



XXVII Интернационални научни скуп
Стратегијски менаџмент
 и системи подршке одлучивању
 у стратегијском менаџменту
SM2022

Subotica (Srbija), 20. Мај 2022. године

Павле Јакшић

Економски факултет у Суботици, студент
 докторских студија
 Суботица, Србија
 pavlej236@gmail.com

Даница Цицмил

Економски факултет у Суботици, студент
 докторских студија
 Суботица, Србија
 cicmildanica@yahoo.com

МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО НАЧИН ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНИХ САМОУПРАВА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ И ЗЕМЉАМА РЕГИОНА

Апстракт: У пракси се показало да се већина локалних самоуправа одлучује на традиционалне изворе финансирања, који у последњим деценијама услед убрзаног процеса урбанизације нису довољни. Недовољна развијеност тржишта капитала онемогућава локалне самоуправе на територији Србије на избор других видова финансирања, као што је емисија муниципалних обвезница. Циљ рада јесте анализа користи које локалне самоуправе убирају приликом издавања муниципалних обвезница. У раду се жели указати на важност одабира оваквог вида финансирања капиталних пројеката од значаја за локално становништво. Аутори сматрају да одабир адекватног вида финансирања значајно може утицати на спровођење стратегије одрживог развоја једне локалне самоуправе. Приликом израде рада коришћен метод анализе садржаја, компаративни метод и синтетички метод који је омогућио извођење закључних ставова. На основу емпиријског истраживања, јасно су утврђени бенефити приликом емисије муниципалних обвезница. Ако узмемо у обзир број градова који су извршили емисију поменутих обвезница у Србији, можемо закључити да је тржиште муниципалних обвезница у Србији мање развијено него што је случај са тржиштима земаља у региону.

Кључне речи: Муниципалне обвезнице, хартије од вредности, локална самоуправа

MUNICIPAL BONDS AS A WAY OF FINANCING LOCAL GOVERNMENTS IN THE REPUBLIC OF SERBIA AND COUNTRIES OF THE REGION

Abstract: In practice, it has been shown that most local governments decide on traditional sources of funding, which in recent decades due to the accelerated process of urbanization are not sufficient. Insufficient development of the capital market prevents local self-governments on the territory of Serbia from choosing other types of financing, such as the issue of municipal bonds. The aim of this paper is to analyze the benefits that local governments reap when issuing municipal bonds. The paper wishes to point out the importance of choosing this type of financing of capital projects of importance for the local population. The authors believe that the choice of adequate funding can significantly affect the implementation of the strategy of sustainable development of a local government. During the preparation of the paper, the method of content analysis, comparative method and synthetic method were used, which enabled the conclusion. Based on empirical research, the benefits of issuing municipal bonds have been clearly established. If we take into account the number of cities that issued the mentioned bonds in Serbia, we can conclude that the market of municipal bonds in Serbia is less developed than is the case with the markets of countries in the region.

Keywords: Municipal bonds, securities, local government

УВОД

Већина локалних самоуправа се током економског развоја држи правила да је задуживање дозвољено само у ситуацијама када се финансирају капитални пројекти, док се средства из текућих прихода користе искључиво за покривање евентуалних текућих издатака који могу настати (Dafflon & Beer-Toth, 2009). У многим развијеним земљама показало се да локалне самоуправе у потпуности избегавају било какав вид задужења, финансирајући се искључиво из текућих прихода, одлагајући капиталне улагања док се не прикупе довољна средства за реализацију истих (Lee, Johnson & Joyce, 2013). Међутим, овакав начин вођења локалних финансија у земљама у развоју значајно може успорити унапређење животног стандарда локалног становништва. Земље у развоју карактерише тржиште које се суочава са различитим видовима институционалних турбуленција које могу бити ограничавајући фактор убрзаног економског развоја једне државе (Welsh, Alon & Falbe, 2006; Hoskisson, Eden, Chung Ming & Wright, 2000). Иако се финансирањем капиталних пројеката из текућих прихода смањује могућност доношења неадекватних и погрешних финансијских одлука, поставља се питање да ли је оправдано да целокупан терет финансирања снесе порески обвезници, који могу али и не морају да умају користи од реализованих финансираних пројеката. Из прегходно наведене чињенице дошло је до развијања схватања по којем капитални пројекти не би требали да се финансирају из текућих прихода, већ кад год је то могуће из различитих облика задужења (McKinney, 2015). Ова чињеница доводи муниципалне обвезнице у први план као значајан инструмент повољног финансирања локалних самоуправа. На локалној самоуправи је да на најефикаснији начин дефинише стратегије којима ће управљати својим финансијама, односно својим дуговањима. Управо, повољно обезбеђена финансијска средства могу значајно одредити даљу исплативост планираних капиталних пројеката, али и даље ефикасно функционисање целокупне локалне заједнице (Gianakis & McCue, 1999).

