



UNIVERZITET SINGIDUNUM

DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE I MEĐUNARODNU SARADNJU

MASTER STUDIJE: POSLOVNI FAKULTET

MASTER RAD

Municipalne obveznice u Republici Srbiji

Mentor

Prof. dr Zoran Jeremić

Student

Ivan Stamenković 400365/2011

Beograd, 2015.

“Master rad posvećujem čoveku koji mi je bio najveća podrška u životu i koga nikad neću zaboraviti, svom voljenom deki Nikoli Tomiću. Hvala ti deko, Master rad je za tebe!”

Sadržaj:

UVODNA RAZMATRANJA	5
Predmet i polazišta istraživanja	8
Značaj i aktuelnost istraživanja	8
Cilj istraživanja.....	8
Metode istraživanja i tehnike prikupljanja podataka.....	9
Metode i tehnike prikupljanja podataka.....	9
Hipoteza istraživanja.....	10
Struktura rada.....	10
PRVI DEO:	12
MUNICIPALNE OBVEZNICE	12
1.1 Pojam obveznica.....	13
1.2 Određivanje vrednosti obveznice	14
1.3 Municipalne obveznice	15
1.4 Rizici ulaganja u municipalne obveznice	18
1.4.1 Tržišni rizik	18
1.4.2 Regulatorni rizik	18
1.4.3 Operativni rizik	19
DRUGI DEO:.....	20
USPOSTAVLJANJE TRŽIŠTA MUNICIPALNIH OBVEZNICA U REPUBLICI SRBIJI.....	20
2.1 Pravni okvir za zaduživanje opština.....	21
2.1.1 Zakon o tržištu kapitala („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011)	21
2.1.2 Zakon o javnom dugu („Sl. glasnik RS“, br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011).....	32
2.2 Zaduzivanje lokalnih samouprava na finansijskom tržištu Srbije.....	37
2.2.1 Uloga međunarodnih finansijskih institucija.....	37
2.2.2 Uloga domaćih komercijalnih banaka	39
2.3 Pregled zaduženja lokalnih samouprava i potencijal za zaduživanje.....	40
2.4 Potrebni resursi za realizaciju emisije municipalnih obveznica.....	45
2.4.1 Kadrovski resursi	45
2.4.2 Tehnički resursi.....	46
2.4.3 Finansijski resursi	46
2.5 Vremenski okvir projekta emisije municipalnih obveznica	48
TREĆI DEO:.....	50

POTENCIJALNI INVESTITORI U MUNICIPALNE OBVEZNICE	50
3.1 Stavovi i očekivanja potencijalnih investitora.....	51
3.2 Investicioni potencijal investitora u municipalne obveznice.....	52
3.2.1 Osiguravajuća društva	52
3.2.2 Društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima.....	55
3.2.3 Društva za upravljanje investicionim fondovima	57
3.2.4 Komercijalne banke	61
3.2.5 Fizička lica kao investitori u municipalne obveznice.....	61
ČETVRTI DEO:	64
ISKUSTVA GRADOVA KOJI SU EMITOVALI MUNICIPALNE OBVEZNICE	64
4.1 Emisija obveznica grad Novi Sad.....	66
4.2 Emisija obveznica grad Pančevo	68
4.3 Emisija obveznica grad Šabac	70
4.3.1 Informacije o municipalnim obveznicama	70
4.3.2 Prikaz kamatne stope, obračuna i isplate kamate i glavnice, prinosa obveznica	71
4.3.3 Rizici obveznica grada Šapca.....	71
4.3.4 Javna ponuda obveznica grada Šapca.....	75
4.3.5 Uslovi ponude	76
4.3.6 Ishod javne ponude i emisije obveznica grada Šapca.....	77
4.3.7 Uključenje obveznica Šapca na organizovano tržište beogradske berze.....	78
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA	80
LITERATURA.....	83

UVODNA RAZMATRANJA

U vremenu kada se dešavaju velike promene na finansijskom tržištu, kada se veliki novac stvara i nestaje u kratkom vremenskom periodu, način pribavljanja sredstava na tržištu kapitala i pronalaženje investitora za finansiranje investicionih i razvojnih projekata u Srbiji predstavlja veoma aktuelno i kompleksno pitanje.

Činjenica da je određena grupa investitora u ovim turbulentnim vremenima prošla mnogo bolje od velikog broja drugih, nameće pitanje, kako vratiti izgubljeno poverenje ovih investitora i ponovo ih zainteresovati za nova ulaganja?

Finansiranje, odnosno pribavljanje sredstava za opštinske budžete, njihove projekte i njihov razvoj, predstavlja trenutno jedan od najvažnijih i najaktuelnijih problema na finansijskom tržištu Srbije. Možemo reći da je to jedan od problema koji su od presudnog značaja za dalji razvoj i napredak domaćeg finansijskog tržišta. Nedostatak sredstava za finansiranje razvoja opština direkto utiče na dalji uspešan razvoj privrede i privrednika.

Možemo reći da je manjak sredstava prouzrokovao recesijom i ekonomskom krizom i da značajno usporava napredak i razvoj srpskih opština i privrede.

Bankarski krediti, veoma ograničena sredstva Fonda za razvoj Republike Srbije, i određene donacije i programi Evropske unije gotovo da su jedini izvori sredstava za finansiranje njihovih projekata.

Sa druge strane tržište dužničkih hartija od vrednosti je potpuno nerazvijeno. Postoji nekoliko razloga koji bi mogli to objasniti. Kao jedan od najvažnijih, mogao bi se izdvojiti taj što je razvoj berzanskog tržišta tj. tržišta hartija od vrednosti Srbije prekinula svetska ekonomska kriza samo nekoliko godina pošto je počelo da se razvija.

Naime, proces privatizacije i izlazak kompanija na beogradsku berzu počeo tokom prvih godina 21 veka, da bi se prvi investicioni fondovi pojavili tek 2007. godine. U tom vremenskom periodu profesionalni investitori imali su mogućnost ulaganja najveći delom u akcije, zatim dužničke hartije od vrednosti emitovanih od strane NBS i Republike Srbije, dok municipalnih obveznica nije bilo.

Podsticanje finansiranja privrednog sektora emisijom municipalnih obveznica imalo bi višestruki značaj. Naime, ako bi jačanje tržišta municipalnih obveznica delimično izazvalo smanjenje uloge kreditnih poslova komercijalnih banaka, sasvim sigurno bi podstaklo niz ostalih uslužnih bankarskih poslova. Što znači da nikako ne bi došlo do smanjivanja uloge banaka, već

diversifikaciji njihovog poslovanja. Na taj nači bi se povoljno uticalo na razvoj investicionog bankarstva u Srbiji.

Razvoj tržišta municipalnih obveznica značio bi profesionalnim investitorima. S obzirom na to da trenutno za investiranje imaju na raspolaganju akcije kompanija, obveznice izdate od strane NBS, kvalitetne dužničke hartije od vrednosti – municipalne obveznice, kojima se može trgovati na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, su im itekako neophodne. Postoji veliko interesovanje za pomenutim hartijama jer bi značajno podstakle investicije i olakšale diversifikaciju portfolija.

Razvoj ovog, za Republiku Srbiju, novog tržišta municipalnih obveznica je veoma bitno. Sa tim bi se ponovo pokrenuo i razvoj Beogradske berze a takođe svest i interesovanje malih investitora (fizičkih i pravnih lica) bi rasla.

U našem radu biće predstavljene municipalne obveznce, analizirano je i predstavljeno trenutno stanje na tržištu municipalnih obveznica u Srbiji, sa osvrtom na pravnu regulativu koja se odnosi na uspostavljanje ovog tržišta. Prikazaćemo model po kome bi opštine mogle da pribavljaju sredstva emisijama municipalnih obveznica i na taj način da finansiraju svoje projekte.

Predmet i polazišta istraživanja

„Naučni rad, odnosno naučno mišljenje je samo jedan specifičan način razmišljanja i promišljanja, a cilj mu je da bude istinito – istinoidno“¹.

Predmet našeg rada jeste analiza mogućnosti i uslova emitovanja municipalnih obveznica u Republici Srbiji. Analiziran je segment finansijskog tržišta Srbije koji se prvenstveno odnosi na dužničke hartije od vrednosti, kao i postojeći uslovi prema kojima se opštine mogu zaduživati. Takođe, urađena je i analiza opština koje su do sada emitovale municipalne obvezice i na taj način prikupile sredstva za finansiranje poslovanja.

Procesi ekonomskih, političkih i društvenih reformi u celom svetu neprekidno traju. Na finansijskim tržištima razvijenih ekonomija te reforme su počele pre četiri decenije, dok na našim prostorima traju poslednjih deset godina i prema svim pokazateljima trajaće i dalje. Upravo ova dešavanja, brojna literatura iz oblasti ekonomije, finansija i bankarstva predstavljaju osnovna polazišta za izradu ovog rada.

Značaj i aktuelnost istraživanja

Finansiranje lokalnih samouprava i obezbeđivanje što povoljnijih sredstava predstavlja jedan od najvažnijih zadataka u procesu upravljanja municipalom. U svakom trenutku potrebno je naći najpovoljnijeg investitora za nove projekte ili za nadgradnju postojećih. Na srpskom finansijskom tržištu trenutno su bankarski krediti najzastupljeniji način finansiranja, gotovo jedini ukoliko izuzmemo određena sredstva evropskih fondova. Ta činjenica pokazuje koliko je značajna i aktuelna tema kojom se naš rad bavi. Emitovanje municipalnih obveznica je jedan od načina kojim opštine mogu doći do jeftinijih i povoljnijih sredstava na finansijskom tržištu.

Cilj istraživanja

Naučni cilj istraživanja predstavlja naučni opis mogućnosti i uslova emitovanja municipalnih obveznica, njihovoj ulozi i važnosti za razvoj finansijskog tržišta Srbije.

¹Miljević Milan, „Metodologija naučnog rada“, Filozofski fakultet – Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale, 2007. godina str. 10

Sa stanovišta društvenog cilja, istraživanje bi trebalo opštinama tj. lokalnim samoupravama, profesionalnim i individualnim investitorima da pomogne u preciznom i potpunom razumevanju karakteristika municipalnih obveznica, kao i novim mogućnostima koje mogu uneti na finansijsko tržište Srbije.

Metode istraživanja i tehnike prikupljanja podataka

*“Metodologija je nauka o metodama, dio logike koji se bavi proučavanjem saznanjih metoda”.*²

Metod (lat. – methodus) označava način istraživanja (način, put, postupak koji upotrebljavamo da bismo došli do saznanja, da bismo otkrili ili izložili naučnu istinu) koji se primenjuje u nekoj nauci.³

Od osnovnih metoda istraživanja u našem radu korišćeni su sledeći:

1. Osnovni analitički metodi (metod analize, metoda apstrakcije, metoda specijalizacije i metoda dedukcije)
2. Osnovne sintetičke metode (sinteza, konkretizacija, generalizacija i indukcija)
3. Hipotetičko-deduktivna metoda
4. Komparativna metoda
5. Statistička metoda

Metode i tehnike prikupljanja podataka

Radi se o metodama kojima se koristimo u prikupljanju podataka. Tehnike istraživanja predstavljaju sistematsko i svrsishodno jedinstvo postupaka i instrumenta. Ovaj deo podrazumeva: ocenu, sređivanje, obradu podataka i zaključivanje na osnovu njih.⁴ Od svih tehnika prikupljanja podataka najviše su korišćene sledeće metode:

- Studija slučaja – u radu je urađena studija slučaja lokalnih samouprava tj. gradova Novi Sad, Pančevo i Šabac kao prvih emitenata municipalnih obveznica.

²Isto, str.12

³Miljević Milan, „Metodologija naučnog rada“, Filozofski fakultet – Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale, 2007. godina str. 13

⁴Isto, str., 190

- Analiza sadržaja i posmatranja dokumenata – ovaj metod korišćen je tokom sagledavanja i analiziranja različitih izveštaja objavljenih od strane državnih institucija (npr. Narodne banke Srbije, Centralnog registra HoV, Komisije za HoV, prospekti opština)

Hipoteza istraživanja

Glavna hipoteza

Priroda ekonomskog, političkog i pravnog sistema definiše mogućnosti stvaranja uslova za emitovanje municipalnih obveznica na finansijskom tržištu Srbije.

Posebne hipoteze

- Pravna regulativa u Srbiji omogućava nesmetane i jasno definisane uslove za emisije municipalnih obveznica, kao i investicije u municipalne obveznice.
- Lokalne samouprave u Srbiji retko prikupljaju sredstva za finansiranje svog poslovanja emitovanjem municipalnih obveznica, što ovo tržište čini nerazvijenim.

Struktura rada

Rad se sastoji iz četiri celine koje predstavljaju prikaz mogućnosti i trenutnog stanja na tržištu municipalnih obveznica u Republici Srbiji.

Prvi deo rada obuhvata definisanje municipalnih obveznica, modele vrednovanja rizike ulaganja. Kroz opis municipalnih obveznica prikazaćemo koje su prednosti investiranja i finansiranja projekata emisijom municipalnih obveznica.

Drugi deo rada obuhvata analizu uspostavljanja tržišta municipalnih obveznica kroz prikaz pravne regulative koja se odnosi na tržište dužniških hartija od vrednosti i zaduživanje lokalnih samouprava na finansijskom tržištu Srbije. Analizirani su i predstavljeni delovi Zakona o tržištu kapitala i Zakona o javnom dugu koji se odnose na dužničke hartije od vrednosti. Predstavljeno je trenutno zaduživanje (iznos i struktura javnog duga) lokalnih samouprava, kod kojih se sve finansijskih institucija i po kojim uslovima lokane samouprave zadužuju kao i potencijal za dalja zaduživanja. Takođe, opisani su potrebni resursi i aktivnosti koje treba sprovesti prilikom realizacije emisije municipalnih obveznica.

Treći deo rada opisuje potencijalne investitore u municipalne obveznice. Analizirani su profesionalni investitori (Osiguravajuća društva, Penzioni fondovi, Investicioni fondovi, Banke) i njihov investicioni potencijal u skladu sa zakonskim ograničenjima. Kao poseban segmen opisana su fizička lica kao potencijalni investitori u municipalne obveznice.

Četvrti deo rada obuhvata prikaz iskustva lokalnih samouprava koje su emitovale municipalne obveznice u Srbiji. Predstavljenje su emisije obveznica gradova Novi Sad, Pančevo i Šabac. Poseban akcenat je na analizi obveznica koje je grad Šabac emitovao iz razloga što je to prva emisije municipalnih obveznica u Srbiji putem javne ponude.

Na kraju rada slede zaključna razmatranja.

PRVI DEO: MUNICIPALNE OBVEZNICE

1.1 Pojam obveznica

Obveznica je finansijski instrument kojim se njen izdavalac (emitent, dužnik) obavezuje da u roku dospeća plati kupcu (investitoru) pozajmljeni iznos glavnice (Principal Value, Face Value, Par Value) sa kamatom.⁵

S obzirom na to da obveznice po pravilu imaju rok dospeća duži od godinu dana, po klasifikaciji finansijskih instrumenata svrstavaju se kao instrument tržišta kapitala.

Kao osnovna obeležja tj. karakteristike obveznica možemo izdvojiti sledeće:

1. **Nominalna vrednost** – predstavlja vrednost obveznice prilikom izdavanja. To je početna cena po kojoj se obveznica može kupiti. Nakon emisije najčešće vrednost obveznice je različita od njene nominalne vrednosti. Može biti manja ili veća od nominalne u zavisnosti od situacija i prilika na finansijskom tržištu.
2. **Kupon** – ukazuje na dobit koju će investitor ostveriti tokom trajanja obveznice. Drugačije se još može nazvati kamatna dobit, kupanska zarada ili nominalni prinos.
3. **Dospeće** – označava datum do kog obveznica važi odnosno datum njenog dospeća. Visina kamatne stope delimično zavisi od roka, jer su obveznice emitovane na duži rok rizičnije od onih koje su emitovane na kraći. Razlog za to je neizvesnost opstanka emitenta do momenta dospeća obveznice.
4. **Kreditni rizik** – predstavlja verovatnoću da emitent obveznice neće uspeti da isplati investitorima deo kamate ili glavnice. Kako bi nadomestili rizik kupci visoko rizičnih obveznica traže znatno veću kamatnu stopu.

