisiji tj. privatnom plasmanu, *sekundarna trgovina tj. uključanje na berzansko tržište je moguće tek nakon proteka 12 meseci*. Imajući u vidu kreditni rejting koji generalno imaju opštinske obveznice, njihovu likvidnost, transparentnost i redovno izveštavanje lokalnih organa o poslovanju i bitnim događajima, one bi se listirale najverovatnije na A ili B listingu Beogradske berze gde bi se njima sekundarno trgovalo. Pravilnik o listingu i kotaciji Beogradske berze od 3. oktobra 2007. godine⁴ utvrđuje uslove, način i postupak prijema hartija od vrednosti na berzansko tržište. Odredbama članova 17. i 18. Pravilnika definisana su opšta svojstva izdavaoca prilikom prijema na listing A i B, a koja se tiču minimalnog kapitala, minimalnog vremena poslovanja izdavaoca i njegovih finansijskih izveštaja, kvaliteta garancije emisije, bilansnih racija, profitabilnosti vrednosti emisije itd.

Komisija za hartije od vrednosti donela je Pravilnik o izmenama i dopunama Pravilnika o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti („Sl glasnik RS“, br. 27/2011, stupio na snagu 28.4.2011. godine).

⁴ Upravni odbor Beogradske berze a.d. Beograd, na XII/07 sednici, dana 3. oktobra 2007. godine, nakon postupanja po primedbama i sugestijama Komisije za hartije od vrednosti, utvrdio je konačni tekst Pravilnika o listingu i kotaciji Beogradske berze a.d. Beograd (broj 04/2-3820/07).

Izmena člana 37. Pravilnika o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti („Sl. glasnik RS“, br. 100/2006, 116/2006 i 71/2008 godine) se odnosi na postupak izdavanja i sadržinu upisnice u vezi sa obaveštenjem o izdavanju hartija od vrednosti bez javne ponude, po članu 54. Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Članom 54. Zakona su uređeni izuzeci za izdavanje hartija od vrednosti bez odobrenja prospekta kada su unapred poznati kupci: Republika Srbija, Narodna banka Srbije, svi postojeći akcionari, zaposleni kod izdavaoca kada se akcije izdaju jedino radi dodele tim licima. Izmenom Pravilnika je propisano da se tako izdate hartije od vrednosti ubuduće upisuju *potpisivanjem izjave o upisu hartija od vrednosti*, odnosno upisnice lično ili preko zastupnika, uz prilaganje ovlašćenja. Upisnicu izdaje ovlašćeno lice banke ili brokersko-dilerskog društva, i ona mora da sadrži propisane podatke. Hartije od vrednosti se izdaju njihovim prenosom sa emisionih računa na račune koji se, u skladu sa Zakonom, otvaraju i vode u Centralnom registru.

Dopunom Pravilnika, novim članom 37a propisan je *sadržaj obaveštenja o izdavanju hartija od vrednosti bez javne ponude*, koje se podnosi Komisiji uz zahtev za odobrenje izdavanja hartija od vrednosti, kada su izdavaoci opštinskih obveznica (dužničkih hartija od vrednosti) autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave. Obaveštenje mora da sadrži:

- podatke o izdavaocu,
- podatke o nameni sredstava koja se dobijaju po osnovu emisije dužničkih hartija od vrednosti (opis, plan i vrednost projekta koji se finansira po osnovu tako izdatih hartija, ostali izvori finansiranja i dr),
- informacije o pokrovitelju odnosno agentu emisije i njegovim obavezama preuzetim na osnovu ugovora sa izdavaocem,
- poslovno ime, sedište i matični broj profesionalnih investitora koji su iskazali nameru kupovine hartija od vrednosti u skladu sa zakonom,
- informacije o hartijama od vrednosti koje se nameravaju izdavati (opis klase i serije odnosno CFI kod, i ISIN broj, vrednost emisije, cena po kojoj se prodaju, opis prava, opis obračuna i isplate kamate i glavnice po toj hartiji, način i metod amortizacije i slično, adresa i radno vreme brokersko-dilerskog društva odnosno banke za upis hartije od vrednosti, pri čemu se na postupak izdavanja i sadržinu upisnice shodno primenjuju, odredbe člana 31. Pravilnika),

- rejting hartije ukoliko postoji,
- adresa i vreme kada kupac može izvršiti uvid u detaljnije podatke o pravnom i finansijskom položaju izdavaoca,
- izjavu odgovornih lica: „Izdavalac preuzima i prihvata odgovornost za izvršenje svih svojih obaveza iz hartija koje se izdaju, kao i za istinitost i potpunost podataka koje sadrži obaveštenje o izdavanju emisije dužničkih hartija od vrednosti bez javne ponude“,
- datum, ime i prezime odgovornih lica sa pečatom izdavaoca,
- kao i izjavu da „Komisija ne odgovara za istinitost i potpunost podataka navedenih u obaveštenju, niti za sposobnost izdavaoca hartije od vrednosti da ispuni obaveze iz hartija od vrednosti koje izdaje“.