Циљ рада јесте да се укаже на значај муниципалних обвезница као дугорочних хартија од вредности приликом финансирања једне локалне самоуправе. У раду се указује на основне специфичности које можемо узети за ове вредносне папире. Поред тога, указује се на основне бенефите које емитент може искористити ако се одлучи да емитује ове хартије од вредности. У раду је извршена анализа различитих тржишта муниципалних обвезница, обухватајући тржишта у Републици Србији и земљама региона. Циљ анализе јесте утврђивање услова по којима су локалне самоуправе извршиле емисије и у коју сврху су утрошена средства прикупљена из анализираних емисија.

1. ТЕОРИЈСКА ОСНОВА

Да би спознали праву природу муниципалних обвезница, неопходно је осврнути се на сам појам обвезница. Цидић (2008) истиче да обвезнице представљају вредносне папире, односно хартије од вредности које карактерише дефинисана позитивно-правна природа. На основу садржине обвезница успостављају се правни односи између различитих субјеката који су директно регулисани различитим нормативним оквиром прописаним од стране државе. Приликом дефинисања муниципалних обвезница као специфичног вида хартија од вредности, већина аутора истиче две основне карактеристике: прва, у улози емитента приликом емисије муниципалних обвезница појављују се локалне самоуправе; друга, већина емитената издају муниципалне обвезнице ради прикупљања новчаних средстава у сврху реализације одређених капиталних пројеката од локалног значаја. С тим у вези, Јовановић и Закић (2008) дефинишу муниципалне обвезнице као: „хартије од вредности са дугим роком доспећа нижих и локалних органа власти, намењених финансирању локалних инфраструктурних пројеката“. Управо када је реч о сврсисходности емисије, Барјактаревић-Ракочевић (2007), указује да је основни циљ емитената реализација инфраструктурних пројеката, истичући важност постојања нормативне номинклатуре на основу које ће се јасно дефинисати права и обавезе између емитента са једне и инвеститора са друге стране (Грујић и Ростока, 2017). Јединице локалне самоуправе могу искористити овакав начин финансирања за подизање животног стандарда и развој целокупне локалне заједнице (Перић, 2011; Царић, Мирковић и Коњикушић, 2015). Fabozzi и Feldstein у својој књизи „The Handbook of Municipal Bonds“ (2008), истичу да муниципалне обвезнице представљају релативно сигурну инвестицију и да приликом улагања у исте инвеститори нису изложени великим степеном ризика, јер су исте обезбеђене од стране емитента, односно целокупном имовином и буџетом са којим располаже једна јединица локалне самоуправе. Такође, Swianiewicz у раду „The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing-Risk and Rewards“ (2004), указује да се привлачност инвестирања у муниципалне обвезнице од стране инвеститора огледа у чињеници да су исте у већини случајева ослобођене плаћања пореских обавеза на капиталну добит. У условима кризе за једну локалну самоуправу од изузетне важности је одабир адекватног начина финансирања (Боричић, 1998). Управо одабиром муниципалних обвезница као начина финансирања, у односу на кредитно задужење, локална самоуправа има могућност задужења по значајно бољим условима (Божич и Тодоровић, 2009; Јовановић и Закић, 2008). У пракси се показало да се за овакав инструмент финансирања претежно опредељују привредно и административно развијеније јединице локалне самоуправе (Lee и сар., 2013). Са друге стране, мање развијеније јединице локалне самоуправе претежно се опредељују за кредитно задужење (Peterson, 2002). Поред тога, треба истаћи и регулаторне оквире земаља, који у многим ситуацијама могу бити ограничавајући фактор приликом доношења одлуке о задуживању (Chen & Zhao, 2021). На одељењу за финансије јединице локалне самоуправе је задатак да анализирајући финансијско тржиште

обезбеди средства по најповољнијој цени и што бољим условима отплате (Miller & Hildreth, 2007). Приликом доношења одлуке о начину задужења у релеватним литературама се истиче да локална самоуправа, односно њени политички представници морају да узму у обзир финансијске (фискалне), политичке и социоекономске детерминанте задуживања (Cropf & Wendel, 1998; Benito & Bastida, 2004; Balaguer-Coll, Prior & Tortosa-Ausina, 2016)

2. ОСНОВНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА КАО ИНСТРУМЕНТА ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНИХ САМОУПРАВА

Боричић (1998) истиче: „Муниципалне обвезнице јесу облигационоправне хартије од вредности које емитују нижи нивои државне власти, а са циљем прикупљања неопходних новчаних средстава“. Овакво дефинисање муниципалних обвезница, поменути аутор је посматрао са три аспекта. Прво, акценат је стављан на правну природу ових вредносних папира, односно како се у претходној дефиницији истиче облигационо-правна природа. Друго, у улози емитента као нижи нивои власти пре свега појављују се јединице локалне самоуправе. На крају се истиче и сама сврха емисије. У већини случајева јединице локалне самоуправе опредељују се за овакав начин финансирања ради реализације капиталних и инфраструктурних пројеката од значаја за даљи локални развој.