⁵Jeremić Z., “Finansijska tržišta i finansijski posrednici“ Univerzitet Singidunum Beograd, Beograd 2012. godine, str.51

1.2 Određivanje vrednosti obveznice

Izračunavanje vrednosti obveznice predstavlja diskontovanje budućih gotovinskih tokova kupona plus diskontovanje buduće nominalne vrednosti obveznice po dospeću.⁶

Vrednost obveznica se, dakle, dobija kao zbir sadašnje vrednosti kamata koje će se isplaćivati kupcu do roka dospeća obveznice i sadašnje vrednosti glavnice koja će se isplatiti po isteku perioda na koji je obveznica emitovana.⁷ Prilikom određivanja cene obveznice kao zahtevana stopa prinosa najčešće se utima tržišna kamatna stopa.

Ukoliko vlasnik obveznice želi da je proda na sekundarnom tržištu i tako pre roka dospeća dođe do novčanih sredstava, tržišna vrednost obveznice će prevashodno zavisiti od odnosa nominalne kamatne stope i kamatnih stopa na tržištu u momentu prodaje te obveznice.⁸

Tabela 1. Tržišna vrednost obveznice i visina kamatnih stopa na tržištu⁹

Ako je nominalna kamatna stopa obveznice:	Tržišna vrednost obveznice će biti:
1. jednaka preovlađujućoj kamatnoj stopi na tržištu	jednaka nominalnoj (10%)
2: manja od kamatne stope na tržištu (kamatne stope na tržištu su porasle)	manja od nominalne (prodaja uz diskont)
3: veća od kamatna stopa na tržištu (tržišne kamatne stope su manje u odnosu na nominalnu)	veća od nominalne (prodaja uz premiju)

⁶Jeremić Z., “Finansijska tržišta i finansijski posrednici“ Univerzitet Singidunum Beograd, Beograd 2012. godine, str.59

⁷Isto, str.59

⁸Isto, str.61

⁹Isto, str.61

1.3 Municipalne obveznice

„Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrednosti emitovane od strane država ili lokalnih samouprava, odnosno gradova, opština i drugih lokalnih zajednica“¹⁰.

Lokalne vlasti mogu, emisijama municipalnih obveznica, prikupiti neophodna sredstva za realizaciju određenih projekata, održavanje tekuće likvidnosti u određenom periodu, odnosno za pokrivanje budžetskog deficita. Emisijama municipalnih obveznica izvršili bi pozajmljivanje sredstava od investitora obavezujući se na povraćaj glavnice i pripadajuće kamate u određenom vremeskom periodu.

Kako bi zainteresovali investitore i podstakli ih na ulaganja trebali bi ponuditi prinos na emitovane municipalne obveznice koji je veći od prinosa na druge državne obveznice i od prinosa koji bi se ostvario oročavanjem depozita u bankama.

Osim atraktivne kamate koju investitor ostvaruje, u najvećem broju slučajeva oslobođen je plaćanja poreza.¹¹

Municipalne obveznice u odnosu na rok dopeća mogu biti:

- **Kratkoročne** – najčešće se izdaju u cilju pokrivanja tekućeg budžetskog deficita, njihov rok dospeća je do **godinu dana**.
- **Srednjeročne** - najčešće se izdaju u cilju finansiranja investicionih projekata niže vrednosti i brže realizacije, njihov rok dospeća je do **pet godina**.
- **Dugoročne** – izdaju se najčešće za finansiranje krupnih infrastrukturnih projekata, njihov rok dospeća je **duži od pet godina**.

U odnosu na novčani tok koji iz njih proizilazi, u osnovi razlikujemo dve vrste municipalnih obveznica:

- **Opšte obavezujuće** – obavezuju emitenta da sredstva vrati investitorima iz bilo kojeg izvora prihoda lokalne vlasti. Zbog takve klauzule izdavanju ovakvih obveznica prethodi neka vrsta referenduma ili javne rasprave.

¹⁰Jeremić Z., “Finansijska tržišta i finansijski posrednici“ Univerzitet Singidunum Beograd, Beograd 2012. godine, str.57

¹¹Isto, str.57

- **Prihodne obveznice** – nose prihod od konkretnog projekta zbog koga su i bile emitovane. To može biti: izgradnja putne infrastrukture, bolnica, vodovoda, kanalizacija i slično.

Municipalne obveznice, prema učestalosti isplaćivanja kamate, dele se na:

- **Kuponske** – kod ovih obveznica kamata se najčešće isplaćuje polugodišnje, dok glavnica može da bude isplaćena i po dospeću i periodično. Kamata može biti *fiksna i fluktuirajuća* (npr. vezana za stopu inflacije);
- **Diskontne** – prodaju se po ceni koja je niža od nominalne vrednosti a po isteku roka dospeća investitoru se isplaćuje puna, odnosno nominalna vrednost.

Prema specijalnim klauzulama koje mogu imati, municipalne obveznice se dele na:

- **Obveznice sa call opcijom - *emitent*** ima pravo da u bilo koje doba povuče emisiju obveznica i da pre roka dospeća investitorima vrati nazad uloženi novac.
- **Obveznice sa put opcijom - *investitor*** u svakom trenutku može izvršiti naplatu svojih potraživanja po osnovu obveznice.

Postoji nekoliko načina na koji se mogu izdavati i prodavati municipalne obveznice:

1. **Unapred poznatim kupcima**- profesionalnim investitorima i tada govorimo o privatnom plasmanu.
2. **Javnom ponudom** - neodređenom broju nepoznatih kupaca. Mogu biti i profesionalni investitori i fizička lica.

Nakon inicijalnog izdavanja, municipalne obveznice se najčešće listiraju na **berzi** gde počinje da se obavlja sekundarno trgovanje. Berzansko trgovanje je od izuzetnog značaja iz razloga što predstavlja instrument kroz koji učesnici na tržištu mogu pokazati koliko vrednuju obveznicu lokalne samouprave (emitenta), a investitori koji ne žele više da budu vlasnici municipalne obveznice mogu je prodati dalje investitorima koji žele da je kupe.

Na slici ispod prikazaćemo prednosti izdavanja municipalnih obveznica.

Prednosti izdavanja municipalnih obveznica



Izvor: Smernice za izdavanje municipalnih obveznica

Kao posebnu prednost možemo izdvojiti to što se kroz izdavanje municipalnih obveznica može privući šira baza potencijalnih investitora što bi kao direktnu posledicu trebalo da ima obezbeđivanje jeftinijih izvora finansiranja.

Municipalne obveznice se smatraju kao nisko rizični finansijski plasmani koji treba da nose prinos tek nešto veći od državnih obveznica. Razlog za to je što lokalna samouprava koja otplatu duga uglavnom zasniva na bazi prikupljanja poreza i ostalih javnih prihoda.

1.4 Rizici ulaganja u municipalne obveznice

U nastavku poglavlja predstavimo osnovne rizike ulaganja u municiplane obveznice. Kao osnovne rizike izdvojićemo **tržišni**, **regulatorni** i **operativni** rizik.

1.4.1 Tržišni rizik

U slučaju da lokalna samouprava planira da prikupi određena finansijska sredstva u toku jedne fiskalne godine, dobro planiranje i dobar tajming su veoma važni. U uslovima krize na svim svetskim finansijskim tržištima, ovaj tržišni rizik može prouzrokovati potpunu nemogućnost prikupljanja planiranih sredstava.

Najbolja zaštita od tržišnog rizika bila bi fleksibilnost lokalne samouprave u pogledu roka za prikupljanje sredstava. Ukoliko je u određenom trenutku situacijana tržištu izrazito nepovoljna, potrebno je imati mogućnost da se izdavanje municipalnih obveznica odloži za određeni vremenski period dok se situacija na tržištu ne učini povoljnom.

Pomenuti rizik značajan je iz razloga što ista grupa potencijalnih investitora kupuje i državne i municipalne obveznice (banke, penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije), tako da i ovaj rizik može u potpunosti onemogućiti prikupljanje planiranih sredstava.

1.4.2 Regulatorni rizik

Regulatorni rizik se pre svega odnosi na mogući nepovoljni uticaj državnih organa i zakonodavnih institucija (Komisija za hartije od vrednosti, Centralni registar hartija od vrednosti i dr.) koje učestvuju u procesu emisije municipalnih obveznica.

Tako na primer, Ministarstvo finansija može dati negativno mišljenje o zaduživanju lokalne samouprave, bilo zbog iskorišćenog kapaciteta za zaduživanje same lokalne samouprave, bilo zbog dostizanja gornjeg kumulativnog limita javnog duga.

Mehanizam zaštite od ovog rizika bio bi blagovremeno planiranje i što raniji zahtev za dobijanje mišljenja svih državnih institucija koje učestvuju u procesu emisije municipalnih obveznica.

1.4.3 Operativni rizik

Operativni rizik možemo definisati kao rizik nepoznavanja procedure izdavanja municipalnih obveznica koji može ugroziti emisiju ukoliko se ne ispoštuju svi predviđeni koraci.

Za izdavanje municipalnih obveznica potrebna koordinacija više regulatora na tržištu kapitala (Ministarstvo finansija, Komisija za hartije od vrednosti, Narodna banka Srbije), najbolji mehanizam za upravljanje ovim rizikom je komunikacija čitavog procesa sa regulatorima i pre nego što se započne formalna procedura izdavanja obveznica.

DRUGI DEO:
USPOSTAVLJANJE TRŽIŠTA
MUNICIPALNIH OBVEZNICA U
REPUBLICI SRBIJI

U narednom poglavlju predstavimo osnove za razvoj tržišta municipalnih obveznica u Srbiji. Poglavlje se bavi glavnim pitanjima o municipalnim obveznicama u Srbiji, opisuje *pravno okruženje tj. regulatorni okvir, učesnike na tržištu zaduživanja opština i postojeće zaduživanje opština*.

2.1 Pravni okvir za zaduživanje opština

Počevši od 2001. godine u Srbiji je razvijan pravni okvir koji reguliše i omogućava finansiranje investicija na nivou lokalne samouprave iz pozajmljenih izvora. Kroz proteklu deceniju pravni okvir je znatno unapređen i prilagođen potrebama kako emitenata obveznica tako i investitorima. U nastavku ćemo predstaviti najvažnije zakone koji regulišu izdavanje i trgovanje dužničkim hartijama od vrednosti čiji su izdavaoci lokalne samouprave u Srbiji. Glavni zakoni koji urađuju ovu oblast su sledeći:

1. **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011) – Zakon reguliše ponašanje učesnika na finasijskom tržištu u Srbiji, između ostalog, javnu ponudu i sekundarno trgovanje finasijskim instrumentima.
2. **Zakon o javnom dugu** („Sl. glasnik RS“, br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011) – Zakon reguliše zaduživanje lokalnih vlasti, utvrđuje način i gornju granicu zaduživanja.

2.1.1 Zakon o tržištu kapitala („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011)

Zakon je stupio na snagu 17.5.2011. godine, a počeo da se primenjuje od 17.11.2011. godine. Po svojoj koncepciji sledi savremene tendencije u razvoju finasijskih tržišta u zemalja EU i u zemaljama u okruženju.

Predstavimo delove Zakona o tržištu kapitala („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011) (u nastavku poglavlja: Zakon) koji se odnose na uređivanje tržišta dužničkih hartija od vrednosti.

U smislu ovog Zakona obveznice se svrstavaju u prenosive hartije od vrednosti. Prema Zakonu to su sve vrste hartija od vrednosti kojima se može trgovati na tržištu kapitala, izuzev instrumenata plaćanja.

U nastavku ćemo objasniti neke od najvažnijih delova Zakona koji se odnose na dužničke hartije od vrednosti.

OSNOVNA OBELEŽJA FINANSIJSKIH INSTRUMENATA

Ovo poglavlje Zakona sadrži odredbe koje se odnose na: prenos prava iz finansijskih instrumenata, dematerijalizovane finansijske instrumente, bitne elemente dematerijalizovanih finansijskih instrumenata, na valutu na koju se izdaju finansijski instrumenti i kojima se trguje u Republici, kao i na vlasnička prava.

Prenos prava iz finansijskih instrumenata¹²

Finansijski instrumenti i prava iz finansijskih instrumenata mogu se neograničeno prenositi u pravnom prometu, osim ako ovim ili drugim zakonom nije drukčije određeno.

JAVNA PONUDA; UKLJUČENJE U TRGOVANJE; IZUZECI

Prema novoj definiciji *"javna ponuda hartija od vrednosti je svako obaveštenje dato u bilo kom obliku ili putem bilo kog sredstva, a koje daje dovoljno podataka o uslovima ponude i o hartijama od vrednosti iz ponude, tako da se investitoru omogući donošenje odluke o kupovini ili upisu ovih hartija od vrednosti, a javnom ponudom se smatra ponuda i prodaja hartija od vrednosti preko finansijskih posrednika, odnosno pokrovitelja i agenta"*.

Osnovni je princip da je propisana obaveza objavljivanja prospekta, odnosno da nije dozvoljeno objavljivanje prospekta pre nego što isti bude odobren od strane Komisije za hartije od vrednosti (dalje: Komisija), kao i da je svaka ponuda hartija od vrednosti ništavna ako se vrši bez prethodnog objavljivanja odgovarajućeg prospekta.

Nije dopušteno uključanje hartija od vrednosti na regulisano tržište, odnosno na Multilateralnu trgovačku platformu (MTP), ako pre njihovog uključanja nije objavljen prospekt. Od obaveze objavljivanja prospekta izuzete su određene javne ponude, kao i uključanja

¹² **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011), Član 6.

određenih hartija od vrednosti na regulisano tržište, odnosno MTP. Definisano je ko su kvalifikovani investitori i propisani uslovi koje oni moraju da ispune (čl. 11. do 14.).

Obaveza objavljivanja prospekta¹³

Nije dopušteno objavljivanje prospekta pre nego što bude odobren u skladu sa odredbama ovog zakona.

Ništavna je svaka javna ponuda hartija od vrednosti u Republici ako se vrši bez prethodnog objavljivanja validnog prospekta, osim u slučajevima propisanim odredbama ovog zakona.

Nije dopušteno uključanje hartija od vrednosti na regulisano tržište, odnosno MTP u Republici, ako pre njihovog uključanja nije objavljen validan prospekt, osim u slučajevima propisanim odredbama ovog zakona.

Prospekt za uključanje hartija od vrednosti na regulisano tržište, odnosno MTP¹⁴

Prospekt za uključivanje hartija u trgovanje na regulisano tržište, odnosno MTP treba da sadrži podatke o celokupnoj klasi tih hartija od vrednosti, uključujući i hartije od vrednosti koje su rezervisane za buduće izdavanje nakon ostvarenja prava po osnovu tih hartija ili konverzije izdatih hartija od vrednosti, kao što su: opcije, varanti i zamenljive hartije od vrednosti.

Objavljivanje prospekta nije obavezno prilikom uključanja na regulisano tržište, odnosno MTP sledećih hartija od vrednosti:

- 1) akcija koje, u toku perioda od 12 meseci, čine manje od 10% od ukupnog broja akcija iste klase koje su već uključene u trgovanje na isto regulisano tržište, odnosno MTP;
- 2) akcija izdatih radi zamene za akcije iste klase koje su već izdate, ukoliko izdavanje takvih novih akcija ne podrazumeva povećanje kapitala tog izdavaoca;
- 3) hartija od vrednosti koje se nude kao način plaćanja u ponudi za preuzimanje, i to putem ponude za zamenu, pod uslovom da za te hartije od vrednosti postoji dokument sa podacima koje Komisija smatra ekvivalentnim podacima iz prospekta, uzimajući u obzir odredbe zakona koji uređuje preuzimanje akcionarskih društava;

¹³ **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011), Član 11.

¹⁴ Isto Član 13.

- 4) hartija od vrednosti koje se nude, dodeljuju ili će biti dodeljene u vezi sa spajanjem društava, pod uslovom da za te hartije od vrednosti postoji dokument sa podacima koje Komisija smatra ekvivalentnim podacima iz prospekta, uzimajući u obzir odredbe zakona koji uređuje privredna društva;
- 5) akcija koje se izdaju postojećim akcionarima, po osnovu povećanja osnovnog kapitala iz sredstava društva ili u drugim slučajevima kada se nude, dodeljuju ili će biti dodeljene bez naknade postojećim akcionarima ili kao dividende isplaćene u vidu akcija iste klase kao i akcije u vezi sa kojima su dividende isplaćene, pod uslovom da postoji dokument sa podacima o broju i pravima iz akcija, kao i razlozima i detaljima u vezi sa ponudom;
- 6) hartija od vrednosti koje nudi ili će ponuditi izdavalac čije su hartije od vrednosti iste klase uključene na regulisano tržište, odnosno MTP ili društvo koje je povezano sa izdavaocem, a koje nudi ili će ponuditi sadašnjim ili bivšim članovima uprave ili zaposlenima, pod uslovom da postoji dokument sa podacima o broju i prirodi hartija od vrednosti, kao i razlozima i detaljima vezanim za ponudu.
- 7) akcija nastalih konverzijom ili zamenom drugih hartija od vrednosti, odnosno ostvarivanjem prava iz drugih hartija od vrednosti, pod uslovom da su te akcije iste klase kao i akcije izdavaoca koje su već uključene na regulisano tržište, odnosno MTP.