Uz obaveštenje izdavalac je dužan da priloži finansijske izveštaje za poslednje dve godine, sa izveštajem revizora.

Emitovane obveznice Komisija unosi u poseban *registar hartija od vrednosti izdatih bez prospekta* za distribuciju hartija od vrednosti. Izdavanje rešenja o odobrenju izdavanja obveznica i upis u Centralni registar obavlja se na isti način kao u slučaju javne ponude obveznica. Ove obveznice ne mogu biti predmet javne ponude na organizovanom tržištu, najmanje dvanaest meseci nakon izdavanja.

Ukoliko pokrovitelj emisije, otkupljuje celu emisiju, sa namerom dalje prodaje putem javne ponude, to se ne smatra privatnim plasmanom. U tom slučaju kod odobravanja prospekta za distribuciju obveznica, primenjuje se procedura koja važi za javnu ponudu obveznica.

Obveznicama se nakon emisije, može trgovati samo javnom ponudom na organizovanom tržištu. Njima mogu trgovati samo brokersko-dilerska društva i ovlašćene banke, članovi berze. Lokalna samouprava, kao izdavalac obveznica postaje javno društvo, što znači da nad njenim poslovanjem, kada je emisija obveznica u pitanju, nadzor vrši Komisija za hartije od vrednosti, koja vodi i registar javnih društava. To znači da je lokalna jedinica obavezna da izveštava javnost o svom poslovanju, na način koji propisuje Komisija za hartije od vrednosti. U tom cilju dužna je da Komisiji redovno dostavlja: 1) konsolidovani godišnji završni račun, 2) izveštaj o obavljenoj reviziji godišnjeg završnog računa i 3) polugodišnji račun. Kada nastupe okolnosti koje mogu uticati na poslovanje i cenu obveznica, lokalna samouprava je dužna da izda javno saopštenje o novonastalim okolnostima i

da o njima dostavi izveštaj Komisiji za hartije od vrednosti i berzi na kojoj se trguje obveznicama.

5. Problem rejtinga jedinica lokalne samouprave

Proceduralna pitanja vezana za emitovanje opštinskih obveznica, zakonski, ne obuhvataju obavezu utvrđivanja rejtinga opštinskih obveznica. Međutim, svaki investitor želi da ima pravu sliku i što više informacija o emitentu u čije hartije od vrednosti planira da uloži svoj slobodan kapital. Transparentniji rad lokalnih samouprava i smanjenje korupcije predstavlja još jedan od veoma bitnih preduslova za pojavu opštinskih obveznica na finansijskom tržištu Srbije. Neophodno je da u svakom opštinskom finansijskom izveštaju i dokumentu budu prikazani pravi tj. istiniti podaci kako bi potencijalni investitor stvorio što realniju sliku o poslovanju konkretne lokalne samouprave. Određene državne revizorske komisije bi svojim profesionalnim angažmanom sigurno bile u mogućnosti da obezbede sticanje relevantnih informacija o kreditnoj sposobnosti opštine.⁵ Jednostavno bi vršile kontrolu budžeta i rada lokalnih samouprava. Na ovaj način bi lokalne samouprave uverile potencijalne investitore da su pouzdan i kredibilan partner.

U finansijsku sposobnost emitenta se potencijalni investitor uverava na bazi računovodstvenih izveštaja i izveštaja revizora, ali i na osnovu ocene boniteta emitenta od strane specijalizovanih rejting agencija (najpoznatije svetske rejting agencije su: Moody's Investor Service, Standard&Poor's i Fitch Ratings). Kreditni rejting opštinskih obveznica predstavlja procenu o sposobnosti plaćanja kamate i otplate glavnice u roku dospeća. Svakako da se kod utvrđivanja kreditnog rejtinga opštih obveznica akcenat stavlja na trenutnu zaduženost, likvidnost i sposobnost emitenta, dok se kod prihodnih opštinskih obveznica akcenat stavlja na profitabilnost projekta koji se finansira obzirom da se iz prihoda konkretnog projekta isplaćuje dug.