Основна обележја која издвајају муниципалне обвезнице од других хартија од вредности и других обвезница су (Митић, 2008):

1. Висок ниво сигурности који се везује за муниципалне обвезнице, а који се гарантује инвеститору. Поменута сигурност инвеститорима се гарантује приликом исплате камате и главнице. Она се може гарантовати приходима које ће емитент остварити реализацијом капиталног пројекта за чију намену је и извршена емисија, буџетом са којим локална самоуправа располаже, осигурањем од стране осигравајућих кућа, а у крајњој линији и покрићем обавезе од стране државе уколико локална самоуправа не може самостално измирити обавезе;
2. С обзиром да се ради о хартијама од вредности које носе са собом висок ниво гаранције, могућност њихове продаје, односно утрживости је јако велика. Инвеститори у сваком тренутку могу доћи до ликвидних средстава продајом обвезница на секундарном тржишту хартија од вредности. Ова карактеристика додатно повећава атрактивност ових хартија од вредности;
3. Већина држава нормативним оквирима дефинисало је значајне пореске олакшице које могу искористити инвеститори приликом куповине ових хартија од вредности. Поменуте пореске олакшице пре свега тичу се камате које убирају инвеститори. Исте камате нису у пореском третману за разлику од приноса неких других хартија од вредности. На тај начин муниципалне обвезнице доносе принос значајно већи од њиховог номиналног износа.

2.1. ПРЕДНОСТИ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У ОДНОСУ НА ДРУГЕ ВИДОВЕ ЗАДУЖЕЊА

На основу Закона о јавним набавкама („Сл. Гласник РС“ бр. 124/2012, 14/2015 и 68/2015), приликом емисије муниципалних обвезница локална самоуправа није у обавези да спроведе поступак јавних набавки. Ова чињеница донекле може утицати на одлуку локалне самоуправе приликом задужења. Ипак, на самој локалној самоуправи је да анализом постојећег тржишта одлучи да ли ће се одредити за емисију поменутих обвезница или ипак за кредитно задужење. Предности које локална самоуправа може остварити приликом емисије муниципалних обвезница могу значајно утицати на даљи развој локалне заједнице. Пре свега, ако узмемо искуства локалних самоуправа која су се до сада одредила на емисију муниципалних обвезница, можемо увидети да се издавањем ових вредносних папира може значајно уштедети. Уштеде се огледају у много бољим условима које локалне самоуправе могу остварити приликом емисије, за разлику од кредитног задужења (висина каматне стопе, рок доспећа). То нас доводи до закључка да је реч о јефтинијем инструменту задужења у односу на кредите.

Друга битна предност огледа се у чињеници да се муниципалним обвезницама у сваком тренутку може трговати. Инвеститори у сваком тренутку могу трговати на секундарном тржишту, што представља специфичност која се не може везати за кредит као могући вид задужења локалне самоуправе. Постоји велика база инвеститора којима се у сваком тренутку путем јавне емисије може понудити муниципалне обвезнице. Ова база обезбеђена је чињеницом да се ради о изузетно атрактивном финансијском инструменту који носи низ погодности за инвеститора.

Наравно, поред предности постоје и одређена ограничења која су специфична за овај финансијски инструмент. Поменуте хартије од вредности се и даље убрајају у релативно неразвијен финансијски инструмент. Такође, да би се целокупна емисија извршила неопходно је доста времена, а ризик од неуспешне емисије увек постоји. Неопходно је поменути да поред муниципалних обвезница и банкарских кредита, постоје јединице локалне самоуправе које су се одредиле да емитују муниципалне корпоративне обвезнице. За емисију ових хартија од вредности одлучивале су се локалне самоуправе у Кини. Специфичност ових обвезница јесте у томе што се у

улози емитента појављују локална државна финансијска предузећа, а као гарант се појављује локална самоуправа (Chen, He & Liu, 2017). За разлику од Кине у Русији велики значај имају федерални зајмови. Ови зајмови могу се тумачити као вид индиректне подршке виших нивоа власти локалним самоуправама, које карактерише значајно ниже каматне стопе и дужи рокови доспећа од банкарских кредита (Kurylundskaaya, 2013). Још једна од опција које користе претежно локалне самоуправе у европским државама јесте могућност издавања сертификата о учешћу (Johnson, 2004). На овај начин локална самоуправа може избећи компликоване поступке и високе трошкове који се везују за процес емисије обвезница. Ови сертификати познати су и још као лизинг хартије од вредности (Gorina, Joffe & Maher, 2018).