Kvalifikovani investitori¹⁵

Prema Zakonu o tržištu kapitala u kvalifikovane investitore spadaju:

- 1) pravna lica koja su dobila odobrenje za rad od odgovarajućeg nadzornog organa ili su subjekt nadzora na finansijskom tržištu, uključujući: kreditne institucije, investiciona društva, druge finansijske institucije čije poslovanje je odobrio ili nadzire odgovarajući nadzorni organ, društva za osiguranje, društva za upravljanje i institucije kolektivnog investiranja kojima ta društva upravljaju, društva za upravljanje i penzijski fondovi kojima ta društva upravljaju, dileri produktnih berzi;
- 2) Republika, autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave, kao i strane države ili nacionalna i regionalna tela, Narodna banka Srbije i centralne banke stranih država, međunarodne i nadnacionalne institucije, kao što su Međunarodni monetarni fond, Evropska centralna banka, Evropska investiciona banka i ostale slične međunarodne organizacije;

¹⁵ **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011), Član 14.

3) druga pravna lica koja ispunjavaju najmanje dva od sledećih uslova prema poslednjem godišnjem finansijskom izveštaju ili konsolidovanom izveštaju:

- (1) prosečan broj zaposlenih tokom poslovne godine je veći od 250;
- (2) ukupna imovina je preko 43.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti;
- (3) godišnji poslovni prihod je preko 50.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti.

*Komisija može da odobri status kvalifikovanog investitora i fizičkim licima **ukoliko zadovoljavaju najmanje dva od sledećih uslova:***

- (1) investitor je izvršio transakcije na finansijskim tržištima uz prosečnu učestalost od najmanje 10 transakcija po kvartalu u toku poslednje godine i u vrednosti od 50.000 evra kvartalno;
- (2) veličina portfolija hartija od vrednosti investitora prelazi 500.000 evra u dinarskoj protivvrednosti;
- (3) investitor radi ili je radio najmanje godinu dana u finansijskom sektoru na poslovima koji zahtevaju poznavanje ulaganja u hartije od vrednosti.

Komisija je dužna da vodi registar kvalifikovanih investitora kojima je odobrila status.

Komisija uređuje bliže način odobravanja statusa kvalifikovanog investitora i vođenja registra.

Prospekt¹⁶

Prospekt mora da sadrži sve informacije koje, s obzirom na posebne karakteristike izdavaoca i hartije od vrednosti koje se javno nude ili uključuju u trgovanje na regulisano tržište, odnosno MTP omogućavaju investitorima da izvrše objektivnu procenu imovine i obaveza, finansijskog stanja, poslovnih dobitaka i gubitaka, potencijalnih poslovnih rezultata izdavaoca i garanta ukoliko postoji, kao i prava iz tih hartija od vrednosti.

Informacije u prospektu moraju biti tačne, potpune, a prospekt dosledan.

...

¹⁶ **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011), Član 15.

Skraćeni prospekt¹⁷

Pored obaveznog prospekta emitent obveznica dužan je da izradi i skraćeni prospekt koji je sastavni deo prospekta. U skraćenom prospektu se navode, u kratkim crtama i na jednostavan način, najznačajniji podaci i rizici u vezi sa izdavaocem, garantom i hartijama od vrednosti.

Skraćeni prospekt treba da sadrži sledeće upozorenje da:

- 1) skraćeni prospekt smatra se uvodom u prospekt;
- 2) svaka odluka investitora o ulaganju u hartije od vrednosti treba da bude zasnovana na celokupnom sadržaju prospekta;
- 3) izdavalac i lica koja su sastavila skraćeni prospekt solidarno odgovaraju za nastalu štetu u slučajevima kada skraćeni prospekt dovodi u zabludu i kada je netačan ili nedosledan u odnosu na druge delove prospekta.

Ukoliko se prospekt odnosi na uključivanje u trgovanje dužničkih hartija od vrednosti čija pojedinačna nominalna vrednost iznosi najmanje 50.000 evra u dinarskoj protivvrednosti, ne postoji obaveza sastavljanja skraćenog prospekta.

Jedinstveni i podeljeni prospekt¹⁸

Izdavalac ili ponuđač može sastaviti prospekt kao jedan dokument (jedinstveni prospekt) ili kao više posebnih dokumenata (podeljeni prospekt).

Obavezni elementi prospekta sastavljenog iz više posebnih dokumenata su:

- 1) dokument o registraciji koji sadrži informacije o izdavaocu;
- 2) dokument o hartijama od vrednosti koji sadrži informacije o hartijama od vrednosti koje se nalaze u javnoj ponudi ili će biti uključene u trgovanje na regulisano tržište, odnosno MTP;
- 3) skraćeni prospekt.

¹⁷ **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011), Član 16.

¹⁸ Isto, Član 17.

Osnovni prospekt¹⁹

Osnovni prospekt može da se izrađuje kod sledećih hartija od vrednosti:

- 1) dužničke hartije od vrednosti, uključujući i varante u bilo kom obliku, izdate u okviru programa ponude;
- 2) dužničke hartije od vrednosti koje kreditne institucije izdaju kontinuirano ili periodično, pod uslovom da:
 - (1) su sredstva dobijena na osnovu izdavanja ovih hartija od vrednosti plasirana u imovinu koja daje dovoljan stepen sigurnosti za ispunjavanje obaveza koje proističu iz izdatih hartija od vrednosti do njihovog dospeća;
 - (2) u slučaju nesolventnosti kreditne institucije izdavaoca, sredstva iz podtačke (1) ove tačke koristi, kao prioritet, za otplatu glavnice i kamate koja dospeva, ne isključujući primenu zakona koji reguliše stečaj i likvidaciju kreditnih institucija.

...

Ukoliko konačni uslovi ponude nisu navedeni u osnovnom prospektu ili dodatku prospekta, isti moraju biti dostavljeni investitorima i Komisiji u što kraćem roku nakon objave ponude, a ukoliko je moguće, pre početka važenja ponude u skladu sa odredbama člana 14. ovog zakona.

...

Odgovornost za sadržaj prospekta²⁰

Kada prospekt ili skraćeni prospekt sadrže pogrešne, netačne ili podatke koji dovode u zabludu, odnosno izostavljene su bitne činjenice odgovornost snose:

- 1) izdavalac, direktor i članovi upravnog odbora izdavaoca, osim ukoliko član upravnog odbora nije glasao protiv odobrenja javne ponude;
- 2) lice koje upućuje ponudu, a nije izdavalac (ponuđač);
- 3) garant u vezi sa izdavanjem hartija od vrednosti;
- 4) investiciono društvo koje pruža usluge pokrovitelja ili agenta u vezi sa javnom ponudom;

¹⁹ **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011), Član 18

²⁰ Isto, Član 19

- 5) nezavisni revizori izdavaoca, isključivo u vezi sa finansijskim izveštajima koji su uključeni u prospekt, a obuhvaćeni su njihovim izveštajem o reviziji;
- 6) drugo lice koje preuzme odgovornost za tačnost i potpunost informacija u delu prospekta za koji je preuzelo odgovornost, isključivo u vezi sa tim podacima.

Prospekt mora da sadrži sve informacije o licima koja su odgovorna za tačnost i potpunost informacija u prospektu. Za fizičko lice se navodi ime i funkcija u pravnom licu, a za pravno lice se navodi naziv i sedište.

Prospekt mora da sadrži i izjavu svakog lica koje je odgovorno za tačnost i potpunost informacija u prospektu da su, prema njegovim saznanjima, informacije u prospektu u skladu sa činjenicama, kao i da nisu izostavljene činjenice koje bi mogle da utiču na istinitost i potpunost prospekta.

Lice koje je sastavilo skraćeni prospekt snosi odgovornost isključivo za štetu nastalu zbog toga što je skraćeni prospekt pogrešan, netačan ili dovodi u zabludu kada se čita zajedno sa drugim delovima prospekta, osim ako lice nije moglo znati za značajno pogrešne ili obmanjujuće informacije u prospektu.

Komisija nije odgovorna za istinitost i celovitost podataka navedenih u bilo kom delu odobrenog prospekta, odnosno skraćenog prospekta za javnu ponudu ili uključenje u trgovanje na regulisano tržište, odnosno MTP.

Obavezni podaci prospekta²¹

Komisija propisuje formu, minimalni sadržaj informacija koje treba uključiti u prospekt u vezi sa različitim izdavaocima, hartijama od vrednosti i ponudama, kao i objavljivanje i oglašavanje u vezi sa prospektom.

Prilikom donošenja akta iz stava 1. ovog člana Komisija vodi računa o standardima u vezi sa finansijskim i nefinansijskim podacima koje propisuju Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrednosti (IOSCO), kao i o relevantnim propisima Evropske unije koji se odnose na prospekt.

²¹ **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011), Član 20.

Obaveza objavljivanja prospekta²²

Izdavalac, odnosno ponuđač je dužan da objavi prospekt u roku od 15 dana od dana prijema rešenja o odobrenju objavljivanja prospekta, ali ne kasnije od početka javne ponude ili uključenja hartija od vrednosti na regulisano tržište, odnosno MTP i dostavlja ga Komisiji.

Kada se prospekt odnosi na javnu ponudu akcija koje još nisu uključene na regulisano tržište, odnosno MTP i čije uključenje se zahteva prvi put, prospekt treba da bude dostupan javnosti najkasnije šest radnih dana pre isteka roka ponude.

Ukoliko izdavalac ne objavi prospekt u roku od 15 dana od dana prijema rešenja o odobrenju objavljivanja, rešenje o odobrenju objavljivanja prospekta smatra se ništavim.

Način objavljivanja prospekta²³

Smatra se da je prospekt stavljen na raspolaganje javnosti ukoliko je objavljen na jedan od sledećih načina:

- 1) u jednom ili više štampanih medija opšteg ili finansijskog sadržaja, koji se distribuira na celoj teritoriji Republike;
- 2) u pisanom obliku koji se bez naknade stavlja na raspolaganje javnosti, i to u službenim prostorijama regulisanog tržišta, odnosno MTP na kome su hartije od vrednosti uključene u trgovanje, u službenim prostorijama u sedištu izdavaoca i službenim prostorijama investicionih društava koji pružaju usluge i aktivnosti u vezi sa plasmanom, odnosno prodajom hartija od vrednosti;
- 3) u elektronskom obliku na internet stranici izdavaoca, i ukoliko je moguće, na internet stranici finansijskih posrednika koji pružaju usluge i aktivnosti u vezi sa plasmanom, odnosno prodajom hartija od vrednosti;

²² **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011), Član 30.

²³ Isto, Član 31.

- 4) u elektronskom obliku na internet stranici regulisanog tržišta, odnosno MTP na koje se traži uključivanje tih hartija u trgovanje.

...

SEKUNDARNO TRGOVANJE

Sekundarno trgovanje je uređeno na nov način i napušten je dosadašnji sistem "organizovanog tržišta" koji je, prema datom obrazloženju, nepoznat u zakonodavstvu EU.

Na regulisanom tržištu odnosno MTP mogu trgovati samo investiciona društva (lica u čije redovne aktivnosti ili poslovanje spada pružanje jedne ili više investicionih usluga trećim licima, odnosno profesionalno obavljanje jedne ili više investicionih aktivnosti), sa dozvolom Komisije, a druga lica mogu trgovati samo posredstvom tih društava.

Na nov način je propisan postupak trgovanja dužničkim hartijama od vrednosti, tako da se ovim hartijama od vrednosti može trgovati istovremeno i na regulisanom tržištu, na MTP kao i na OTC (sekundarno tržište za trgovanje finansijskim instrumentima koje ne mora da ima organizatora tržišta i čiji sistem trgovanja podrazumeva pregovaranje između prodavca i kupca finansijskih instrumenata u cilju zaključivanja transakcije).

Posredovanje u sekundarnom trgovanju²⁴

Na regulisanom tržištu, odnosno MTP mogu trgovati samo investiciona društva sa dozvolom Komisije, a druga lica mogu trgovati samo posredstvom tih društava.

Samo investiciona društva koja poseduju dozvolu Komisije mogu da posreduju u trgovanju na OTC tržištu.

Dozvola Komisije za OTC tržište nije potrebna, a Komisija vrši nadzor nad ovim tržištem sprovođenjem nadzora nad investicionim društvima koja vrše transakcije finansijskim instrumentima na OTC tržištu.

Sekundarno trgovanje finansijskim instrumentima²⁵

²⁴ **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011), Član 45.

²⁵ Isto, Član 46.

Javno društvo je obavezno da podnese zahtev za uključenje svojih vlasničkih hartija od vrednosti u trgovanje na regulisano tržište u Republici, ukoliko ovim zakonom nije drukčije određeno.

U slučaju da vlasničke hartije od vrednosti ne ispunjavaju uslove predviđene za prijem na listing regulisanog tržišta, hartije od vrednosti se uključuju u trgovanje na segment regulisanog tržišta koji nije listing.

U slučaju da vlasničke hartije od vrednosti ne ispunjavaju uslove predviđene za prijem ni na segment regulisanog tržišta koje nije listing, hartije od vrednosti se uključuju u trgovanje na MTP.

U slučaju da su vlasničke hartije od vrednosti isključene sa regulisanog tržišta, odnosno MTP u skladu sa odredbom člana 122. ovog zakona, njima se trguje slobodno.

Izdavalac dužničkih hartija od vrednosti nije u obavezi da podnese zahtev za uključenje dužničkih hartija od vrednosti na tržište hartija od vrednosti, s tim što ukoliko dužničke hartije od vrednosti ne ispunjavaju uslove predviđene za prijem na listing regulisanog tržišta uključuju se, na zahtev izdavaoca, u trgovanje na poseban segment regulisanog tržišta, odnosno MTP.

Kada su dužničke hartije od vrednosti uključene u trgovanje na regulisano tržište, odnosno MTP, tim hartijama se može trgovati i van regulisanog tržišta, odnosno MTP u skladu sa odredbama ovog zakona.

Na regulisanom tržištu, odnosno MTP trguje se standardizovanim izvedenim finansijskim instrumentima.

Na kraju pregleda Zakona o tržištu kapitala pomenućemo još i to da je izvršena je bitna izmena u pogledu strukture berze, pa je uspostavljena nova struktura koja podrazumeva da postoji regulisano tržište i MTP.

Pored toga, uvedene su i novine u pogledu mesta trgovanja dužničkim hartijama od vrednosti, tako da više ne postoji jedno mesto za sučeljavanje ponude i tražnje za ove hartije, već se ovo trgovanje odvija istovremeno i na regulisanom tržištu, na MTP i na OTC tržištu ili kupoprodajnim ugovorima.

Komisija ima ovlašćenja u vršenju nadzora nad poslovanjem organizatora tržišta i za preduzimanje propisanih mera nadzora kao što su izricanje javne opomene, davanje naloga za privremenu zabranu obavljanja pojedinih ili svih poslova, davanje naloga za privremenu zabranu raspolaganja sredstvima organizatora tržišta, a može preduzeti druge mere do privremenog ili trajnog oduzimanja dozvole za rad organizatora tržišta, kao i mere protiv pojedinih lica (član 133.).

2.1.2 Zakon o javnom dugu („Sl.glasnik RS“, br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)

Zakonom o javnom dugu (u nastavku poglavlja: Zakon) uređuju se uslovi, način i postupak zaduživanja Republike Srbije, jedinica teritorijalne autonomije i **lokalne samouprave**, Republičkog zavoda za zdravstveno osiguranje, republičkih fondova za penzijsko i invalidsko osiguranje Nacionalne službe za zapošljavanje, kao i javnih preduzeća i drugih pravnih lica, čiji je osnivač Republika, davanje garancija Republike, način i postupak upravljanja javnim dugom i vođenje evidencije o javnom dugu.

U nastavku ćemo predstaviti odredbe Zakona koje se odnose na zaduživanje lokalnih samouprava u Srbiji.