Od juna meseca 2010. godine tri grada u Srbiji, *Novi Sad, Kraljevo i Valjevo*, pozicionirali su se na međunarodnoj investicionoj mapi. Tačnije ove lokalne samouprave su dobile kreditni rejting od strane prestižne rejting agencije Moody's i svakako da predstavljaju pravi primer i ostalim gradovima i opštinama u Srbiji. Moody's Investor Service je dodelila Srbiji ocenu BB tj. kreditni rejting naše zemlje procenjen je stabilnim, što se smatra preporukom za investiranje. Kraljevo i Valjevo su od strane Moody's Investor Service dobili ocenu B1, dok je Novi Sad kao ujedno i veći grad dobio nešto veću ocenu Ba3.

⁵ Grad Niš je upravo zato reviziju svojih finansijskih izveštaja poverio državnom revizoru.

Sigurno je da će u početku opštinske obveznice biti privilegija bogatih gradova i opština koje raspolažu značajnim sopstvenim prihodima i ne zavise isključivo od državnih transfera. Sličan scenario kakav je viđen u susednoj Hrvatskoj očekuje se i kod nas. Samo opštinama sa većim prihodima i većim brojem stanovnika biće omogućeno da se na ovaj način i zaduže.

Grad Novi Sad će po svemu sudeći biti jedna od prvih opština u Srbiji koja će se zadužiti putem opštinskih obveznica. Plan je da se tako prikupljenim sredstvima finansiraju dve velike kapitalne investicije: izgradnja 100 km kanalizacione mreže i završetak pojedinih lokalnih saobraćajnica. Za ove projekte bi trebalo obezbediti oko 33 miliona EUR. Ali ono što smo već ranije istakli, ova buduća emisija opštinskih obveznica će biti namenjena isključivo profesionalnim investitorima jer već pomenuta ograničenja onemogućuju njihovu kupovinu od strane fizičkih lica. U skladu sa trenutno važećim zakonom ovaj plasman neće biti javni već privatni plasman i svi kupci će imati obavezu da ih godinu dana čuvaju u svom portfelju.

6. Prednosti, efekti i rizici opštinskih obveznica

U nedostatku kvalitetnih tržišnih materijala na finansijskom tržištu Srbije, institucionalni investitori (investicioni i penzioni fondovi, banke, osiguravajuće kompanije) željno iščekuju pojavu prvih opštinskih obveznica u Srbiji. Koji su to ključni faktori koji čine opštinu obveznicu interesantnim finansijskim instrumentom? U donjoj tabeli prikazan je određen broj argumenata za emitovanje opštinskih obveznica.

Svaka investicija nudi određeni balans između rizika i potencijalnog gubitka. Taj balans zavisi od mnogo faktora: od vrste investicije, emitenta u čije se hartije ulaže, stanja u privredi konkretne države, ekonomskog ciklusa i sl. Tržište obveznica nije isključeno od ovog pravila ali svakako da je ono manje rizično od ulaganja u akcije na primer, prevashodno iz sledećih razloga:

- Obveznica predstavlja obavezu emitenta da po isteku roka dospeća isplati nominalni iznos dok takvu obavezu emitent akcija nema;
- Emitent obveznice takođe ima obavezu da isplati kamatu u određenim rokovima, dok po osnovu akcija investitori nekad dobiju a nekad ne dividendu, ali tu obavezu emitent takođe nema prema vlasnicima akcija;
- Istorijski gledano rizik volatilnosti (promene cena) je značajno manji na tržištu obveznica nego na tržištu akcija.

Tabela 2. Prednosti i efekti opštinskih obveznica [8]

ZA EMITENTA (GRAD I OPŠTINU)	ZA INVESTITORE
prikupljanje finansijskih sredstava pod najpovoljnijim uslovima (niža kamatna stopa u odnosu na bankarske)	mali rizik ulaganja
povećana odgovornost nosilaca vlasti i veća izloženost javnosti, čime lokalna zajednica stiče poverenje	siguran cash flow
stvaranje osnove za razvoj realnog sektora	poreske olakšice
primena Međunarodnih računovodstvenih standarda na finansijske izveštaje prepoznatljive potencijalnim stranim investitorima	visok stepen likvidnosti
mogućnost prodaje na sekundarnom tržištu	mogućnost prodaje na sekundarnom tržištu

Ipak kao i svaka hartija od vrednosti i opštinske obveznice nose određeni nivo rizika za investitore:

1. Kreditni rizik - predstavlja nemogućnost lokalne vlasti da po dospeću opštinskih obveznica vrati investitorima uložena sredstva. Iz tih razloga investitorima je uvek od vitalnog značaja poznavanje boniteta i kreditne sposobnosti lokalne vlasti. Emitenti su i po zakonu obavezni da pri emisiji u vidu prospekta pruže što je moguće više verodostojnih informacija kako bi investitori bili u mogućnosti da donose pravu odluku. Kod prihodnih opštinskih obveznica (kojima se garantuje isplata duga na bazi prihoda konkretnog projekta) nije redak slučaj da je povraćaj uložених sredstava investitorima garantovan i od strane osiguravajuće kuće, čime se značajno podiže i kreditni rejting konkretne obveznice. Ukoliko su određeni emitenti i njihove obveznice ocenjeni od strane neke renomirane rejting agencije, to svakako znači potencijalnim investitorima da još bolje sagledaju potencijalni kreditni rizik kome se izlažu.