3. АНАЛИЗА КОРИСТИ ЕМИТЕНТА МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

Циљ овог сегмента рада јесте да се на методолошки прихватљив начин укаже на све релевантне чињенице у корист и против муниципалних обвезница као дужничких хартија од вредности. Пре него што идентификујемо све релевантне чињенице, потребно је разврстати користи са становишта субјекта који учествује у овом облигационо-правном односу. Ослањајући се на претходно наведену чињеницу, прво ћемо се осврнути на користи и ризике са којима се може сусрести потенцијални емитент ових хартија од вредности. Овакав приступ нам омогућава објективно сагледавање свих, пре свега погодности које се вежу за муниципалне обвезнице.

3.1. БЕНЕФИТИ ОД ЕМИТОВАЊА МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

Муниципалне обвезнице су дужничке хартије од вредности које имају облигационо-правно дејство, где се као субјекти правног посла појављују емитент обвезница и купцу обвезница, а које се издају ради задовољења потреба емитента у погледу прикупљања новчаних средстава за реализацију одређених пројеката (Лабудовић-Станковић, 2015).

Једна од посебних погодности муниципалних обвезница јесте та што је утврђена процедура емитовања праћена одговарајућом регулативом. Веома је битно да све буде испоштовано, како би емисија могла да се реализује на планиран начин (Божић и Тодоровић, 2009). У питању је процес који је посебно правно регулисан. Уколико је поступак емитовања утврђен од стране државе, онда је то знак да је тржиште довољно развијено (Митић, 2008). Уколико се подиже кредитни рејтинг емитента обвезнице, онда је то свакако погодност за њега. Кредитни рејтинг подразумева анализу која је независна и која обухвата економске показатеље којима се указује на степен ризика који пословање емитента носи са собом. Свака успешно реализована емисија, позитивно делује на рејтинг. Локални буџет је исто тако фактор који утиче на рејтинг. Уколико је кредитни рејтинг виши, то значи да је економска политика пожељнија.

Како би јединица локалне самоуправе могла успешно да обави процес емитовања муниципалних обвезница, она мора да има и потребне капацитете. Мисли се и на административне елементе, али и на кадровске. Ови ресурси се морају проценити. Исто тако је битно да постоји и одговарајући ниво савремених информационих технологија. Уколико се уочи да постоје одређени недостаци у смислу ресурса, битно је да се делује на њихово отклањање, како би целокупан процес могао успешно да се реализује до краја. С друге стране, ако се утврде позитивни резултати, онда ће то бити потврда да општина или град располаже са довољним и потребним капацитетима. Овај процес се може сврстати у бенефите од емитовања муниципалних обвезница (Дугалић и Стојковић, 2014).

Након што се дефинише ниво потребних ресурса, битно је да се ангажује финансијски саветник. Он у великој мери може да преуреди целокупан процес емисије муниципалних обвезница. Уколико поседује довољна знања, вештине, информације, целокупан процес може бити реализован успешније. Расположиве информације се користе у бројне сврхе, као што су планирање буџета, контрола трошкова итд. (Јанковић, 2012).

Избор начина продаје обвезница је посебно важан. Емитент мора одлучити о најбољем виду продаје. Постоје три опције које се јављају приликом доношења одлука, а то су: јавна продаја уз помоћ тендера, продаја путем преговарања и приватни пласман (Fabozzi & Feldstein, 2008). Фактори који имају посебан утицај на доношење одлуке јесу вредност емисије и стање у оквиру тржишта. Мала вредност емисије подразумева и мању заинтересованост, па то указује на значај доношења одлуке о томе да би она требало да се реализује коришћењем приватног пласмана. Уколико се ради о емисијама које су веће вредности, продаја би требало да се реализује путем тендера или путем преговора.

Уколико јединица локалне самоуправе доноси одлуку о емисији обвезница, онда она може да купи те емитоване обвезнице пре рока доспећа код повериоца. Тако је емитент у могућности да испланира дуг, на основу обвезница које су емитоване и да га умањи. Ово је једна од посебних предности муниципалних обвезница (Worlington, 2010).

Један од привилегованих аспеката овакве врсте задужења, представља могућност одређивања временског момента када ће дуг бити исплаћен по основу емитованих обвезница. Могућност дефинисања рока доспећа муниципалних обвезница на наплату искључиво је на самом емитенту. Емитент дефинише рок у складу са препорукама и дефинисаним интересима. Када би ово упоредили са кредитним задужењем, увидели би да се код оваквог облика задужења рок враћања дуга договара са банком, а општина или град нема простора за уговарање рока који је њиховом интересу за разлику од рока који се дефинише код емитованих обвезница.

Уколико би се општина или град одлучио на закључивање уговора о кредиту са инвестиционом банком, сем могућности да се уговори траже на јавни увид, јавност има ограничену доступност информацијама од значаја за тај кредитни аранжман. Управо из тих разлога, транспарентност процеса емитовања муниципалних обвезница представља један од најважнијих бенефита. Транспарентност процеса не оставља много простора за евентуалне “манипулације“, а сем тога процес подразумева и откривање значајних сегмената у пословању општине или града, што може бити супротно интересима носилаца власти. Ово уједно може бити и један од негативних фактора који ограничава увећани обим емисије ове врсте обвезница у Србији.