Na samom početku navešćemo značenje ključnih pojmova u smislu Zakona:

1) Dug je novčana obaveza ili obaveza otplaćivanja novčanog zaduživanja;

2) Javni dug jeste:

- dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi Republika,
- dug Republike po osnovu hartija od vrednosti,
- dug Republike po osnovu ugovora, odnosno sporazuma kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima,
- dug Republike koji nastaje po osnovu date garancije Republike ili po osnovu neposrednog preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika za isplatu duga po osnovu date garancije, odnosno po osnovu kontragarancije koju daje Republika,

- dug lokalne vlasti, kao i pravnih lica iz člana 1. ovog zakona za koje je Republika dala garanciju;
- 3) Zaduživanje** predstavlja uzimanje kredita, odnosno zajmova i emitovanje državnih hartija od vrednosti za finansiranje budžetskog deficita i deficita tekuće likvidnosti, za refinansiranje javnog duga i za finansiranje investicionih projekata, kao i davanje garancija i kontragarancija;
- 4) Finansijske institucije** u smislu ovog zakona jesu banke, društva za osiguranje, brokersko dilerska društva, penzioni fondovi, investicioni fondovi i štedionice;

KUPCI DRŽAVNIH HARTIJA OD VREDNOSTI²⁶

Državne hartije od vrednosti mogu kupovati sva domaća pravna i fizička lica.

Strana pravna i fizička lica mogu kupovati državne hartije od vrednosti pod uslovima koje propisuje Vlada.

ZADUŽIVANJE LOKALNE VLASTI

Ovlašćenje za zaduživanje lokalne vlasti²⁷

Odluku o zaduživanju lokalne vlasti donosi nadležni organ lokalne vlasti, po prethodno pribavljenom mišljenju Ministarstva.

Ministarstvo daje mišljenje u roku od 15 dana od dana dostavljanja zahteva zadavanje mišljenja.

Ako Ministarstvo u roku ne odgovori na zahtev za davanje mišljenja, smatraćese da je mišljenje dato.

Zaduživanje lokalne vlasti²⁸

²⁶ **Zakon o javnom dugu** („Sl.glasnik RS“, br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011), Član 27.

²⁷ Isto, Član 33.

²⁸ Isto, Član 34.

Lokalne vlasti se mogu zaduživati u zemlji i inostranstvu, odnosno na domaćem i inostranom tržištu u domaćoj odnosno stranoj valuti.

...

Zaduživanje lokalne vlasti za finansiranje deficita tekuće likvidnosti²⁹

Lokalne vlasti se mogu zaduživati za finansiranje deficita tekuće likvidnosti, koji nastaje usled neuravnoteženosti kretanja u javnim prihodima i javnim rashodima.

Ukupan iznos zaduživanja mora se vratiti pre kraja budžetske godine u kojoj je ugovoreno i ne može se refinansirati ili preneti u narednu budžetsku godinu.

U toku budžetske godine zaduživanje za finansiranje deficita tekuće likvidnosti ne sme preći 5% ukupno ostvarenih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini.

Dugoročno zaduživanje lokalne vlasti³⁰

Lokalne vlasti ne mogu se dugoročno zaduživati, osim u delu zaduživanja radi finansiranja ili refinansiranja kapitalnih investicionih rashoda predviđenih u budžetu lokalne vlasti.

*Iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja za kapitalne investicione rashode ne može biti veći od **50%** ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini.*

Izuzetno, iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja **za kapitalne investicione rashode iz stava 1. ovog člana može biti veći od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini**, 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 vlasti u prethodnoj godini.*

²⁹ Zakon o javnom dugu („Sl.glasnik RS“, br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011), Član 35.

³⁰ Isto, Član 36.

Izuzetno, za dugoročna zaduživanja 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%.

Jedinica teritorijalne autonomije može se zaduživati emitovanjem dugoročnih hartija od vrednosti radi finansiranja investicionih, razvojnih prioriternih programa i projekata, kao što su npr. investicije u kapitalna ulaganja i nabavku finansijske imovine.

Način plasiranja sredstava i zaduživanja lokalne vlasti³¹

Lokalne vlasti 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.

*Lokalne vlasti se mogu zaduživati uzimanjem kredita ili **emitovanjem dugoročnih hartija od vrednosti (municipalnih obveznica), koje mogu kupovati domaća i strana pravna i fizička lica, u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište kapitala.***

...

Na kraju pregleda Zakona o javnom dugu izdvojićemo dve veoma bitne činjenice, to su:

- **Iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja** ne može biti veći od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta opštine u prethodnoj godini.
- **Iznos glavnice i kamate u svakoj godini** na sva neizmirena dugoročna zaduženja, ne može biti veći od 15% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta u prethodnoj godini.

³¹ **Zakon o javnom dugu** („Sl.glasnik RS“, br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011) Član 37.

U skladu sa pomenutim zakonima, opštine se mogu zaduživati u zemlji i inostranstvu, u domaćoj i stranoj valuti za dugoročno finansiranje ili refinansiranje kapitalnih investicionih projekata. Opštine se mogu zaduživati kod: *finansijskih institucija* (kroz otvoreni postupak javne nabavke) putem dugoročnih kredita (za kapitalne investicije) ili finansijskog lizinga (za kupovinu osnovnih sredstava i opreme) i *investitora na tržištu kapitala* putem emitovanja **opštinskih obveznica** isključivo za Republiku Srbiju ili finansijske institucije. Odluku o zaduživanju opština donosi nadležni organ (Skupština opštine) uz prethodno pribavljeno mišljenje Ministarstva finansija o poštovanju ograničenja dugoročnog zaduživanja, saglasno Zakonu o javnom dugu.

Pomenuti zakoni regulišu način pristupanja lokalnih vlasti finansijskom tržištu u cilju prikupljanja dodatnih sredstava za finansiranje bržeg i efikasnijeg razvoja lokalnih samouprava. Ovi zakoni su omogućili da se svi učesnici na finansijskom tržištu mogu pojaviti kao potencijalni investitori i finansijeri lokalne samouprave. Način ulaganja potencijalnih investitora u lokalne investicione projekte zavisi od njihovog pravnog statusa, visine raspoloživih sredstava i načina finansiranja samog projekta koji je izabrala lokalna samouprava.

Na osnovu ovog kratkog pregleda zakona i načina na koji se opštine mogu zaduživati na finansijskom tržištu Srbije možemo zaključiti da je mogućnost zaduživanja opština putem emitovanja opštinskih (municipalnih) obveznica omogućena i dozvoljena zakonima. O učesnicima na finansijskom tržištu kod kojih se opštine u Srbiji mogu zaduživati, kao i o trenutnoj zaduženosti opština biće više reči u narednom delu rada.

2.2 Zaduživanje lokalnih samouprava na finansijskom tržištu Srbije

Naredni deo rada objasniće ulogu međunarodnih i domaćih finansijskih institucija (međunarodnih i domaćih banaka) na finansijskom tržištu Srbije i uslove pod kojim se opštine mogu zaduživati odnosno pod kojim su se zaduživale tokom prethodnih godina.

2.2.1 Uloga međunarodnih finansijskih institucija

Sredstva međunarodnih finansijskih institucija mogu se koristiti za:

- direktno kreditiranje projekata javnog sektora,
- refinansiranje izabranih domaćih partner banaka, ili
- pokrivanje dela rizika kreditiranja projekata od strane domaćih banaka.

Međunarodne finansijske institucije i razvojne banke drugih država, koje obavljaju svoju kreditnu aktivnost u Republici Srbiji su:

- **Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD)**
- **Evropska investiciona banka (EIB)**
- **Nemačka razvojna banka (KfW)**

Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) je investitor u regionu koji pored sopstvenih sredstava prikuplja i sredstva stranih investitora. Ovako obezbeđena sredstva mogu se koristiti za kreditiranje i ulaganje kapitala u: finansijske institucije, privatni i javni sektor (države, regione, jedinice lokalne samouprave, javna preduzeća itd.). U tabeli 2. prikazani su uslovi pod kojima je moguće uzeti kredit od EBRD.

Tabela 2. Uslovi odobravanja kredita EBRD *(Izvor podataka: www.ebrd.com)*

OPIS	USLOVI
Vrsta projekta	Lokalni infrastrukturni projekti
Sponzor projekta	Javni i privatni sektor
Visina kredita	Najmanje 5 miliona EUR, a najviše 35% ukupnih troškova projekta
Rok kredita	Od 8 do 10 godina
Period početka otplate	Od 3 do 4 godine
Kamatna stopa	Euribor + margina (margina je 1% za kredite sa državnom garancijom)
Valuta	Evro
Naknade za:	odobravanje kredita 1%, angažovanje sredstava 0,5% i prevremenu otplatu 0,125%

Evropska investiciona banka (EIB) je finansijska institucija Evropske unije, koja odobrava kredite iz sredstava obezbeđenih zaduživanjem na tržištu, iz rezervi i iz uplaćenog kapitala članica EU. Poslove finansiranja izvan EU prvenstveno vrši iz sopstvenih sredstava. Krediti se ugovaraju sa vladama zemalja u kojima se projekti sprovode. Krediti koji premašuju Eur 25 miliona mogu da budu direktno ugovoreni sa korisnikom kredita. Korisnici kredita EIB-a mogu da budu vlasnici projekata, u javnom i privatnom sektoru i banke. U tabeli 3 prikazani su uslovi pod kojima se mogu uzeti krediti od EIB.

Tabela 3 Uslovi odobravanja kredita EIB

OPIS	USLOVI
Vrsta projekta	Infrasructurni i projekti energetske efikasnosti
Sponzor projekta	Javni i privatni sektor
Visina kredita	Do 50% investicionih troškova projekta
Rok kredita	Do 20 godina za projekte u oblasti infrastrukture
Period početka otplate	Jednak fazi izgradnje projekta
Valuta	Evro, američki dolar, japanski jen, švajcarski franak
Kamatna stopa	Fiksne ili promenljive (blizu troškova zaduživanja EIB na tržištu)
Naknade	Ne naplaćuju se

Izvor podataka: www.eib.org

Nemačka razvojna banka (KfW) je nosilac finansijske saradnje između Nemačke i Srbije, u ime Vlade Nemačke. KfW od 2008. godine spovodi program finansiranja malih projekata komunalne infrastrukture, koji je pogodan za manje i slabije razvijene opštine. Kreditiranje se vršiti preko Banke Intesa, koju refinansira KfW. Domaća banka vršiti procenu rizika projekta i nosioca projekta i preuzimanje rizika plasmana. U tabeli 4 prikazani su uslovi pod kojima je moguće uzeti kredit od KfW.

Tabela 4 Uslovi odobravanja kredita KfW

OPIS	USLOVI
Vrsta projekta	Projekti komunalne infrastrukture
Sponzor projekta	Jedinica lokalne samouprave i JKP
Visina kredita	Do 1,2 miliona EUR
Rok kredita	Do 7 godina
Period početka otplate	Do 1 godine
Valuta	Evro
Kamatna stopa	Euribor + 4,5% ili fiksna 6,5% godišnje

Izvor podataka: www.kfw.de

Od tri pomenute međunarodne institucije opštine u Srbiji zaduživale su se najviše kod Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) i Evropske investicione banke (EIB). Ukupan dug lokalnih samouprava prema EBRD i EIB iznosio je oko **360 miliona evra** krajem Oktobra 2014. godine, što je činilo oko **52%** od ukupne zaduženosti lokalnih samouprava kod inansijskih institucija.

2.2.2 Uloga domaćih komercijalnih banaka

Opštine u Srbiji, iako su po statistikama većinski zadužene kod međunarodnih finansijskih institucija, mnogo više sarađuju sa domaćim komercijalnim bankama.

Komercijalne banke odobravaju kredite za sve vrste opštinskih infrastrukturnih projekata. Limiti za odobravanje kredita zavise od sredstava za refinansiranje (EIB, KfW, CEB, EBRD) i kreditne sposobnosti opštine. U tabeli 5 prikazani su uslovi po kojima se opštine mogu zaduživati kod domaćih komercijalnih banaka.

Tabela 5 Uslovi odobravanja kredita komercijalnih banaka

OPIS	USLOVI	
Rok kredita	Između 5 i 15 godina	
Period početka otplate	Između 1 i 3 godine	
Kamatna stopa	Kredit u RSD:	Kredit u EUR:
	Belibor + 1,50% prosečno	Euribor + marža od 3,5% do 8%
Obezbeđenje	budžetski prihodi (ovlašćenje za zaduživanje podračuna budžeta)	
	menica opštine	
	jemstvo lokalnog javnog preduzeća	
	hipoteka (na zgrade i zemljište)	

Izvor podataka: www.nbs.rs

Zaduživanje lokalnih samouprava kod domaćih komercijalnih banaka je najčešći način finansiranja kapitalnih investicionih projekata koji je intenzivno počeo da se koristi tokom još od 2006. godine i do danas ostao najzastupljeniji način finansiranja opština. Dostupnost kredita komercijalnih banka se postepeno povećavala, rastom broja banaka koje su spremne da analiziraju i prihvate kreditni rizik lokalnih vlasti, kao i da učestvuju u javnim nabavkama kredita.

Kamatna stopa na dinarske kredite i na kredite sa valutnom klauzulom je bila promenljiva. Ona je uglavnom bila formirana na osnovu referentne tržišne kamatne stope, koja je

uvećavana za maržu, na osnovu procene kreditnog rizika opština od strane banke. U tabeli 6 prikazane su kamatne stope na zaduživanje u dinarima i sa valutnom klauzulom.

Tabela 6 Prosečne kamatne stope u Srbiji

Godina zaduživanja	Prosečna kamatna stopa	Prosečna kamatna stopa
	EUR	RSD
2011	7,63%	15,27%
2012	7,45%	13,69%
2013	6,70%	15,58%
2014	5,80%	12,49%

Izvor podataka: www.nbs.rs

2.3 Pregled zaduženja lokalnih samouprava i potencijal za zaduživanje

Opštine u Srbiji se u najvećoj meri zadužuju kod finansijskih institucija putem kredita i finansijskog lizinga. Tokom proteklog perioda samo četiri jedinice lokalne samouprave su iskoristile mogućnosti, koje su im omogućene novim zakonima koje smo opisali u prethodnom poglavlju, i prikupile sredstva na tržištu kapitala emisijom municipalnih obveznica. Velika većina jedinica lokalnih samouprava još uvek ne razmišlja da na ovakav način prikupi sredstva.

Tokom ovog poglavlja bavićemo se trenutnom zaduženosti lokalnih samouprava i predstaviti potencijal za dalja zaduživanja.

Na samom početku u tabeli 7 prikazaćemo koliko su opštine zadužene kod domaćih i međunarodnih finansijskih institucija.

Tabela 7 Stanje duga lokalnih samouprava na dan 31.10.2014.

Davaoc kredita	Neotplaćeni dug (RSD)	Neotplaćeni dug (EUR)	Sruktura %
Krediti domaćih banaka	27.540.725.677	231.262.098	33,4%
Krediti IFI (EBRD i EIB)	42.946.819.297	360.628.533	52,1%
Ostali	11.887.101.260	99.817.122	14,4%
Ukupan dug	82.374.646.234	691.707.753	100%

Izvor podataka: Uprava za javni dug, Pregled zaduženja lokalnih vlasti na dan 31.10.2014.

Kao što možemo videti u tabeli ukupan dug lokalnih vlasti iznosi nešto više od **82 milijarde** dinara na dan 31.10.2014. godine. Dug lokalnih vlasti pre pet godina (na kraju 2009. godine) iznosio je **38,8 milijardi** dinara. Možemo zaključiti da je zaduženost opština ostvarila petogodišnji rast od **47%**, skoro duplo više. Lokalne vlasti su se zaduživale u proseku oko **9 milijardi** dinara godišnje. Veći deo ukupnog duga je i dalje ostao finansiran sredstvima EIB i EBRD i čini oko 52% ukupnog duga, dok je ostatak finansiran sredstvima domaćih finansijskih institucija.

U nastavku ćemo prikazati strukturu duga koji je finansiran sredstvima banaka koje posluju u Srbiji i sredstvima domaćih finansijskih institucija.

U Republici Srbiji danas posluje 29 banaka, od kojih manje od deset aktivno učestvuje na tržištu kredita lokalnih vlasti. Tih desetak banaka pokriva 99% plasiranih kredita lokalnim vlastima (bez međunarodnih finansijskih institucija).