2. Rizik kamatnih stopa – obzirom da su opštinske obveznice hartije od vrednosti koje obično karakteriše dugi rok dospeća (preko 10 godina), veoma često u tom dugom periodu na tržištu dolazi do promena kamatnih stopa. Ukoliko dođe do rasta kamatnih stopa na tržištu, investitori će pretrpeti gubitke jer se takva kretanja kamate odmah odražava na pad cena obveznica na sekundarnom tržištu. Ovakva vrsta rizika

predstavlja rizik kamatnih stopa. Da bi se izbegla ovakva vrsta rizika investitori često preferiraju opštinske obveznice sa varijabilnim prinosom (kamata vezana za kretanje rasta cena, referentne kamatne stope i sl.) pogotovo kod obveznica sa dužim rokom dospeća.

3.Rizik inflacije – usled inflacije cene obveznica imaju tendenciju pada usled pada kupovne moći a to svakako obveznicama, prevashodno obveznicama sa fiksnim prinosom, smanjuje prinos. Investitori se od ovakve vrste rizika uglavnom brane ulaganjem u opštinske obveznice čija je kretanje kamate vezano za kretanje inflacije.

4.Poreski rizik – u većini zemalja dobit i prihodi od ulaganja u opštinske obveznice su oslobođeni bilo kakvih poreza i to je jedan od razloga zašto su opštinske obveznice veoma atraktivan finansijski instrument. Međutim kada je u interesu vlade neke zemlje povećanje budžetskih prihoda, postoji mogućnost da se donese određeni opšti pravni akt o ukidanju poreskog izuzeća prihoda od opštinskih obveznica.

5.Rizik otkupa – ova vrsta rizika je karakteristična kod onih opštinskih obveznica koje daju pravo lokalnoj vlasti (emitentu) da u slučaju pada kamatnih stopa povuče svoju celokupnu emisiju i ponovo se zaduži pod povoljnijim uslovima (call opcija). Investitori u takvim slučajevima moraju da reinvestiraju svoja sredstva pod nižim kamatnim stopama.

6.Rizik likvidnosti: predstavlja nemogućnost prodaje obveznica u svakom trenutku na sekundarnom tržištu. Praksa nekih zemalja pokazuje da je sekundarno tržište opštinskih obveznica često neaktivno i nelikvidno, tako da investitori koji su iz nekih razloga prinuđeni da što pre prodaju svoje obveznice, često moraju da ponude značajan diskont na sekundarnom tržištu.

7.Rizik reinvestiranja: nemogućnost investitora da ponovo investira novac dobijen otkupom obveznica

8.Rizik volatilnosti – ova vrsta rizika je znatno manje prisutna nego na tržištu drugih hartija od vrednosti, ali svakako treba istaći i tu vrstu rizika do koje uglavnom dolazi usled čestih i brzih promena kamatnih stopa koje utiču na česta kolebanja vrednosti tj. cene obveznice.

7. Prinos opštinskih obveznica

Za individualne investitore koji uglavnom ne raspolažu adekvatnim znanjem iz oblasti investicionog ulaganja, opštinske obveznice su veoma često

interesantan vid ulaganja obzirom da donose priličan prinos u vidu kamate na godišnjem nivou, imajući u vidu njihov relativno nizak nivo kreditnog rizika (rizik povraćaja glavnice).

Koji je to prinos koje bi u ovom trenutku donosile buduće opštinske obveznice na srpskom finansijskom tržištu ? Najbolje je odgovor pronaći na primeru i iskustvu nama najbližih zemalja u regionu. Prinos tj. kamata opštinskih obveznica svakako mora biti viša od kamate koje investitori dobijaju na svoje depozite u komercijalnim bankama, više od referentne kamatne stope NBS i viša od kamatne stope koje se trenutno ostvaruju putem investiranja u trezorske zapise Republike Srbije, jer je svuda u svetu, a tako i kod nas, ulaganje u državne hartije od vrednosti ulaganje sa najnižim stepenom rizika.