Веома је битно да се адекватно идентификују потребе становништва и да се средства од емитовања усмере баш ка тим потребама. Адекватним реализовањем законских процедура, поступака и поштовањем одлука које су доношене, уважавајући све чиниоце који имају утицај на овај процес, може се остварити свака од предности које емитовање муниципалних обвезница носи са собом (Swianiewicz, 2004). Радње и поступци, субјекти који су одговорни, регулаторна тела, доступност информација, контрола и надзор Народне Банке Србије и Комисије за хартије од вредности, само су неки од чинилаца који утичу на смањење могућности настанка коруптивних или других незаконитих радњи у вези са емитовањем обвезница. Овај вид контроле, дефинисане процедуре, као и субјекти који су надлежни за спровођење предвиђених радњи, није препознат у другим модалитетима задуживања. Из тих разлога велики број пројеката финансираних средствима која су прикупљена емисијом муниципалних обвезница, били су и реализовани.

Основна начела одрживости једне локалне самоуправе јесу: еколошка, социјална, културна и економска одрживост. Економска одрживост односи се на економски развој који карактерише трошкова учинковитост и ефикасно управљање расположивим ресурсима на начин да их могу користити и будуће генерације (Angelevska-Najdeska & Rakicevik, 2012). Управо претходно објашњене користи указују да локална самоуправа одабиром оваквог начина финансирања може значајно утицати на реализацију капиталних пројеката који могу имати велику корист за даљи економски развој.

4. РЕЗУЛТАТИ РАДА И ЗАКЉУЧЦИ

У овом делу рада аутори су се базирали на истраживање тржишта муниципалних обвезница у Републици Србији, Републици Хрватској и Републици Српској. Жели се приказати који су се градови, општине и локалне самоуправе определиле за овакав начин финансирања, колики је износ емисије, под којим условима је извршена емисија и која је намена исте.

Табела 1: Вредност емисије муниципалних обвезница у градовима и општинама у Републици Србији

Градови и општине	Доспеће (године)	Валута	Износ	Каматна стопа	Намена
Нови сад	12	РСД	3.500.000.000	6,20%	Изградња канализационе мреже; Изградња Булевара Европе
Шабац	7	РСД	400.000.000	6%	Комплетни радови на изградњи затвореног базена
Панчево	7	РСД	107.000.000	7,45%	Комунална инфраструктура
Општина Стара Пазова	5	РСД	125.000.000	6%	Финансирање инфраструктурних пројеката
Општина Лакташи	6	КМ	10.000.000	5,75%	Изградња спортске хале
Град Бања Лука	3	КМ	7.000.000	5,75%	Изградња моста
Општина Градишка	6	КМ	2.700.000	6,00%	Изградња спортске хале
Општина Бијељина	10	КМ	11.000.000	6,75%	Инфраструктурни објекти
Општина Брод	10	КМ	4.000.000	6,75%	Изградња спортске хале и градске пијаци
Општина Источни Стари Град	10	КМ	600.000	6,00%	Оснивање комуналног предузећа и набавка опреме
Општина Котор Стара Варош	10	КМ	4.500.000	5,00%	Инфраструктурни објекти

Општина Србац	20	КМ	1.500.000	5,00%	Инфраструктурни објекти
Општина Лопаре	10	КМ	422.500	6,75%	Путна инфраструктура
Општина Кнежево	20	КМ	5.600.000	6,00%	Финансирање доспелих обавеза
Општина Нови Град	15	КМ	2.000.000	6,25%	Реконструкција главне улице и финансирање доспелих обавеза
Општина Костајница	15	КМ	1.800.000	6,00%	Рефинасирање неповољних кредита и инфраструктурни објекти
Зворник	10	КМ	3.000.000	6,75%	Реконструкција спортске дворане
Осмаци	7	КМ	350.00	6,75%	Санирање буџетског дефицита и капиталне инвестиције
Петрово	10	КМ	400.000	6,00%	Финансирање комуналног предузећа „Вода“
Шипово	10	КМ	1.700.000	7,00%	Изградња спортске дворане и административног центра
Трново	15	КМ	850.000	6,00%	Куповина имовине предузећа „Зрак“
Истарска жупанија	2,5	ДЕМ	2.000.000	11%	Комунална инфраструктура
Истарска Жупанија	Серија А: 2 год. Серија Б: 3 год.	ХРК	10.000.000	7%	Финансирање дуга болнице у Пули
Опатија	4	ХРК	14.000.000	8,50%	Комунална инфраструктура
Копривица	7	ХРК	60.000.000	6,50%	Комунална инфраструктура и спортски објекат
Задар	7	ЕУР	18.500.000	5,50%	Спортска дворана и базен
Ријека	10	ЕУР	24.574.513	4,13%	Спортски центар са базеном
Сплит	7	ЕУР	8.000.000	4,56%	Културни и атлетски објекти и комунална инфраструктура
Винковци	10	ХРК	42.000.000	5,50%	Културно-пословни центар са базеном
Осијек	10	ХРК	25.000.000	5,50%	Ревитализација градског трга
Сплит	8	ЕУР	8.100.000	4,75%	Капитални пројекти
Сплит	7	ЕУР	8.200.000	6%	Капитални пројекти