Banke koje su prve bile spremne da ponude kredite lokalnim vlastima na osnovu njihovih fiskalnih kapaciteta, sa ili bez hipoteke na nepokretnosti su: Banca Intesa, Komercijalna i Aik banka. Kasnije su im se pridružile UniCredit, Societe Generale i druge.

Tabela 8 Plasmani banaka

Naziv lokalne komercijalne banke	Neotplaćeni krediti RSD	Neotplaćeni krediti EUR	Udeo u ukupnom dugu
Banca Intesa	10.919.994.653	91.696.235,52	13,26%
UniCredit	4.776.745.504	40.110.787,11	5,80%
AIK Banka	3.742.259.111	31.424.106,31	4,54%
Hypo Alpe Adria	2.101.347.710	17.645.216,93	2,55%
Komercijalna banka	1.485.099.273	12.470.520,09	1,80%
Societe Generale	668.894.457	5.616.770,49	0,81%
ERSTE Bank	481.223.288	4.040.877,80	0,58%
Ukupno	24.175.563.996	203.004.514	

Izvor podataka: Uprava za javni dug, Pregled zaduženja lokalnih vlasti na dan 31.10.2014.

U tabeli 8 možemo videti da su banke plasirale nešto više od **24 milijrde** dinara lokalnim samoupravama za finansiranje njihovih potreba. Pre pet godina (na kraju 2009. godine) ka budžetima lokalnih samouprava bilo je plasirano **9,5 milijardi** dinara što znači da je ostvaren

petogodišnji rast od **39,5%**. Možemo zaključiti da su banke godišnje plasirale oko **3 milijarde** dinara ka budžetima lokalnih samouprava.

Vodeća banka po iznosu trenutnog potraživanja po osnovu odobrenih kredita je Banca Intesa, koja je imala dugogodišnje iskustvo u saradnji sa jedinicama lokalne samouprave u Srbiji i pre uspostavljanja novog budžetskog sistema i zakonskog regulisanja zaduživanja lokalnih vlasti.

Potrebno je još napomenuti i sredstva koja su plasirana iz Fonda za razvoj Republike Srbije. Trenutne obaveze lokalnih samouprava prema Fondu iznose nešto više od **3 milijarde** dinara.

Prikazali smo koje su to institucije plasirale svoja sredstva za potrebe budžeta i projekata lokalnih samouprava. U nastavku ćemo prikazati koje su se to lokalne samouprave zaduživale i u kojim iznosima.

U nastavku sledi prikaz lokalnih samouprava koje imaju najmanji i najveći kreditni potencijal za dalja zaduživanja.

Tabela 9 Najzaduženije lokalne samouprave u Srbiji

Naziv jedinice lokalne samouprave	Neotplaćeni krediti RSD	Neotplaćeni krediti EUR	Udeo u ukupnom dugu
Beograd	50.014.337.866	419.975.160,27	60,72%
AP Vojvodina	9.385.493.888	78.810.886,40	11,39%
Novi Sad	4.028.202.478	33.825.200,00	4,89%
Kragujevac	1.643.730.712	13.802.563,40	2,00%
Niš	1.330.651.752	11.173.609,54	1,62%
Subotica	765.260.567	6.425.965,89	0,93%
Čajetina	752.976.782	6.322.817,78	0,91%
Vršac	736.322.103	6.182.966,85	0,89%
Smederevo	707.515.342	5.941.073,74	0,86%
Leskovac	639.533.887	5.370.226,98	0,78%

Izvor podataka: Uprava za javni dug, Pregled zaduženja lokalnih vlasti na dan 31.10.2014.

U tabeli 9 prikazane su lokalne samouprave sa najvećim trenutnim dugom. Ukupan dug najzaduženijih lokalnih samouprava iznosi 85% ukupnog duga svih uzetih kredita. Od toga

Beograd učestvuje sa 60,72% čime je ubedljivo najzaduženija opština u Srbiji, posle Beograda AP Vojvodina je na drugom mestu čiji trenutni dug iznosi 11,39% ukupnog duga.

Tabela 10 Lokalne samouprave sa najvećim potencijalom za zaduživanje

Naziv jedinice lokalne samouprave	Raspoloživo za dugoročno zaduživanje RSD	Raspoloživo za dugoročno zaduživanje EUR	Zaduživanje /BUDŽET
Novi Sad	3.577.852.908	30.043.571,75	16,80%
Niš	2.101.216.017	17.644.111,09	21,05%
Zrenjanin	1.714.971.683	14.400.780,62	32,47%
Pančevo	1.618.994.693	13.594.852,69	38,70%
Čačak	1.315.232.713	11.044.134,40	37,05%
Kraljevo	1.307.769.433	10.981.464,53	36,18%
Subotica	1.227.549.462	10.307.849,79	27,28%
Požarevac	1.206.720.648	10.132.948,25	50,20%
Kragujevac	1.159.089.827	9.732.987,71	13,60%
Kruševac	1.096.136.952	9.204.366,42	33,19%

Izvor podataka: Uprava za javni dug, Pregled zaduženja lokalnih vlasti na dan 31.10.2014.

U tabeli iznad prikazana je mogućnost zaduživanja opština u skladu sa Zakonom o javnom dugu. Navedene su lokalne samouprave koje u narednom periodu mogu povući najveći deo novih sredstava. Lokalna samouprava sa najvećim potencijalom za zaduživanje je grad Novi Sad, koji može povući nešto više od **30 miliona evra**.

Tabela 11 Lokalne samouprave sa najmanjim potencijalom za zaduživanje

Naziv jedinice lokalne samouprave	Raspoloživo za dugoročno zaduživanje RSD	Raspoloživo za dugoročno zaduživanje EUR
Zubin Potok	6.242.250	52.416,77
Niška Banja	14.001.752	117.574,05
Niš - Pantelej	51.031.534	428.516,65
Irig	55.551.765	466.473,46
Vrnjačka Banja	58.380.763	490.228,83
Ćićevac	83.840.690	704.018,26
Batočina	86.630.025	727.440,57
Zvezdara	95.850.844	804.868,67
Opovo	102.815.526	863.351,77
Lapovo	103.258.057	867.067,74

Izvor podataka: Uprava za javni dug, Pregled zaduženja lokalnih vlasti na dan 31.10.2014.

Navedene su lokalne samouprave koje u narednom periodu mogu povući najmanji deo novih sredstava. Opština sa najmanjim kreditnim potencijalom u Srbiji je Zubin Potok. Ova opština prema svojim pokazateljima može potražiti svega nešto više od 50 hiljada evra za finansiranje razvoja ili za prevazilaženje tekućih problema.

Kada kratko sumiramo sve do sada napisano, možemo zaključiti da su lokalne vlasti prikupljale sredstva potrebna za finansiranje lokalnih infrestrukturnih projekata i prevazilaženje tekućih problema u najvećoj meri zaduživanjem kod međunarodnih domaćih finansijskih institucija.

Ukoliko se ovakav trend nastavi u 2015. i 2016. godini moguće je da nivo zaduženosti opština dostigne **800 miliona evra**. Ukoliko se zaduživanje ne bude sprovodilo planski već se krediti budu uzimali kasno i po nepovoljnim uslovima postoji ozbiljna mogućnost da se kriza proširi da se dođe u gotovo bezizlaznu situaciju po pojedine opštine.

Prikazanim u ovom poglavlju dokazali smo da većina opština u Srbiji nije prezadužena (*svega nešto više od 60% od ukupnog broja opština u Srbiji ima zaduženja*) i da postoji veoma veliki potencijal da u narednom periodu počnu da traže drugačije načine za pribavljanje sredstava. Lokalne samouprave ne bi trebale da zavise od „dobre volje“ finansijskih institucija da li će im i po kojim uslovima dati sredstva već da same emituju municipalne obveznice i na takav način privuku sve zainteresovane investitore. U prilog tome govori i činjenica da **procenjena vrednos raspoloživog kreditnog potencijala iznosi nešto više od 420 miliona evra**.

Lokalne samouprave bi mogle kroz emisije municipalnih obveznica da prikupe pomenuta sredstva po veoma povoljnim uslovima, o čemu će biti više reči u narednom poglavlju rada.

2.4 Potrebni resursi za realizaciju emisije municipalnih obveznica

Kako bi obezbedile povoljna sredstva emisijama municipalnih obveznica lokalne samouprave moraju najpre stvoriti uslove da se zaduže na ovakav način. Kako i kod zaduživanja putem bankarskih kredita potrebni su resursi a kako je izdavanje obveznica veoma kompleksan proces moraju se angažovati i dodatni – eksterni resursi.

Potrebne resurse za realizaciju emisija municipalnih obveznica možemo svrstati u tri kategorije:

1. Kadrovski resursi
2. Tehnički resursi
3. Finansijski resursi

2.4.1 Kadrovski resursi

Prolokom odabira kadrovskih resursa veoma je važno pronaći prave ljude za posao koji treba da urade. Potrebno je imati eksperte različitih struka koji odlično poznaju oblast svo delovanja. Tako je potrebno imati ljude ekonomske struke, inženjere, tehnologe, “IT” stručnjake i dr. u zavisnosti od potreba samog projekta.

Tokom procesa sprovođenja projekta emisije municipalnih obveznica neophodna su specifična znanja iz oblasti finansija i poznavanje srpskog finansijskog tržišta. Najčešći je slučaj da na spisku kadrova zaposlenih u lokalnim samoupravama nema ljudi koji poseduju sva neophodna znanja iz oblasti finansija kako bi samostalno sproveli ceokupan proces emisije municipalnih obveznica od početka do kraja. Zbog toga su lokalne samouprave da prilikom realizacije emisije municipalnih obveznica angažuju eksterne savetnike, što u određenoj meri povećava treškovske celokupnog projekta.

Takođe, izdavanje municipalnih obveznica podrazumeva posetu različitih grupa investitora („Roadshow“), za šta je potrebno izdvojiti vreme nekog visokog opštinskog zvaničnika (investitori očekuju da dobiju odgovore na njihova pitanja od donosioca odluka). Gruba procena ovih resursa je nekoliko radnih dana konkretne osobe, u zavisnosti da li se posećuju i regulatori na tržištu kapitala.³²

³² Pavlović V., Drašković V., Marinković M., Bučić A., Dr. Richter K.,” Smernice za izdavanje municipalnih obveznica” Program podrške opštinama IPA 2007, Beograd 2012. godine, str.15

2.4.2 Tehnički resursi

Tehnička osposobljenost lokalnih samouprava je takođe veoma značajna i može imati veliki uticaj na realizaciju projekta emisije municipalnih obveznica. S obzirom na to da radimo i živimo u XXI veku i da je tehnologija veoma napredna lokalne samouprave bi trebale da idu u korak sa vremenom i da u radu koriste savremenu opremu i programe. Na prvom mestu misli se na programska i "IT" rešenja. Proglami bi trebali da budu jednostavni za rad i da pružaju mogućnost da se do podataka i informacija dolazi na što brži način. Dok bi zaposleni trebali da budu obučeni za korišćenje pomenutih programa.

Na žalost moramo da konstatujemo da smo tokom istraživanja došli do zaključaka da je mali broj lokalnih samouprava u potpunosti tehnički osposobljen za rad. Naime, programi koje lokalne samouprave koriste u radu su uglavnom spori i nepovezani međusobno, tako da se do neophodnih informacija dolazi na teži način.

U postupku izdavanja municipalnih obveznica stalna komunikacija sa potencijalnim investitorima je neophodna.³³ U situaciji kada se izdavanje municipalnih obveznica vrši javnom ponudom, komunikacija sa potencijalnim investitorima putem internet stranice izdavaoca je takođe važna. Internet stranica treba da bude ažurirana i kompletirana sa svim relevantnim podacima o finansijskom stanju izdavaoca, kao i planovima za projekte koji se finansiraju.³⁴

Upravo projekat nabavke, instalacije i obuke zaposlenih za uvođenje novih programa može da bude finansiran sredstvima do kojih se može doći emisijom municipalnih obveznica. Na lokalnim samoupravama je da razmišljaju u tom pravcu.

2.4.3 Finansijski resursi

Prilikom realizacije projekta emisije municipalnih obveznica potrebno je obezbediti određena finansijska sredstva. Sredstva su potrebna kako bi se platili troškovi taksi koje su propisane pravilnicima finansijskih institucija koje su uključene u realizaciju projekta. Najpre mislimo na naknade Komisiji za hartije od vrednosti, Centralnom registru hartija od vrednosti i Beogradskoj berzi.

³³ Pavlović V., Drašković V., Marinković M., Bučić A., Dr. Richter K., "Smernice za izdavanje municipalnih obveznica" Program podrške opštinama IPA 2007, Beograd 2012. godine, str.16

³⁴ Isto

Komisija za hartije od vrednosti

Naknada koja se plaća Komisiji za hartije od vrednosti je naknada za odobrenje primarne ponude hartija od vrednosti.

- Naknada za odobrenje prospekta kada je izdavalac autonomna pokrajina ili jedinica lokalne samouprave iznosi 0,15% od nominalne vrednosti emisije, a ne manje od 250.000,00 dinara.³⁵

Centralni registar hartija od vrednosti

Naknade koje se plaćaju **Centralnom registru hartija od vrednosti**:

1. Otvaranje emisionog računa finansijskih instrumenata - 10.000 dinara;³⁶
2. Dodeljivanje CFI koda i ISIN broja i izmena CFI koda - 1.000 dinara;³⁷
3. Upis emisije hartija od vrednosti / po ISIN-u - 15.000 dinara;³⁸
4. Isplata kupona imaoce hartija od vrednosti - 0,05% od vrednosti kupona³⁹

Beogradska berza

Ukoliko se lokalna samouprava odluči da municipalne obveznice uključni na listing Beogradske berze, sledeće naknade se plaćaju:

JEDNOKRATNE NAKNADE - UKLJUČENJE		
Listing	Naziv hartije od vrednosti	Iznos naknade
PRIME LISTING	dužničke hartije od vrednosti	0,02%, ali ne manje od 160.000 RSD i ne više od 480.000 RSD
STANDARD LISTING		0,02%, ali ne manje od 80.000 RSD i ne više od 240.000 RSD
OPEN MARKET		50.000 RSD

Izvor: www.belex.rs

³⁵ Pravilnik o tarifi Komisije za hartije od vrednosti, ("Sl. glasnik RS", br. 16/2012, 50/2012, 57/2012 - ispr., 68/2012 i 14/2013)

³⁶ Pravilnik o tarifi Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti,

³⁷ Isto

³⁸ Isto

³⁹ Isto

GODIŠNJE NAKNADE* - ORGANIZOVANJE TRGOVANJA		
Listing	Naziv hartije od vrednosti	Iznos naknade
PRIME LISTING		0,01%, ali ne manje od 160.000 RSD i ne više od 320.000 RSD
STANDARD LISTING	dužničke hartije od vrednosti	0,01%, ali ne manje od 80.000 RSD i ne više od 160.000 RSD
OPEN MARKET		20.000 RSD

Izvor: www.belex.rs

**NAPOMENA: godini uključenja hartije od vrednosti na bilo koje od tržišta Beogradske berze, ne plaća se godišnja naknada.*

Pored pomenutih naknada, lokalna samouprava plaća naknadu i pokrovitelju emisije za usluge garantovanja prodaje celokupne emisije municipalnih obveznica po unapred utvrđenim uslovima, ukoliko se na tržištu ne pronađu investitori koji su spremni da kupe obveznice pod povoljnijim uslovima.⁴⁰

2.5 Vremenski okvir projekta emisije municipalnih obveznica

Nakon što smo sagledali sve potrebne resurse za realizaciju emisije municipalnih obveznica, predstavćemo i vremenske okvire u kojima bi ceo postupak emisije mogao da se sprovede od početka do kraja.

Celokupan proces emisije municipalnih obveznica mogao bi se završiti u roku od tri do četiri meseca, zavisno od raspoloživih resursa.



Izvor: Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, str. 18

⁴⁰ Pavlović V., Drašković V., Marinković M., Bučić A., Dr. Richter K., "Smernice za izdavanje municipalnih obveznica" Program podrške opštinama IPA 2007, Beograd 2012. godine, str.17

Nakon što se lokalna samouprave odluči na emisiju municipalnih obveznica u prvih dvadeset dana pribavlja mišljenje Ministarstva finansija. Nakon dobijenog mišljenja proces se nastavlja kao što slika pokazuje. Novac na raspolaganju lokalnoj samoupravi kada se završi proces registracije u Centralnom registru hartija od vrednosti. Dok se obveznice ne registruju celokupan uplaćeni iznos se nalazi na namenskom računu pokrovitelja emisije.