Tabela 3. Prinos opštinskih obveznica u zemljama u okruženju [10]

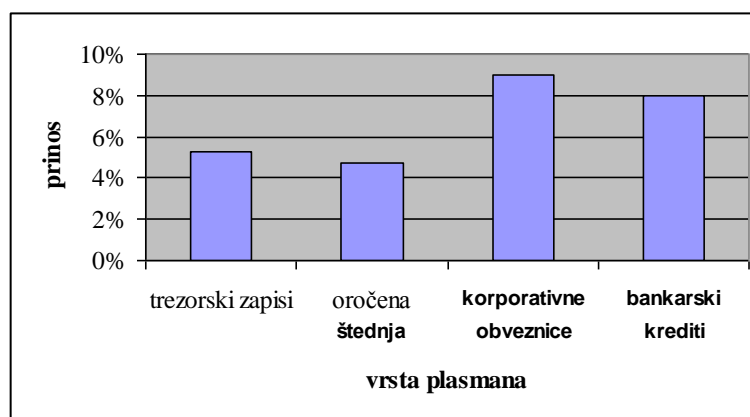
<i>Emitent</i>	<i>Nominala</i>	<i>Kamatna stopa</i>	<i>Datum dospeća</i>
Grad Rijeka	1 EUR	4.125%	18.07.2016.
Grad Split I emisija	1 EUR	4.563%	24.07.2013.
Grad Split II emisija	1 EUR	4.75%	27.11.2015.
Grad Zadar	1 EUR	5.50%	01.09.2011.
Grad Banja Luka	100 KM	5.75%	18.07.2011.
Opština Laktaši	100 KM	5.75%	18.06.2014.

Sa druge strane kamata opštinskih obveznica mora biti znatno niža u odnosu na kamatu korporativnih obveznica, jer svakako da su ove obveznice sa nižim stepenom rizika od korporativnih, jer iza njih stoji jedna opština ili grad sa celokupnom svojom imovinom. Kamata opštinskih obveznica je uglavnom niža i od kamate koju lokalni nivoi vlasti dobijaju od komercijalnih banaka po osnovu kredita koje povlače, pa je to i jedan od ključnih razloga zbog kojih se ide u emisiju opštinskih hartija od vrednosti.

Prema našem istraživanju, *trenutna situacija na finansijskom tržištu Srbije* je takva da se prinos trezorskih zapisa Republike Srbije nominiran u EUR kreće se u intervalu od 4,48% - 5,85%; kamata koju plaćaju komercijalne banke na depozite u

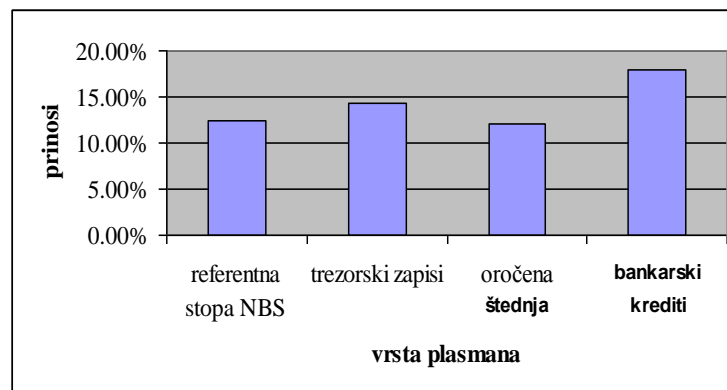
EUR su u proseku oko 4,7%; kamata po kojoj trenutno emituju korporativne obveznice dobrostojeća i likvidna preduzeća u Srbiji iznosi oko 9% indeksirano u EUR; a kreditni devizni plasmani komercijalnih banaka se kreću u proseku oko 8% (v. grafik 1). Na osnovu ovih pokazatelja možemo doći do zaključka da će se prve opštinske obveznice nominirane u EUR, koje očekujemo u najskorije vreme, emitovati sa prinosima u intervalu od 6%-7%. Ukoliko uporedimo sa podacima iz tabele 3, uočićemo da su to prinosi koje obezbeđuju i opštinske obveznice u zemljama u okruženju.

Grafik 1. Trenutni prinosi plasmana nominiranih u EUR u Srbiji (2011 godina)



Ukoliko se pak te prve opštinske obveznice budu emitovale u domaćoj valuti, treba očekivati prinose koji bi se kretali u intervalu 15%-16,5%, odnosno prinosi bi bili manji od prinosa na bankarske plasmane (trenuto oko 18% na godišnjem nivou), veći od referentne kamatne stope (trenutno 12,5%), veći od prinosa na dinarske trezorske zapise (trenutno oko 13,5%-14,4%), i veći od 12% koliko iznose trenutno kamate na oročenu dinarsku štednju u komercijalnim bankama (v. grafik 2). Zbog potencijalnog valutnog rizika svakako treba očekivati da će atraktivnije za domaće i strane investitore biti opštinske obveznice nominirane u EUR ili nekoj drugoj valuti ili pak dinarske opštinske obveznice ali sa nekom varijabilnom kamatnom stopom (vezane za EURIBOR ili stopu inflacije).