Извор: Аутори, на основу: Смернице за издавање муниципалних обвезница, 2015. година; ХАНФА Квартални билтен ИИИ/2010, 2010. година; Инвестиционо развојни фонд Црне Горе, 2020. година; Бањалучка берза, 2021 година.

На основу претходне табеле можемо да закључимо да су се општине, односно локалне самоуправе у Републици Хрватској и Републици Српској више ослањале на финансирање својих потреба емисијом муниципалних обвезница него што је реч са општинама на територији Републике Србије. Први град у Србији који се одлучио на овакав вид финансирања је Нови Сад. Треба напоменути да се Нови Сад одлучио да целокупну емисију изврши унапред познатом инвеститору, односно емисију путем приватног пласмана. За разлику од Новог Сада, Град Шабац се определио за емисију путем јавног пласмана, омогућавајући физичким лицима да учествују у куповини обвезница. Поред ова два града у процес емисије упустио се и Град Панчево и општина Стара Пазова. Намена код све четири емисије била је финансирање инфраструктурних пројеката.

Прва општина у Републици Српској која се одлучила на емисију муниципалних обвезница јесте општина Лакташи. Крајем 2008. године општина је извршила емисију путем јавне понуде по каматној стопи од 5,75%. Износ емисије био је 10 милиона конвертибилних марака, док је намена била изградња спортске хале. Након поменуте општине, емисију извршава Град Бања Лука у износу од 7 милиона конвертибилних марака. За разлику од емисије коју је спровела општина Лакташи чије доспеће је дефинисано на 6 година, рок доспећа ове емисије је 3 године. Убрзо након ове две емисије и остали градови у Републици Србији су се одлучили за издавање муниципалних обвезница, као што се може видети у табели 1. Каматне стопе у зависности од емисије кретале су се у опсегу од 5,75% до 7%, док се рок доспећа кретао од 3 до 20 година. Средства прикупљена емисијом претежно су се користила за изградњу инфраструктурних пројеката, односно путева и спортских хала. Одређена средства користила су се и за санацију буџетских дефицита и оснивање јавних предузећа. Као значајан инвеститор, односно купац муниципалних обвезница на овом тржишту издвојила се Инвестициона развојна банка Републике Српске, која је у многоме утицала да се поменуте емисије реализују на адекватан начин. Учешће осталих фондова, осигуравајућих кућа, банака и становништва било је скромно.

У Републици Хрватској нормативним оквиром из 1993. године (Закон о финансирању локалне и регионалне самоуправе), обезбеђени су услови за емисију муниципалних обвезница од стране локалних самоуправа. Управо на основу поменутог закона, Истарска жупанија одлучила је да 1995. године изврши емисију у вредности од 2 милиона немачких марака. На тај начин, први пут на Загребачкој берзи појавиле су се обвезнице овог типа са којима се могло трговати и на секундарном тржишту капитала. Након 2 године иста жупанија одлучила се на емисију још две серије обвезница. Вредност ових серија износила је 10 милиона куна, а основна сврха обезбеђених финансијских средстава била је финансирање дуга болнице у Пули. Овакве прве емисије на Загребачкој берзи показале су да су муниципалне обвезнице јако исплатив финансијски инструмент, не само за емитента већ и за инвеститоре. Још један пример повољнијег вида задуживања забележен је код града Опатије. Поменути град путем емисије успео је да обезбеди финансијска средства по каматној стопи од 8,5% на годишњем нивоу, а у истом периоду град се суочавао са кредитним задужењем код комерцијалне банке по каматној стопи од 12% годишње. Такође, треба истаћи да се на Загребачкој берзи од 2006. до 2013 године, трговања на секундарном тржишту забележно је само са обвезницама града Сплита.

Треба поменути још и да је Никшић прва општина у Црној Гори која се одлучила да емитује муниципалне обвезнице средином 2006. године. Сврха емитовања била је финансирање и изградња инфраструктурних објеката, а вредност емисије била је милион евра. Рок доспећа био је 10 година, уз дефинисану годишњу каматну стопу од 3%. Обвезнице су листиране на А листингу Монтенегро берзе, остварујући могућност трговине са истим на секундарном тржишту хартија од вредности. Убрзо након ове емисије и друге општине у Црној Гори се одлучују за овај корак. Тржиште капитала у Црној Гори карактерише једна специфичност. Ова специфичност односи се на примарно тржиште обвезница које је иницирао Инвестициони развојни фонд Црне горе, који у свом портфељу има и велики број других обвезница и хартија од вредности (Закон о финансирању локалне самоуправе).