TREĆI DEO:
POTENCIJALNI INVESTITORI U
MUNICIPALNE OBVEZNICE

Investitori u municipalne obveznice mogu biti sve domaće i strane finansijske institucije (banke, fondovi i dr.), sva domaća i strana fizička i pravna lica koja imaju slobodna sredstva za investiranje, kao i Republika Srbija.

Tokom ovog poglavlja predstavimo sve potencijalne investitore u municipalne obveznice, njihove stavove i očekivanja, kao i investicioni potencijal koji poseduju.

3.1 Stavovi i očekivanja potencijalnih investitora

Gotovo svi potencijalni investitori uključujući banke, osiguravajuća društva, investicione fondove i dobrovoljne penzijske fondove, izrazili su veliko interesovanje za ulaganje u municipalne obveznice kada bi se našle u ponudi. Glavni razlog za takvo interesovanje je činjenica, da kao dugoročni investitori nemaju na raspolaganju ništa drugo sa rokom dospeća preko nekoliko godina, osim bankarskih depozita u najvećoj meri i u manjoj obveznica stare devizne štednje i NBS.

Investitori, naravno, insistiraju na određenim uslovima, kako finansijskim tako i ne finansijskim, od kojih se određena tiču regulativa, dok su druga vezana za percepciju rizika od strane ovih institucija.

U narednoj tabeli 12 prikazanoj na sledećoj strani, podelili smo potencijalne profesionalne investitore u tri gupe: Osiguravajuća društva, investicione fondove i banke. Prikazaćemo kakve karakteristike očekuju od eventualnih emitovanih municipalnih obveznica.

Tabela 12 ŽELJENE KARAKTERISTIKE MUNICIPALNIH OBVEZNICA

Grupa investitora	Vrsta emisije	Valuta	Rok dospeća	Kamatna stopa	Referenta stopa	Kolateral	Uloga u emisiji
Osiguravajuća društva	Javna ponuda	EUR	min. 10 godina	Varijabilna	Državne obveznice	Garancije države/banke	Pasivi investitor
Investicioni fondovi	Javna ponuda/utrživa	EUR	do 5 godina	Varijabilna i fiksna	tržišna stopa	Bužetski prihodi, nepokretnosti	Pasivni investitor
Komercijalne banke	Javna i utrživa ponuda	EUR	max. 10 - 12 godina	Varijabilna	Državne obveznice, Euribor + max. 7%	Garancija države/bužetski prihodi/nekretnine	Savetnik, pokrovitelji i investitori

Izvor podataka: Anketa sprovedena kod domaćih osiguravajućih društava, investicionih fondova i banaka

Kao što možemo videti u tabeli sve tri grupe investitora su zainteresovane da ponuda municipalnih obveznica bude javna. Javna ponuda znači da bi upis obveznica mogao da izvrši svaki profesionalni investitor kao i fizičko lice. Takođe, želja investitora jeste i da se obveznice pu završetku upisa listiraju na bezu.

Lisiranje na berzu bi investitorima smanjilo rizik ulaganja tako što im se pruža mogućnost da, u slučaju potrebe za hitnim povratkom uložених sredstava, obveznice prodaju na tržištu kapitala ne čekajući dospeće kako bi povratili uložena sredstva. U zavisnosti od uslova na tržištu u trenutku prodaje obveznice mogu biti prodate uz diskont ili po većoj vrednosti od nominalne. Ovakav način emitovanja municipalne obveznice čini mnogo interesantnijim za investitore.

Obeznica bi se trgovalo na Beogradskoj berzi koja još uvek nije razvijena. Trenutno od instrumenata kojima se trguje u ponudi su akcije domaćih kompanija, obveznice stare devizne štednje i NBS kao i obveznice NLB banke.

Pojava municipalnih obveznica na listingu Beogradske berze bi značajno pokrenula dalji razvoj i to bi značilo korak napred u razvoju kako berzanskog tako i celokupnog finansijskog tržišta u Srbiji.

3.2 Investicioni potencijal investitora u municipalne obveznice

U narednom delu rada biće predstavljene odluke Narodne banke Srbije i Komisije za hartije od vrednosti koje se odnose na ograničenja i uslovi plasmana sredstava profesionalnih investitora u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju lokalne samouprave. Odluke se odnose na osiguravajuća društva, društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima, društva za upravljanje investicionim fondovima i banke. Takođe, biće predstavljena i fizička lica kao mogući investitori u municipalne obveznice.

3.2.1 Osiguravajuća društva

Odlukom o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje („Službeni glasnik RS”, br. 87/2012), propisana su ograničenja pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava za pokriće tehničkih rezervi društva za osiguranje iz člana 114.

Zakona o osiguranju i najviši iznosi deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje iz člana 116. Zakona.

U skladu sa navedenom Odlukom Narodne Banke Srbije Društva za životno i neživotno osiguranje imaju različit tretman strukture ulaganja.

(1) Društva za životno osiguranje

Deponovanja i ulaganja sredstava za pokriće tehničkih rezervi životnih osiguranja ne mogu biti veća od sledećih procenata iznosa tih rezervi, i to:

Za ukupna ulaganja i deponovanja:

- **10%** - u obveznice, odnosno druge dužničke HoV i akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu HoV, tj. u dužničke HoV i akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno na multilateralnu trgovačku platformu (MTP), a do 5% za plasiranja u akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu HoV, tj. akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno MTP.

Za pojedinačna ulaganja i deponovanja:

- **10%** – u obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, tj. u dužničke hartije od vrednosti autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kojima se trguje na regulisano mtržištu, odnosno na MTP, kao i u dužničke hartije od vrednosti autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kod kojih je u odlucio izdavanju, odnosno prospektu jasno izražena namera uključivanja na regulisano tržište, odnosno na MTP (jdnogiz davaoca).

(2) Društva za neživotno osiguranje

Deponovanja i ulaganja sredstava za pokriće tehničkih rezervi životnih osiguranja ne mogu biti veća od sledećih procenata iznosa tih rezervi, i to:

Za ukupna ulaganja i deponovanja:

- Do **10%** - u obveznice, odnosno druge dužničke HoV i akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu HoV tj. u dužničke HoV i akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno na MTP. Do 5% za plasiranja u akcije kojima se ne trguje, tj. u akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno na MTP

Za pojedinačna ulaganja i deponovanja:

- **10%** – u obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, tj. u dužničke hartije od vrednosti autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kojima se trguje na regulisanom tržištu, odnosno na MTP, kao i u dužničke hartije od vrednosti autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kod kojih je u odluci o izdavanju, odnosno prospektu jasno izražena namera uključivanja na regulisano tržište, odnosno na MTP (jednog izdavaoca).

Takođe, odlukom NBS nametnuta su dodatna ograničenja.

Društvo može plasirati u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave ako ispunjavaju sledeće uslove:

- Da postoji garancija Republike Srbije za njihovu emisiju, odnosno pravnog lica ili strane države (državne agencije), sa kreditnim rejtingom koji su agencije za procenu boniteta Standard&Poor's ili Fitch-IBCA utvrdile sa najmanje „A“, odnosno Moody's sa najmanje „A2“ i
- Da njihov izdavalac ima kreditni rejting na nivou kreditnog rejtinga Republike Srbije, a ne manji od rejtinga koji su agencije Standard&Poor's ili Fitch-IBCA utvrdile sa najmanje „BB-“, odnosno Moody's sa najmanje „Ba3“.

Ako hartije od vrednosti ne ispunjavaju dva gore navedena uslova, društvo može u te hartije jednog izdavaoca plasirati do 5% tehničkih rezervi.

Garantne rezerve osiguravajuća društva mogu plasirati bez ograničanja u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave.

U tabeli 13 prikazane su informacije o finansijskom potencijalu ulaganja osiguravajućih društava u municipalne obveznice u skladu sa zakonskom regulativom.

Tabela 13 Osiguravajuća društva

R.b.	Domaća osiguravajuća društva	Tehničke rezerve	Garantne rezerve
1.	Procenat ulaganja u dužničke hartije od vrednosti – ukupna ulaganja	10% životna, 10% neživotna	Bez ograničenja
2.	Procenat ulaganja u dužničke hartije od vrednosti – pojedinačna ulaganja	10% životna, 10% neživotna	Bez ograničenja
3.	Vrednost rezervi na dan 30.06.2014. godine EUR	978 miliona	226 miliona
4.	Potencijal sektora osiguranja EUR (3x1)	Oko 98 miliona	226 miliona
5.	Očekivan stepen učešća sektora osiguranja u emisiji	Oko 15% do 20%	Oko 5%
6.	Očekivano učešće EUR (4x5)	16,5 miliona	11 miliona

Izvor podataka: www.nbs.rs

Tehničke rezerve na dan 31.06.2014. godine iznosile su 113,2 milijarde RSD što po srednjem kursu NBS (kurs 115,7853) na taj dan iznosi 978 miliona EUR, kao što možemo videti u tabeli. Očekivano učešće osiguravajućih kompanija u emisijama municipalnih obveznica nije veliko i pored velikog finansijskog potencijala. Razlog za ovako mali očekivani procenat učešća u odnosu na potencijal koji postoji je taj što na domaćem tržištu nedostaju kvalitetni projekti koje bi sprovodile lokalne samouprave, gde bi država mogla biti garant a osiguranja investitori.

3.2.2 Društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima

Odlukom o maksimalnim visinama ulaganja imovine dobrovoljnog penzijskog fonda, kao i uslovima i načinu ulaganja te imovine u inostranstvu („Sl. glasnik RS“, 43/2011), propisani su limiti za ulaganje društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima u municipalne obveznice.

U skladu sa navedenom odlukom, imovina penzionog fonda može se, ukupno do **50%** imovine fonda, ulagati u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju:

- autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave u Republici Srbiji.

Dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave u Republici Srbiji bez garancije Republike Srbije, a u koje se ulaže imovina fonda – moraju ispunjavati sledeće uslove:

- da je nominalna vrednost emisije ovih hartija najmanje 500.000.000 dinara;
- da se tim hartijama trguje na organizovanom tržištu, odnosno da je u prospektu ili u obaveštenju o izdavanju hartija od vrednosti jasno izražena namera podnošenja zahteva za uključivanje na organizovano tržište ako se emituju primarnom emisijom;
- da su autonomne pokrajine, odnosno jedinice lokalne samouprave u Republici Srbiji otvorile račun sa isključivom namenom za otplatu duga po osnovu tih hartija na kome se u svakom trenutku nalazi iznos potreban za izmirivanje obaveza po osnovu ovih hartija za period od narednih godinu dana;
- da je kreditni rejting tih hartija koji su agencije za procenu boniteta Standard&Poor's i Fitch-IBCA, odnosno Moody's utvrdile najmanje na nivou kreditnog rejtinga Republike Srbije;

Imovina fonda može se uložiti u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave u Republici Srbiji koje ne ispunjavaju navedene uslove i to najviše do **5%** imovine fonda.

Tabela 14 Dobrovoljni penzioni fondovi

R.b.	Domaći penzioni fondovi	Imovina pod upravom
1.	Procenat ulaganja u dužničke hartije od vrednosti	do 25% imovine fonda
2.	Procenat ulaganja u dužničke hartije od vrednosti jednog izdavaoca	do 5% imovine fonda
3.	Vrednost imovine pod upravom na dan 30.06.2014. godine EUR	187 miliona
4.	Potencijal sektora EUR (3x1)	Oko 47 miliona
5.	Potencijalni procenat učešća sektora penzionih fondova	Oko 20%
6.	Očekivano učešće EUR (4x5)	15 miliona

Izvor podataka: www.nbs.rs

Imovina fondova na dana 31.06.2014. godine iznosila je 21,7 milijardi dinara po srednjem kursu NBS (kurs 115,7853) na taj dan iznosi 187 miliona EUR. Kao kod osiguravajućih društava i kod penzionih fondova očekivano učešće investiranja u municipalne obveznice značajno. Penzioni fondovi se veoma teško odlučuju da sredstva plasiraju u municipalne obveznice a razlog za to je isti kao i kod osiguravajućih kompanija. Nema garancija države niti kvalitetnik projekata koji bi se finansirali na ovakav način.

3.2.3 Društva za upravljanje investicionim fondovima

Pravilnikom o investicionim fondovima (Sl. glasnik RS", br. 15/2009, 76/2009 i 41/2011) regulisana je materija ograničenja ulaganja investicionih fondova.

Prema Članu 8. navedenog pravilnika investicioni fondovi se razvrstavaju u četiri grupe.

Četiri grupe fondova prema Pravilniku su:

1. Fond rasta vrednosti imovine;
2. Fond prihoda;
3. Fond očuvanja vrednosti imovine;
4. Balansirani fond.

U nastavku ćemo predstaviti mogućnosti za investiranje u municipalne obveznice navedene četiri grupe investicionih fondova u skladu sa Pravilnikom.

Fond rasta vrednosti imovine

U skladu sa navedenim Pravilnikom Fond rasta vrednosti imovine ulaže najmanje **75%** imovine u vlasničke hartije od vrednosti koje izdaju:

1. akcionarska društva sa sedištem u Republici, kojima se trguje na organizovanim tržištima,
2. strana akcionarska društva, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici,
3. akcionarska društva sa sedištem u državama članicama EU, OECD-a, odnosno susednim državama, kojima se trguje na organizovanim tržištima u tim zemljama.

Preostalih **25%** imovine investicioni fond može ulagati u druge hartije od vrednosti, kao što su municipalne obveznice koje izdaju autonomne pokrajine, odnosno jedinice lokalne samouprave u republici Srbiji.

Fond prihoda

Fond prihoda ulaže najmanje **75%** imovine u hipotekarne obveznice koje se izdaju na teritoriji Republike Srbije i dužničke hartije od vrednosti koje izdaju:

- 1) Narodna banka Srbije, u skladu sa zakonom kojim se uređuje organizacija i nadležnost Narodne banke Srbije,
- 2) **Republika, jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave u Republici i druga pravna lica uz garanciju Republike, u skladu sa zakonom kojim se uređuje javni dug,**
- 3) međunarodne finansijske institucije,
- 4) države članice EU, OECD-a, odnosno susedne države, odnosno jedinice lokalne samouprave tih država, kojima se trguje na organizovanim tržištima u tim zemljama,
- 5) pravna lica sa sedištem u Republici kojima se trguje na organizovanom tržištu,

- 6) pravna lica sa sedištem u državama članicama EU i OECD-a, odnosno susednim državama, kojima se trguje na organizovanim tržištima u tim državama.

U uslovima poremećaja na finansijskom tržištu, najmanje 60% imovine fonda prihoda mora biti uloženo u hartije od vrednosti koje izdaju navedene institucije.

Fond očuvanja vrednosti imovine (novčani fond)

Fond očuvanja vrednosti imovine ulaže najmanje **75%** imovine u:

1. Kratkoročne dužničke hartije od vrednosti koje izdaje:

- 1) Narodna banka Srbije, u skladu sa zakonom kojim se uređuje organizacija i nadležnost Narodne banke Srbije,
- 2) **Republika, jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave u Republici i druga pravna lica uz garanciju Republike, u skladu sa zakonom kojim se uređuje javni dug,**
- 3) pravna lica sa sedištem u Republici, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici,

2. novčane depozite,

- 1) u bankama sa sedištem u Republici osnovanim u skladu sa zakonom kojim se uređuje poslovanje banaka i drugih finansijskih organizacija,
- 2) u bankama u državama članicama EU, odnosno OECD-a.

Preostalih **25%** imovine investicioni fond može ulagati u ostale hartije od vrednosti.

Balansirani fond

Balansirani fond ulaže najmanje **85%** imovine u vlasničke hartije od vrednosti i dužničke hartije od vrednosti u koje mogu ulagati Fond rasta vrednosti imovine i Fond prihoda saglasno odredbama ovog pravilnika.

U uslovima poremećaja na finansijskom tržištu ulaganja u dužničke hartije od vrednosti i novčane depozite ne može biti manje od **35%** ni više od **65%** vrednosti imovine fonda.

U narednoj tabeli predstavljena je visina imovine u eurima kojom investicioni fondovi u Srbiji raspolažu na dan 20.12.2014. godine po srednjem kursu NBS na taj dan (kurs 122,4206).