Grafik 2. Trenutni prinosi dinarskih plasmana u Srbiji (2011 godina)



8. Zaključak i predlozi za poboljšanje postojeće regulative

Ovakvim zaduživanjem lokalnih nivoa vlasti dobijaju svi. Na finansijskom tržištu javljaju se novi finansijski instrumenti, a samim tim povećava se tržišna kapitalizacija, likvidnost, veća zainteresovanost domaćih i stranih ulagača što svakako dovodi do razvoja tržišta kapitala jedne zemlje. Individualni investitori, građani i pravna lica, sa jedne strane ulažu u ove hartije od vrednosti i imaju određenu zaradu od njih, a u isto vreme se ta sredstva u stvari koriste za poboljšanje kvaliteta njihovog života na lokalnom nivou u vidu razvoja različitih infrastrukturnih projekata. Lokalne samouprave na ovaj način dolaze sigurno do najjeftinijih, uglavnom dugoročnih, izvora finansiranja.

Međutim da bi taj proces bio *uspešan* potrebno je da se ispune određeni preduslovi kao što su: razvoj savremenog finansijskog upravljanja jedinicama lokalne samouprave, sa strategijom upravljanja dugom; izrada studija izvodljivosti investicionog projekta; vršenje eksterne revizije godišnjih finansijskih izveštaja jedinica lokalne samouprave i način obelodanjivanja finansijskih izveštaja lokalnih vlasti; uspostavljanje kreditnog rejtinga jedinica lokalne samouprave; angažovanje finansijskog savetnika za izdavanje obveznica; izbor garanta izdavanja obveznica i povećanje likvidnosti obveznica kroz javni plasman.

Takođe, postojeća procedura zaduživanja putem emisije lokalnih obveznica je prilično kruta i stroga. Opštine i gradovi najpre donose odluku o zaduživanju a zatim je potrebno pribavljanje mišljenja ministarstva nadležnog za finansije, koje

treba da odobri zaduživanje. Naše je mišljenje da bi ovu proceduru trebalo pojednostaviti.

Potom zakonom o investicionim društvima bi trebalo propisati minimalni procenat koji institucionalni investitori (investicioni i penzijski fondovi) moraju da plasiraju u ovaj tip HOV čime će se povećati dubina i likvidnost tržišta opštinskih obveznica.

Potrebno je rešiti i pitanje imovine gradova i opština (konkretno – izgrađenih nepokretnosti), kako bi se proširila paleta instrumenata za obezbeđenje duga lokalnih vlasti. Za razliku od mnogih zemalja centralne i istočne Evrope koje su donele posebne zakone o obveznicama obezbeđenim hipotekom (mortgage covered bonds), naše pravo ne predviđa ovakav oblik hartije. Instrumenti obezbeđenja duga lokalnih vlasti su se menjali i relaksirali sa razvojem tržišta opštinskih kredita. Banke su u početku odobravale kredite obezbeđene imovinom, koju koriste opštine, a koja se uz saglasnost Republičke direkcije za imovinu može staviti pod hipoteku. Vremenom, sa sticanjem poverenja i iskustva u radu sa lokalnim vlastima, banke su počele da odobravaju imovinski neobezbeđene kredite. Odobravanje kredita bez hipoteke, banke su počele da vrše na osnovu ocene kreditnog rizika lokalne vlasti, koja se zasnivala na proceni fiskalnog kapaciteta i mogućnosti otplate duga iz suficita u tekućem budžetu. Ovi krediti su obezbeđeni samo opštim prihodima budžeta lokalnih vlasti, putem dostavljanja ovlašćenja banci za zaduženje podračuna budžeta ili menice lokalne vlasti. Ovakva vrsta obezbeđenja opštinskih obveznica je od naročitog značaja jer su naše banke najviše zainteresovane za takvu vrstu ulaganja. Nedavnim *izmenama Zakona o planiranju i izgradnji* lokalnim samoupravama omogućena je konverzija prava korišćenja u pravo svojine nad neizgrađenim građevinskim zemljištem, što će proširiti paletu sredstava obezbeđenja emisije opštinskih obveznica. Odredba člana 101a Zakona o planiranju i izgradnji („Sl. glasnik RS“, br. 72/2009, 81/2009 - ispr., 64/2010 - odluka US i 24/2011) propisuje konverziju prava korišćenja u pravo svojine i na neizgrađenom građevinskom zemljištu. Uslov za to je da je reč o licima koja su u javnoj knjizi upisana (registru nepokretnosti) kao korisnici i da je reč o neizgrađenom građevinskom zemljištu u državnoj svojini. Pravo na konverziju priznaje se bez naknade, osim ako je reč o licima za koja je propisano da pravo na konverziju ostvaruju uz naknadu (čl. 103-106a Zakona). Međutim, tek nakon usvajanja Zakona o javnoj svojini i Zakona o restituciji, lokalne samouprave će u potpunosti raspolagati sopstvenom imovinom tako da će pored transferisanih sredstava od strane države i sopstvenih prihoda koje ostvaruju, raspolagati i

vrednosno značajnom imovinom što će njihove emitovane obveznice učiniti još atraktivnijim finansijskim instrumentom sa aspekta sigurnosti.