Истраживање које је спроведено у раду, на основу теоријских података који су коришћени као основ теоријског дела истраживања, као и емпиријског истраживања обухватило је анализу реализованих емисија муниципалних обвезница у Републици Србији и у земљама региона. Истраживањем је обухваћено појмовно дефинисање муниципалних обвезница, узимајући у обзир њене специфичности и основне карактеристике, а посебан акценат је стављен на банефите које емисија може донети самом емитенту. У делу рада који се бави специфичношћу муниципалних обвезница, закључили смо да су муниципалне обвезнице дужничке хартије од вредности које издају јединице локалне самоуправе са главним циљем прикупљања неопходних новчаних средстава ради финансирања претежно капиталних пројеката од значаја за развој одређеног града или општине. Потврђено је да се ради о хартијама од вредности које са собом носе низ погодности за емитента. Поред тога, детаљном анализом различитих тржишта капитала, утврђено је да се муниципалне обвезнице издају на период од три до двадесет година. Ради утврђивања нивоа развијености тржишта муниципалних обвезница спроведено је истраживање које је обухватило градове и општине у Србији и у земљама региона, која су извршили емисију муниципалних обвезница. На основу броја градова који су извршили емисију у Србији, можемо закључити да је тржиште муниципалних обвезница у Србији мање развијено него што је случај са тржиштима земаља у региону. Оно што треба нагласити да су у Србији постојале значајна законска ограничења која су спречавала даљи развој тржишта муниципалних обвезница, а иста су отклоњена тек крајем 2011. године изменама и допунама постојећих закона. Закључак је да се градови и општине у Србији морају додатно информисати у вези свих бенефита оваквог облика задуживања. Иницијатива би требала да буде покренута од стране ресорног министарства. Поред тога изузетно је важно да једна локална самоуправа приликом одлуке о начину финансирања узме у обзир не само фискалне и финансијске детерминатне задуживања, већ и политичке и

социоекономске. На развијеним тржиштима капитала ове хартије од вредности су се показале као истински генератор развоја градова и општина. Нажалост, Србија је једна од последњих држава у региону која је започела са емитовањем ових обвезница.

РЕФЕРЕНЦЕ

- Angelevska-Najdeska, K., & Rakicevik, G. (2012). Planning of sustainable tourism development, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, (44): 210-220.
- Balaguer-Coll, M. T., Prior, D., & Tortosa-Ausina, E. (2016). On the Determinants of Local Government Debt: Does One Size Fit All? *International Public Management Journal*, 19 (4): 513-542.
- Banjalučka berza, Preuzeto sa: www.blberza.com
- Barjaktarević-Rakočević, S. (2007). Uloga banaka na tržištu municipalnih obveznica - primer Srbije, *Pravni život*, (12): 985-996.
- Benito, B., & Bastida, F. (2004). The determinants of the municipal debt policy in Spain. *Journal of Public Budgeting, Accounting & Financial Management*, 16 (4): 492-525.
- Boričić, D. (1998). Obveznice kao izvor finansiranja, *Računovodstvo i finansije: časopis za pitanja računovodstva, finansija, obračuna, kontrole i revizije*, ISSN: 0354-9712.- 2, (8), 119-124.
- Božić, D., & Todorović, T. (2009). Analiza rizika i činioca ulaganja u obveznice, MIR: Menadžment, inovacije, razvoj: naučno-stručni časopis = Management, Inovation, Development: *Journal for Scientists and Engineers*, ISSN: 1452-8800.- God. 4, br. (13): 3-12.
- Carić, M., Mirković, P., & Konjikušić, M. (2015). Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv, *članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24.-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu*, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region, 33-43.
- Chen, Y., & Zhao, Z. J. (2021). The rise of green bonds for sustainable finance: Global standards and issues with the expanding Chinese market. (52).
- Chen, Z., He, Z., & Liu, C. (2017). The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes. *Journal of Financial Economics*, 137 (1): 42-71
- Cropf, R.A., & Wendel, G.D. (1998). The determinants of municipal debt policy: a pooled timeseries analysis. *Environment and Planning C: Government and Policy*, 16 (2): 211-224.
- Dafflon, B. & Beer-Toth, K. (2009). Managing Local Public Debt in Transition Countries: An Issue of Self-Control. *Financial Accountability and Management*, 25 (3): 305-333.
- Dugalić, V., & Stojković, D. (2014). Municipalne obveznice kao izvor finansiranja, *članak: ilustr.: Stanje i perspektive ekonomskog razvoja grada Kragujevca*, 535-545.
- Džidić, M. (2008). Obveznice u funkciji razvoja tržišta kapitala, *članak: Zbornik radova Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse: šesto međunarodno savjetovanje*, Neum, 20, 21 i 22. lipnja 2008. godine, 273-288.
- Fabozzi, F.J., & Feldstein, S.G. (2008). The Handbook of Municipal Bonds, *John Wiley and sons*, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.
- Gianakis, G. A. & McCue, C. P. (1999). Local Government Budgeting: A Managerial Approach. Westport, CT: Praeger.
- Gorina, E., Joffe, M., & Maher, C. (2018). Using Fiscal Ratios to Predict Local Fiscal Distress. Mercatus Working Paper. *Arlington, VA: Mercatus Center at George Mason University*. Retrieved from: <https://www.mercatus.org/system/files/gorina-fiscal-ratios-mercatus-working-paper-v1.pdf>
- Grujić, M., & Rastoka, J. (2017). *Emisija dužničkih hartija od vrijednosti u funkciji održivog razvoja lokalnih zajednica*. 7(4): 39.
- HANFA – Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, Kvartalni bilten III/2010
- Hoskisson, R., Eden, L., Chung Ming, L., & Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of management journal* 43, no. 3 (2000), (43): 249-267.
- Investiciono razvojni fond Crne Gore, Preuzeto sa: <https://www.irfcg.me/me/>
- Janković, D. (2012). Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta, *stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija*. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