Tabela 15 Investicioni fondovi

	Fond rasta vrednosti imovine	Balansirani fond	Fond očuvanja vrednosti imovine
Procenat ulaganja u dužničke hartije od vrednosti	25%	Min. 35% max. 65%	25%
Vrednost imovine pod upravom na dan 20.12.2014. godine EUR	7,59 miliona	1,09 miliona	68,52 miliona
Očekivano učešće EUR	1,1 milion	Oko 165 hiljada	Do 15 miliona

Izvor podataka: www.mojnovac.rs

Kao što je u tabeli prikazano ukupna vrednost imovine pod upravom investicionih fondova u Srbiji trenutno iznosi oko **77,2 miliona** evra što je mnogo manji potencijal za investiranje od ostalih finansijskih institucija u zemlji. Pravilnikom su fondovi razvrstani u četiri grupe, međutim u tabeli smo prikazali samo tri. Razlog je taj što u Srbiji još uvek ne postoji ni jedan fond prihoda.

Možemo videti da fondovi očuvanja vrednosti imovine najveće finansijske mogućnosti za ulaganje u municipalne obveznice, s obzirom na to da raspolažu sa najvećim kapitalom. Za očekivati je da ukupno učešće investicionih fondova u kupovini municipalnih obveznica bude oko **16 miliona** evra. S obzirom na njihova očekivanja koja smo u prethodnom poglavlju prikazali fondovi bi investirali na kraći rok (do 5 godina), čime bi opštine mogle da finansiraju manje infrastrukturne projekte ili da sredstva koriste za refinansiranje i tekuću likvidnost.

Ovo je još jedan pokazatelj u nizu koji potvrđuje koliko je tržište kapitala u Srbiji nerazvijeno. Na razvijenim tržištima kapitala investicioni fondovi imaju najveći potencijal za investiranje. Međutim, za naše istraživanje prikazani podaci o investicionim fondovima su veoma značajni jer su nam pokazali da postoji veliki potencijal za razvoj novih finansijskih instrumenata kao što su municipalne obveznice a time i razvoj celokupnog tržišta kapitala. Naime, ukoliko bi se na tržištu kapitala u Srbiji često pojavljivale nove emisije municipalnih

obveznica kojima se finansiraju kvalitetni projekti i koje imaju dobre kolaterale verujemo da bi i investicioni fondovi mogli da uvećaju svoju imovinu. Naprimer, mogli bi da se dokapitalizuju preko fondova iz inostranstva čija su sredstva za investicije veoma velika ili da vrše nove upise investicionih jedinica na domaćem tržištu. To bi se veoma pozitivno odrazilo na razvoj celokupnog finansijskog tržišta u Srbiji.

3.2.4 Komercijalne banke

Domaće banke imaju veoma veliki investicioni potencijal kada je u pitanju kupovina dužničkih hartija od vrednosti koje izdaju pravna autonomnepokrajine, odnosno jedinice lokalne samouprave u Republici Srbiji, tj. municipalnih obveznica. Limit izloženosti iznosi do **25%** vrednosti kapitala banke prema jednom dužniku ili povezanim licima.

Ukupan kapital banaka na dan 30.06.2014. godine iznosio je **611 milijardi dinara** što po srednjem kursu NBS (kurs 115,7853) na taj dan iznosi **5,3 milijardi evra**. Banke imaju najveći potencijal za investiranje u municipalne obveznice. Svojim sredstvima mogu ispratiti gotovo svaku eventualnu emisiju i finansirati gotovo svaki projekat. Takođe, uloga banaka u emisijama municipalnih obveznica može biti višestruka. Banke se mogu pojavljivati i kao savetnici, pokrovitelji i garanti emisija municipalnih obveznica. Kao što smo na početku poglavlja prikazali banke su zainteresovane da aktivno učestvuju u emisijama municipalnih obveznica koje se izdaju sa rokovima dospeća do 12 godina i gde je država garant.

3.2.5 Fizička lica kao investitori u municipalne obveznice

Izmenom Zakona o javnom dugu ("Sl. glasnik RS", br. 18/2010) omogućeno je svim fizičkim licima da mogu investirati u dužničke hartije od vrednosti koje, između ostalih, izdaju autonomne pokrajine, odnosno jedinice lokalne samouprave u Republici Srbiji. Što znači da im je pružena mogućnost da učestvuju u emisijama municipalnih obveznica kao individualni investitori bez posrednika.

Do momenta izmene Zakona o javnom dugu individualnim investitorima na raspolaganju su bili sledeći oblici investicioni ili štedni:

- Oročeni štedni depoziti u bankama;
- Ograničen broj privatnih penzionih fondova;

- Osiguravajuće kuće – u vidu štednje (životno osiguranje, privatno penziono osiguranje...)
- Domaće berzansko tržište vlasničkih hartija od vrednosti

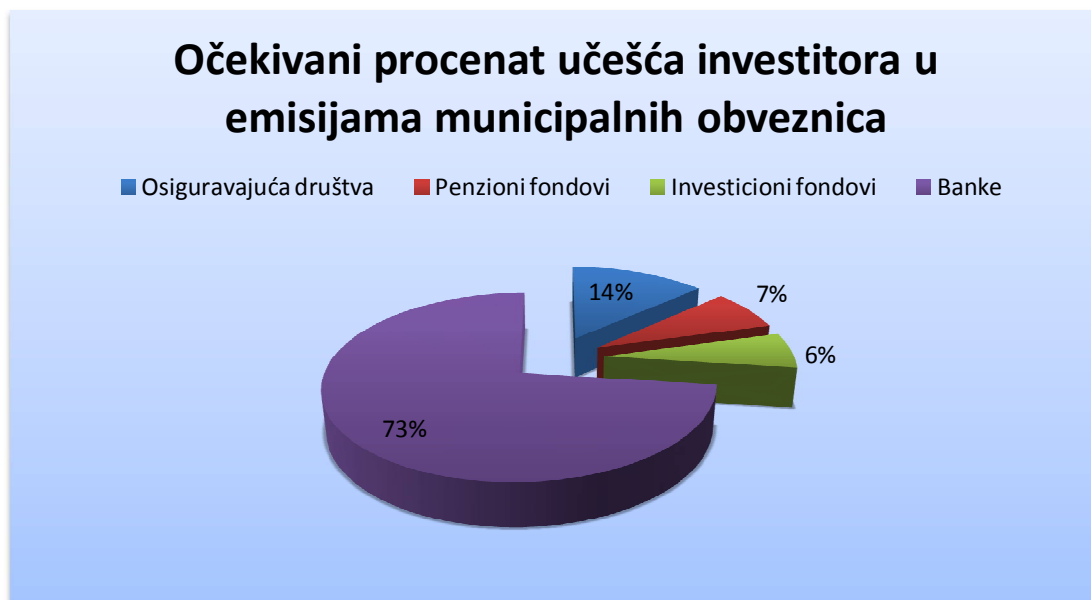
Omogućavanjem da samostalno investiraju u municipalne obveznice donelo je nekoliko prednosti:

- Proširivanje baze finansijskih instrumenata u koje se može investirati što je za direktnu posledicu imalo bolju diversifikaciju rizika ulaganja;
- Manji rizik ulaganja koji odlikuje municipalne obveznice – rizik koji se vezuje za municipalne obveznice onosi se najviše na uspešnost poslovanja lokalne samouprave koja emituje obveznice i na održivost projekta koji se finansira.
- Povoljan poreski tretman koji direktno povećava profit od investicija u municipalne obveznice – Zakonom o porezu na dohodak građana prihod koji se ostvaruje po osnovi kamate na municipalne obveznice oslobođen je od plaćanja poreza. Što znači da individualni investitori neće platiti porez na prihod koji ostvari od kamate na municipalne obveznice. Ovo direktno povećava prinos na municipalne obveznice. Ukoliko uzmemo u obzir činjenicu da porez iznosi 15% po zakonu ovo povećanje nije zanemarljivo.

Pored navedenih prednosti možemo izdvojiti još jednu posebnu ukoliko su obveznice listirane na berzanskom tržištu. Naime, obveznice listirane na berzanskom tržištu investitorima pružaju određenu dozu sigurnosti. Ukoliko zele da dođu do sredstava obveznice mogu prodati na bezanskom tržištu i tako povratiti uložena sredstva pre roka njihovog dospeća. U zavisnosti od uslova na tržištu obveznice mogu prodati po većoj vrednosti od nominalne ili uz diskont.

Prema podacima NBS oročeni depoziti stanovništva u bankama iznosili su oko **8,8 milijardi EUR** na kraju drugog kvartala 2014. godine. Ovaj podatak nam govori kakav potencijal u emisijama municipalnih obveznica imaju individualni investitori. Prikazali smo da je sa regulatorne strane omogućeno nesmetano investiranje u municipalne obveznice. Potrebno je predložiti dobre i sigurne projekte koji bi se finansirali na ovakav način i verujemo da će, ukoliko se to obezbedi, uloga fizičkih lica u kupovini municipalnih obveznica biti veoma velika.

Prema do sada prikazanom investicionom potencijalu profesionalnih i individualnih investitora grafički ćemo prikazati očekivani procenat učešća svih grupa investitora u emisijama municipalnih obveznica.



Kada sagledamo sve prikazano u ovom poglavlju možemo sa sigurnošću zaključiti da investicioni potencijal u velikoj meri postoji. Ono što nedostaje jesu još dve ključne stvari. Prvo, informisanost i edukacija lokalnih vlasti da sredstva mogu prikupiti emisijom municipalnih obveznica odnosno, sa druge strane edukacija individualnih investitora da mogu ostvarivati dugoročne sigurnije prinose investirajući u municipalne obveznice. Drugo, kvalitetni projekti lokalnih vlasti koji bi se finansirali emisijama municipalnih obveznica. Projekti bi trebali biti dugoročno održivi i isplativi kako bi lokalne vlasti mogle da generišu profite i redovno isplaćuju kupone svojim poveriocima.

ČETVRTI DEO:
ISKUSTVA GRADOVA KOJI SU
EMITOVALI MUNICIPALNE
OBVEZNICE

Tokom prethodnog dela rada predstavili smo potencijalne investitore u municipalne obveznice. U ovom poglavlju rada bavićemo se iskustvima gradova koji su se odlučili da sredstva prikupe na tržištu kapitala emisijama municipalnih obveznica. Od ukupno četiri jedinice lokalne samouprave izabrali smo tri najtransparentnije. To su gradovi Novi Sad, Pančevo i Šabac.

Pre nego što predsavimo iskustva pomenutih gradova podsetićemo na određene situacije koje su prethodile prvim emisijama municipalnih obveznica u Srbiji. Naime, sredinom 2010. godine zahvaljujući „**Programu podsticaja ekonomskom razvoju opština (MEGA)**“ koji je finansirao javno takmičenje za uspostavljanje kreditnog rejtinga opština u Srbiji određen je kreditni rejting za tri srpska grada sa, u tom trenutku, najboljim finansijskim rezultatom. To su bili gradovi: Kraljevo, Valjevo i Novi Sad. Ova tri grada su dobili kreditne rejtinge u junu 2010. godine.

Služba za investitore agencije za kredinti rejting Moody's je dodelila kreditni rejting **B1** gradovima Kraljevu i Valjevu, dok je grad Novi Sad dobio kreditni rejting **Ba3**. Ovakvi rejtinzi smatraju se stabilnom ocenom i trebalo je da pomognu pomenutim gradovima da uđu na tržište kapitala, najpre srpsko a zatim i na međunarodno.

Ove ocene bazirale su se na dobrom sveukupnom budžetskom učinku ovih gradova i ograničenoj izloženosti za direktno zaduživanje u tom trenutku. Dobijanje kreditnog rejtinga trebalo je da učini ulaganje u potencijalne obveznice ovih gradova manje rizičnim, transparentnijim i time atraktivnijim za investitore.

Međutim, od ova tri grada samo je Novi Sad iskoristio, u tom trenutku, novostvorenu situaciju na tržištu i odlučio se na emisiju municipalnih obveznica 2011. godine. Iskustva grada Novog Sada ćemo predstaviti u nastavku rada.

4.1 Emisija obveznica grad Novi Sad

Na samom početku predstavimo tok odlučivanja grada Novog Sada (u daljem tekstu: Grad) na emisiju municipalnih obveznica. S obzirom na to da je Grad emitovao obveznice u julu 2011. godine koristićemo finansijske podatke Grada iz tog perioda.

„Moody’s Investor Service“ je 27.juna 2010. godine Gradu dodelilo kreditni rejting **Ba3**, što je stabilan kreditni rejting.

U trenutku emisije municipalnih obveznica Grad nije bio kreditno zadužen. Naime, imao je jedan dugoročni kredit od EBDR od 2002. godine u iznosu od 1,9 miliona EUR (tada je to iznosilo 2% tekućih prihoda grada) koji je bio vrećen je pre roka u 2008. godini iz slobodnih rezervi likvidnosti grada.

Sa zakonskog aspekta, regulatori na finansijskom tržištu Srbije su morali da naprave nekoliko ustupaka Gradu kako bi emisija municipalnih obveznica bila uspešna. Naime, radi se o sledećem:

- *Narodna banka Srbije je zbog usvajanja novog Zakona o penzionim fondovima usvojila novu dkluku o uslovima i načinu ulaganja imovine penzionih fondova, a kojom je omogućeno da penzioni fondovi uzmu učešća u kupovini municipalnih obveznica.⁴¹*
- *Komisija za hartije od vrednosti je promenila nekoliko svojih podzakonskih akata, i to⁴²:*
 - *Pravilnik o tarifi, čime je smanjena naknada Komisije na maksimalnih 500 hiljada dinara;*
 - *Pravilnik o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti, a što je bilo neophodno učiniti imajući u vidu nemogućnost da se municipalne obveznice izdaju javnom ponudom.*
- *Ministarstvo finansija je dalo mišljenje po kome je prihvatilo Međunarodnu finansijsku korporaciju (IFC) kao investitora koji može investirati u municipalne obveznice.⁴³*

Za učesnike u procesu emisije municipalnih obveznica nekoliko domaćih i stranih investitora izrazilo je nameru da učestvuje. Naime, šest domaćih komercijalnih banaka i jedno

⁴¹Pavlović V., Drašković V., Marinković M., Bučić A., Dr. Richter K.,” Smernice za izdavanje municipalnih obveznica” Program podrške opštinama IPA 2007, Beograd 2012. godine, str.35

⁴²Isto

⁴³Isto

brokersko-dilersko društvo dostavili su ponude za usluge pokrovitelja emisije municipalnih obveznica.

Pre nego što se su se vlasti Grada odlučile na emisiju municipalnih obveznica raspisan je javni poziv za nabavku kredita komercijalnih banaka. U postupku javne nabavke kredita, najbolja ponuda koja je ispunjavala sve uslove iz javnog poziva je imala fiksnu efektivnu kamatnu stopu od 7,5% na rok od 12 godina (2 godine grace perioda i 10 godina otplate duga).

Ponuda koja je dostavljena sa strane pokrovitelje emisije, UniCredit Banka, podrazumevala je garantovanje izdavanja obveznica po maksimalnoj efektivnoj fiksnoj kamatnoj stopi od 6,25%, uz istu ročnost obveznice kao što je bio i kredit. Efektivna kamatna stopa obveznicu se sastojala od kupona u iznosu od 6,2% + naknada za pokrovitelja emisije.

U poređenju sa uslovima kredita Grad se emisijom municipalnih obveznica zadužio uz efektivnu kamatnu stopu koja je za 1,25% manja. Na ukupan iznos od **35 miliona evra** ostvarena je ušteda od **preko 3 miliona evra**, zato što je izabran fleksibilniji način zaduživanja kroz izdavanje municipalnih obveznica.

Emisija obveznica Novog Sada imala je veliki uticaj na ostale gradove i jedinice lokalne samouprave u Srbiji pošto je po prvi put prikazano da grad može prikupiti sredstva na ovakav način. Probudio se interesovanje i ostalih lokalnih samouprava za prikupljanje sredstava emisijama municipalnih obveznica. Sa druge strane i investitori su takođe pokazali želju za municipalnim obveznicama kao jednim od instrumenata u koje žele da investiraju.

4.2 Emisija obveznica grad Pančevo

Nakon devet meseci od emisije obveznica Novog Sada, vlasti grada Pančeva su se odlučile da sredstva prikupe na isti način, emisijom municipalnih obveznica. Na sednici održanoj 12.04.2012. godine gradsko veće donelo je „Odluku o izdavanju I emisije obveznica grada Pančeva“.