Potrebno je preciznije regulisati i pitanje izmirenja pre roka, tj. kada emitent ima pravo da kupcima opštinskih obveznica isplati dugovanu sumu pre roka dospelosti, a ukoliko je to predviđeno programom emisije, može ih ponovo reemitovati do krajnjeg roka predviđenog programom. Ovo pitanje nije posebno regulisanom posebnim (sektorskim) zakonima iz ove oblasti, već se na njega primenjuju odredbe Zakona o obligacionim odnosima koje se tiču prevremenog vraćanja kredita. Naš predlog je da se ovo pravo posebno reguliše. Neke države predviđaju i obavezu emitenta da formira fond za otkup koji vlasnicima daje mogućnost da delimično povrate sredstva pre njihove dospelosti.

Takođe, pozitivna strana ulaganja u ovu vrstu hartija od vrednosti jeste njihovo *izuzeće iz poreskog opterećivanja*. Prema odredbi člana 65 stav 2 Zakona o porezu na dohodak građana („Sl. glasnik RS“, br. 24/2001, 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 135/2004, 62/2006, 65/2006 - ispr., 31/2009, 44/2009 i 18/2010) ne plaća se porez od prihoda od kapitala na kamatu „po osnovu dužničkih hartija od vrednosti, u smislu propisa kojima je uređeno tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, čiji je izdavalac Republika, autonomna pokrajina, jedinica lokalne samouprave ili Narodna banka Srbije“. Slična odredba sadržana je i u Zakonu o porezu na dobit pravnih lica („Sl. glasnik RS“, br. 25/2001, 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 43/2003, 84/2004 i 18/2010), a tiče se poreskog rasterećenja preduzeća i drugih pravnih lica ukoliko bi ulagala u opštinske obveznice. Odredba člana 27. stav 1, alineja 3 tog zakona kaže da se kapitalnim dobitkom smatra prihod koji obveznik ostvari prodajom, odnosno drugim prenosom uz naknadu „udela u kapitalu pravnih lica i akcija i ostalih hartija od vrednosti, osim obveznica izdatih u skladu sa propisima kojima se uređuje izmirenje obaveze Republike po osnovu zajma za privredni razvoj, devizne štednje građana i dužničkih hartija od vrednosti čiji je izdavalac, u skladu sa zakonom, Republika, autonomna pokrajina, jedinica lokalne samouprave ili Narodna banka Srbije“. Takvim mehanizmom država efikasno stimuliše jedinice lokalne samouprave da samostalno pribavljaju sredstva ali i investitore da u njih ulažu – time se povećava tražnja za ovom vrstom finansijskih instrumenata, naročito kada su njihovi prinosi niži od prinosa nekih drugih finansijskih instrumenata.

Već je kao prednost ove vrste dužničkih hartija od vrednosti izložena *mogućnost trgovine opštinskim obveznicama na sekundarnom tržištu*, gde ih investitori mogu u svakom trenutku prodati odnosno kupiti i time ostvarivati

kapitalnu dobit kroz razliku u ceni. Zbog toga smatramo da je potrebno ukinuti jednogodišnju zabranu njihovog prometovanja na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti.

I, na kraju, postavlja se pitanje da li bi finansiranje lokalne samouprave i njenih javno-komunalnih preduzeća emisijom opštinskih obveznica dovelo do *smanjenja uloge banaka*? Pojedina istraživanja pokazala su da i ukoliko „bi jačanje tržišta dužničkih hartija od vrednosti delimično i izazvalo smanjenje uloge kreditnih poslova komercijalnih banaka, sasvim sigurno bi podstaklo niz bankarskih uslužnih poslova i tako povoljno uticalo na razvoj investicionog bankarstva u Srbiji. Reč je o domaćoj praksi dobro poznatim bankarskim poslovima (npr. bankarske garancije), ali i nizu novih uloga banaka kao što su finansijsko savetovanje, pokroviteljstvo emisije, distribucija hartija od vrednosti i sl.“ [5, str. 14; 1, str. 985] A razvoj finansijskog tržišta je pozitivno korelisan sa razvojem investicionog bankarstva. Dakle, u ovom slučaju pozicija banaka bi se usmerila na funkciju obezbeđenja i savetovanja.