- Johnson, C. L. (2004). E-Government Financial Management Models. In: Khan, A. & Hildreth, W. B. (Eds.) *Financial Management Theory in the Public Sector*. Westport, CT: Praeger Publishers, 207-222.
- Jovanović, A., & Zakić, N. (2008). Tržište municipalnih obveznica – neka uporedna iskustva, *Ekonomika*, vol. 54, (5-6): 88-100.
- Kurlyandskaya, G. (2013). Russian Federation: Development of Public Finances and Subnational Debt Markets. In: Canuto, O. & Liu, L. (Eds.) *Until Debt Do Us Part: Subnational Debt, Insolvency, and Markets*, Washington, DC: World Bank, 455-493.
- Labudović-Stanković, J. (2015). Municipalne obveznice kao način finansiranja jedinica lokalne samouprave sa osvrtom na Republiku Srbiju, *Zbornik referata sa Međunarodnog naučnog skupa održanog 8. maja 2015. godine, na Pravnom fakultetu u Kragujevcu*, 223-234.
- Lee, R. D., Johnson, R. W. & Joyce, P. G. (2013). *Public Budgeting Systems*. Burlington, MA: Jones & Bartlett Learning.
- McKinney, J. B. (2015). *Effective Financial Management in Public and Nonprofit Agencies*. Santa Barbara, CA: Praeger.
- Miller, G. J., & Hildreth, W. B. (2007). Local Debt Management. In: Shah, A. (ed.) *Local Public Financial Management*. The World Bank, Washington, DC, 109-155.
- Mitić, A. (2008). Mogućnost emitovanja municipalnih obveznica u Srbiji i nužnost unapređenja finansijskog sistema – praktična i zakonska ograničenja, *Pravni život*, vol. 57, (12), 865-876.
- Perić, M. (2011). Municipalne obveznice kao instrument fiskalne decentralizacije i približavanja Evropskoj uniji, *Poslovna ekonomija: časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije = Business economics : magazine for business economics, entrepreneurship and finance*, ISSN: 1820-6859.- god. 5, (1): 273-282.
- Peterson, G. (2002). Banks or Bonds? Building a Municipal Credit Market. *The Urban Institute, Washington, DC*. Retrieved from: <https://www.oecd.org/greengrowth/21559374.pdf>
- Swianiewicz, P. (2004). *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.
- Welsh, D. H., Alon, I., & Falbe, C. M. (2006). An examination of international retail franchising in emerging markets. *Journal of small Business management*, (1): 44.
- Worlington, J. (2010). *Municipal bonds – Comparative Analysis*, European economic researche.
- Zakon o finansiranju jedinica lokalne samouprave i uprave (Broj:PA4-151/1-93. – Zagreb, Hrvatska)
- Zakon o finansiranju lokalne samouprave "Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 47/2011, 93/2012, 99/2013 - usklađeni din. izn., 125/2014 - usklađeni din. izn., 95/2015 - usklađeni din. izn., 83/2016, 91/2016 - usklađeni din. izn., 104/2016 - dr. zakon, 96/2017 - usklađeni din. izn., 89/2018 - usklađeni din. izn., 95/2018 - dr. zakon, 86/2019 - usklađeni din. izn., 126/2020 - usklađeni din. izn., 99/2021 - usklađeni din. izn. i 111/2021 - dr. zakon)
- Zakon o finansiranju lokalne samouprave, (Sl. gl. RCG br. 42/03, 44/03)
- Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 91/2019)
- Zakon o javnom dugu ("Sl. glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009, 78/2011, 68/2015, 95/2018, 91/2019 i 149/2020).
- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske (Sl. Gl. Broj: 71/12)