Literatura

1. Barjaktarović-Rakočević S., Uloga banaka na tržištu opštinskih obveznica - primer Srbije. Pravni život, vol. 56, br. 12, 2007.
2. Begović B. i ostali, Lokalni ekonomski razvoj, Centar za liberalno-demokratske studije i Stalna konferencija gradova i opština Srbije, Beograd, 2006.
3. Boudi Z., Kejn A., Markus A.Dž., Osnovi investicija (šesto izdanje), DATA STATUS, Beograd, 2009.
4. Živković, B., Šoškić, D.B., Finansijska tržišta i institucije. Ekonomski fakultet, Beograd, 2009.
5. Jovanić T., Pravne pretpostavke efikasnog tržišta dužničkih hartija od vrednosti i uloga banaka, Bankarstvo vol. 37, br. 7-8, 2008
6. Jovanović A., N. Zakić, Tržišta municipalnih obveznica – neka uporedna iskustva, Ekonomika br. 5-6, 2008, str. 88-100.
7. Momirović D.M., Municipalne obveznice – novina ili finansijska inovacija na tržištu kapitala Srbije, Finansije 64/1-6, 2009.

8. Privredna komora Beograda, Opštinske obveznice kao motor razvoja lokalne samouprave, http://www.kombeg.org.rs/aktivnosti/c_akcionarstvo/Detaljnije.aspx?vez=786, (09.05.2011.)
9. Prokopijević M., Perspektiva transformacije gradskih komunalnih sistema u Srbiji – trenutno stanje, moguće promene, u: Milenković D., D. Damjanović (ur.): U susret novom statusu gradova u Srbiji (realnost i potrebe), PALGO Centar, Beograd, 2007.
10. Trajković M., Vodič kroz opštinske obveznice, BDD I2R Broker a.d. Novi Sad, <http://www.krediti.rs/downloads2/vodic-kroz-municipalne-obveznice.pdf>, (11.05.2011.)
11. Vučetić D., D. Janićijević: Decentralizacija kao polazište razvoja Srbije, Centar za razvoj građanskog društva PROTEKTA, Niš, 2006.
12. Zakon o budžetskom sistemu („Sl. glasnik RS“, br. 54/2009, 73/2010 i 101/2010).
13. Zakon o finansiranju lokalne samouprave („Sl. glasnik RS“, br. 62/2006).
14. Zakon o javnim nabavkama („Sl. glasnik RS“, br. 116/2008).
15. Zakon o javnom dugu („Sl. glasnik RS“, br. 61/2005 i 107/2009).
16. Zakon o lokalnoj samoupravi ("Sl. glasnik RS", br. 129/2007).
17. Zakon o obligacionim odnosima („Sl. list SFRJ“, br. 29/78, 39/85, 45/89 - odluka USJ i 57/89, "Sl. list SRJ", br. 31/93 i "Sl. list SCG", br. 1/2003 - Ustavna povelja).
18. Zakon o planiranju i izgradnji („Sl. glasnik RS“, br. 72/2009, 81/2009 - ispr., 64/2010 - odluka US i 24/2011).
19. Zakon o porezu na dohodak građana („Sl. glasnik RS“, br. 24/2001, 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 135/2004, 62/2006, 65/2006 - ispr., 31/2009, 44/2009 i 18/2010).
20. Zakon o porezu na dobit pravnih lica („Sl. glasnik RS“, br. 25/2001, 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 43/2003, 84/2004 i 18/2010).
21. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata („Sl. glasnik RS“, br. 47/2006).
22. Zakon o tržištu kapitala („Sl. glasnik RS“ br. 31/2011).

**LEGAL AND ECONOMIC SETTINGS OF MUNICIPAL BONDS USAGE FOR
FINANCING OF LOCAL ECONOMIC DEVELOPMENT AND IMPROVEMENT
OF SERBIAN PUBLIC SECTOR COMPETITIVENESS**

Abstract: Authors examine current moment and possibility of using these types of debt securities in Serbian market. Paper provides with contemporary analysis of the notion, types and characteristics of municipal bonds, and also of a process of their issuing, its legal framework and economic feasibility of their use in Republic of Serbia. They examined problem of rating this type of debt securities and, based on the research, identify what would be the optimum yield of this type of securities in the Serbian market. Also, paper explores the causes of inadequate implementation of this instrument in Serbian capital market and

possible solutions for eliminating obstacles to its implementation and provides reader with more concrete proposals to improve existing regulations.

Key words: local economic development, municipal bonds, securities market, public debt.