Namena emisije bila je prikupljanje finansijskih sredstava potrebnih za realizaciju kapitalnih investicionih projekata komunalne i sportske infrastrukture, ito:

- Priprema radova i izgradnja olimpijskog bazena u Pančevu, u naselju “Kotež 2”,
- Učešće u izgradnji grudobrana u kasarni “Rastko Nemanjić” u Pančevu,
- Izrada projektno-tehničke dokumentacije i infrastrukturno opremanje industrijske zone “Grinfild 2” u Pančevu,
- Izrada projektno-tehničke dokumentacije i infrastrukturno opremanje severne industrijske zone u Pančevu,
- Rekonstrukcija ulice Kajmakčalanska u Pančevu.

Obveznice su izdate kao amortizujuće kuponske obveznice sa rokom dospeća od 7 godina sa grejs periodom od jedne godine. Ukupan iznos emisije iznosio je 107 miliona dinara indeksiran u evrima (sa primenom srednjeg kursa NBS na dan 23.04.2012. godine) u broju od 10.700 komada pojedinačne nominalne vrednosti od 10.000,00 dinara.

Kamatna stopa na emitovane obveznice sastoji se iz fiksnog dela koji se uvećava za vajabilni deo. Fiksni deo kamatne stope iznosi 7,45% a varijabilni deo 3M EURIBOR na godičnjem nivou. Kamata se obračunava kvartalno po formuli za proporcionalni metod. U nastavku ćemo prikazati formulu po kojoj se obračunava kamata:

$$Kamata = glavica \times \frac{3M \text{ EURIBOR} + 7,45}{100} \times \frac{BROJ \text{ DANA U PERIODU}}{360}$$

Obveznica sadrži 28 kupona. Prva četiri kupona sadrže samo kamatu, dok svi ostali kuponi sadrže jednake amortizujuće iznose glavnice uvećane za kamatu.

Obveznice su izdate bez obaveze objavljivanja prospekta kvalifikovanim investitorima (prema Članu 12. Zakona o tržištu kapitala). U skladu sa donetom „odlukom o izdavanju obveznica grada Pančeva“, izdatim obveznicama se moglo trgovati u sekundarnom prometu van organizovanog tržišta između kvalifikovanih investitora. Što znači da su prodate unapred poznatim investitorima. Ostavljena je mogućnost da se na zahtev bilo koje od strana može sprovesti uključivanje obveznica naregulisano tržište, odnosno MTP, nakon dobijanja rešenja o odobrenju objavljivanja prospekta odstrane Komisije za hartije od vrednosti.

Obveznice grada Pančeva odkupile su dve banke, i to:

- Banca Intesa AD Beograd u iznosu od 50% od obima emisije, odnosno 5.350 komada obveznica;
- Komercijalna banka AD Beogradu iznosu od 50% od obima emisije, odnosno 5.350 komada obveznica.

Kako što je bio slučaj u emisiji obveznica grada Novog Sada, i grad Pančevo je dobio ponudu da sredstva prikupi uzimanjem kredita od banke. Efektivna kamatna stopa iznosila je 9,9% dok je kamatna stopa na emitovane obveznice iznosila 9,5%.

Vlasti grada Pančeva potvrdile su da se emisijom municipalnih obveznica sredstva mogu prikupiti po povoljnijim uslovima od klasičnog kredita.

4.3 Emisija obveznica grad Šabac

Nakon emisija municipalnih obveznica gradova Novog Sada i Pančeva koje prodate unapred poznatim investitorima, vlasti grada Šapca odlučile su se da municipalne obveznice emituju javnom ponudom. Predsavićemo municipalne obveznice koje je grad Šabac emitovao početkom decembra 2014. godine.

Osnovni podaci o gradu

Poslovno ime:	Grad Šabac
Sedište:	Šabac
Adresa:	Gospodar Jevremova 6, Šabac
Matični broj:	07170033
PIB:	100084635
Telefon:	+381 15 346 100; +381 15 346 711
Email:	opstina@sabac.org

4.3.1 Informacije o municipalnim obveznicama

Obveznice su emitovane kao neograničeno prenosive dugoročne dužničke hartije od vrednosti, odnosno ponuđene u obliku dematerijalizovanog finansijskog instrumenta i registrovane uobliku elektronskog zapisa na računu hartija od vrednosti na ime zakonitog imaoca, udinarskoj denominaciji, tj. vrednosti.

Prava koja obveznice nose svojim imaocima su sledeća:

- Pravo na isplatu nominalne vrednosti glavnice;
- Pravo na isplatu kamate po unapred poznatoj fiksnoj stopi od 6% na godišnjem nivou;
- Pravo na naplatu potraživanja u skladu sa odredbama važećih zakonskih propisa;
- Pravo raspolaganja obveznica u skladu sa zakonom;
- Druga prava u skladu sa zakonom.

4.3.2 Prikaz kamatne stope, obračuna i isplate kamate i glavnice, prinosa obveznica

Obveznica sadrži sedam (7) kupona. Prva dva (2) kupona sadrže samo kamatu, dok ostalih pet(5) kupona sadrže jednake amortizovane iznose glavnice uvećane za kamatu koja se obračunava po prikazanoj formuli na neotplaćen iznos glavnice.

Obveznice prve emisije Grada Šapca nose kamatnu stopu od 6% na godišnjem nivou. Kamata se obračunava po formuli za proporcionalan metod:

$$Kamata = \frac{6\%}{neotplaćena\ glavnica} \times \frac{stvarni\ broj\ dana\ u\ periodu}{stvarni\ broj\ dana\ u\ godini}$$

Kamata se isplaćuje godišnje, počevši od prve godine i zaključno sa sedmom godinom, a glavnica će se isplaćivati u jednakim delovima počevši od treće godine i zaključno sasedmom godinom i isplata će takođe biti godišnja.

Obračun kamate se vrši na neotplaćeni iznos glavnice izražen u EUR. Obaveza po kuponu se na dan dospeća množi sa zvaničnim srednjim kursom Narodne banke Srbije na taj dan i isplaćuje u RSD.

Nominalna vrednost obveznice iznosi 10.000,00 dinara. Obveznice su se tokom javne ponude izdavale po emisionoj ceni od 10.000,00 dinara, odnosno investitori su plaćali 100% nominalne vrednosti obveznice. Ukupan broj obveznica je 40.000 komada, što znači da vrednost emisije iznosi 400 miliona dinara (indeksirano u EUR).

4.3.3 Rizici obveznica grada Šapca

U nastavnu ćemo predstaviti rizike koje nose obveznice grada Šapca, i to:

1. Valutni rizik,
2. Rizik promene kamatnih stopa,
3. Rizik tržišne cene,
4. Rizik likvidnosti,
5. Rizik inflacije,
6. Rizik reinvestiranja,
7. Poreski rizik, i
8. Domaće tržište kapitala

Valutni rizik

Valutni rizik (rizik deviznog kursa) je verovatnoća ostvarenja gubitka usled promene vrednosti valute u kojoj su emitovane obveznice. Valutni rizik je prisutan ako su u poslovanje potencijalnog investitora, kupca obveznica, uključene transakcije nominovane u stranim valutama, uvoz ili izvoz robe, dugovi izraženi u stranim valutama itd.

Rizik deviznog kursa nastaje onda kada su prihodi ili rashodi denominovani u više valuta, odnosno kada su prihodi denominovani u jednoj, a rashodi, u drugoj valuti. U tom slučaju promena kursa valute može da dovede do gubitka. Ako su prihodi koje potencijalni investitor ostvaruje od obveznica denominovani u dinarima, a njegove obaveze u evrima ili nekoj drugoj stranoj valuti, depresijacija dinara otežava servisiranje obaveza investitora, odnosno dovodi do gubitka.

Obveznice Sapca su emitovane u dinarima sa evro klauzulom, te je prisutan valutni rizik da usled pada vrednosti evra u odnosu na domaću valutu i vrednost obveznice izražena u domaćoj valuti bude niža.

Rizik promene kamatnih stopa

Imalac obveznice sa fiksnom kamatnom stopom izložen je riziku pada cene takve obveznice kao rezultata promene tržišnih kamatnih stopa, tj. kamatnih stopa koje na tržištu plaćaju uporedivi izdavaoci. Naime, iako je kamatna stopa na obveznice izdavaoca fiksirana, tržišne kamatne stope se menjaju što utiče na cene obveznica.

Odnos cena i kamatnih stopa je inverzan, tako da rast tržišne kamatne stope umanjuje tržišnu vrednost obveznice sa fiksnom kamatnom stopom i to sve dok se prinos do dospeća na takvu obveznicu ne izjednači sa trenutnim tržišnim i obrnuto.

Kamatne stope ovog izdanja prilagođene su nivou kamatnih stopa na bankarskom tržištu i tržištu duga u Srbiji. Šabac nema uticaja na ponašanje kamatnih stopa na tržištu, tako da rast kamatnih stopa na tržištu može prouzrokovati pad cena ovog izdanja što može negativno uticati na investitore. Takođe, pad kamatnih stopa na tržištu može dovesti do rasta cena ovog izdanja što bi imalo pozitivne efekte na investitore.

Rizik tržišne cene

Na tržišnu cenu obveznica utiče veliki broj činilaca kao npr. promena tržišnih kamatnih stopa celokupna kretanja u privredi, politika centralne banke, inflacija, kao i nedovoljna ili prevelika potražnja za obveznicama. Imalac obveznica tako je izložen riziku pada tržišne cene obveznica ako ih prodaje predospeća.

Rizik likvidnosti

Rizik likvidnosti predstavlja opasnost da investitor ostvari gubitak na prodaji obveznice zbog nemogućnosti lake i brze prodaje, tj. nedovoljne likvidnosti tržišta obveznica. Nezavisno od uključenja obveznica Šapca na regulisano tržište, nije sigurno da će se razviti aktivno trgovanje istima, a koje bi trajalo celo razdoblje do dospeća obveznica. U slučaju da se aktivno trgovanje ne razvije to može otežati prodaju obveznica na regulisanom tržištu i moglo bi imati negativan uticaj na tržišnu cenu obveznice.

Rizik inflacije

Rizik inflacije je verovatnoća da će doći do neočekivane promene inflacionih kretanja koja nisu bila predviđena u trenutku definisanja fiksne kamatne stope. U tom slučaju dolazi do obezvređenja kamatnog prihoda (kupona), a kada inflacija postane veća od kuponske stope, kamatni prihod postaje negativan.

Obveznice Grada Šapca emituju se u dinarima, ali su buduće isplate kupona i glavnice indeksirane u evro, čime buduće isplate prate kretanje evra u odnosu na domaću valutu, te obveznica ne nosi rizik dinarske inflacije.

Rizik reinvestiranja

Rizik reinvestiranja je opasnost da će investitor sve prilive po osnovu obveznica koje dobije pre roka dospeća morati da ulaže po kamatnoj stopi manjoj od prinosa do dospeća po kojem je kupio obveznicu. Rast kamatnih stopa na tržištu umanjuje rizik reinvestiranja, dok njihov očekivani pad povećava verovatnoću realizacije manjeg prinosa od onog po kojem je obveznica kupljena.

Obveznice koje plaćaju kupone obračunate po većoj stopi kuponskoj, obveznice koje imaju duži rok dospeća, kao i anuitetne i opozive obveznice izloženije su riziku reinvestiranja od neopozivih, čistih kuponskih obveznica sa kraćim rokom dospeća i nižom kuponskom stopom.

Poreski rizik

Rizik poreskih prihoda sadržan je u vrsti i visini poreskih prihoda koji su zakonom utvrđeni kao izvori finansiranja, što znači da prihodi Šapca zavise od zakonski utvrđenih izvora i nivoa privrednih aktivnosti na koje se utvrđeni porezi obračunavaju. Značajne promene u jednom od ova dva faktora, uz pretpostavku nepromenjenih rashoda mogu dovesti do nastanka deficita budžeta Šapca.

Domaće tržište kapitala

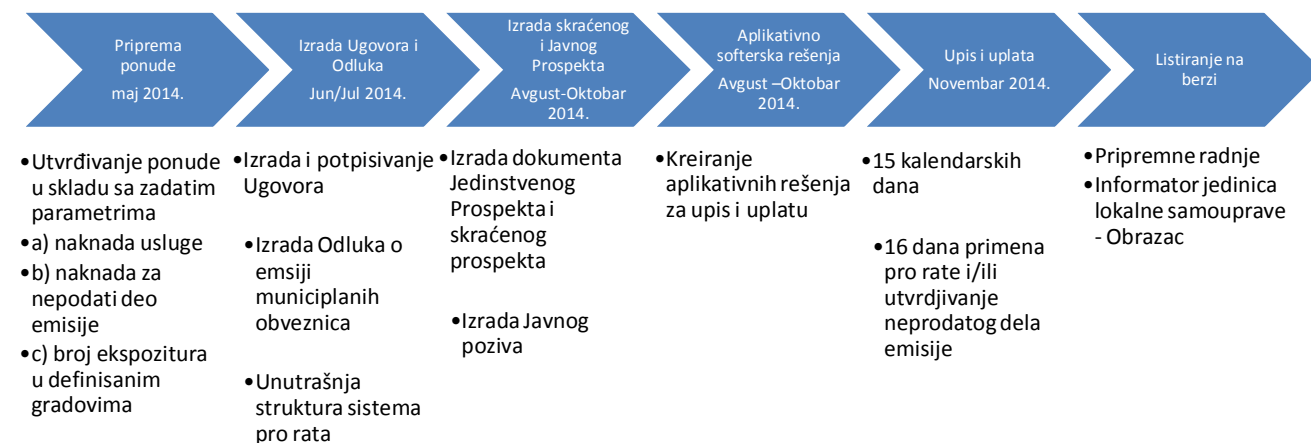
Osnovni problemi tržišta kapitala u Srbiji sa kojima se susreću postojeći i potencijalni investitori su:

- Izrazito niska tržišna kapitalizacija;
- Mali broj akcija, obveznica i drugih kvalitetnih vrsta finansijskih instrumenata koji se kotiraju na Beogradskoj berzi;
- Nedostatak transparentnosti poslovanja izdavalaca hartija od vrednosti;
- Nedostak likvidnosti;
- Izuzetno visoka volatilnost cena;
- Niska domaća tražnja i nedovoljan broj velikih institucionalnih investitora;
- Isuviše kratka istorija trgovanja, tako da je pravila tehničke analize, ali i fundamentalne, teško primeniti u praksi.

Tržište kapitala Republike Srbije karakteriše dominantno prisustvo vlasničkih hartija od vrednosti nastalih u procesu privatizacije, veoma mali broj emitovanih i korporativnih obveznica. Država Srbija je počela proces emitovanja duga za servisiranje budžetskih obaveza, ali se tim dugom ne trguju aktivno na organizovanom tržištu. Na domaćem tržištu kapitala ne postoji obveznički indeks, te za emisiju obveznica grada Šapca ne postoji referentna hartija od vrednosti, kao ni referentni prinos. Ograničavajući faktori su veličina tržišta, slaba likvidnost za postojeće instrumente, nepostojanje većeg broja domaćih investitora i bankocentričan finansijski sistem.

4.3.4 Javna ponuda obveznica grada Šapca

Na samom početku prikazaćemo koje su sve aktivnosti sprovedene tokom emisije obveznica grada Šapca.



Izvor: Banca Intesa AD

Javna ponuda obveznica Šapca počela je 04.12.2014. godine a završila se 18.12.2014. godine. U nastavku poglavlja prikazaćemo ostvarene rezultate prilikom upisa.

Investitori su mogli upisati i uplatiti najmanje jednu obveznicu nominalne vrednosti 10.000 dinara, a ukupan broj obveznica bio je 40.000 komada kao što smo ranije napomenuli.

Obveznice su bile podeljene na srazmerni deo emisije po „Pro rata“ principu, koji je imao definisanu unutrašnju strukturu u cilju omogućavanja veće raspoloživosti fizičkim licima.

„Pro rata“ princip primanjivao se na način da se 50% od ukupne vrednosti emisije obveznica rezerviše samo za upis i uplatu od strane rezidentnih i nerezidentnih fizičkih lica dok je dugih 50% bilo raspoloživo za upis rezidentnih i nerezidentnih pravnih lica.

4.3.5 Uslovi ponude

Ponuda potencijalnim investitorima bila je sadržala je sledeće uslove:

1. Investitori fizičkalica – rezidenti i nerezidenti

Naknada za otvaranje vlasničkog računa – RSD 500,00 (za investitore koji žele da otvore vlasnički račun kod Banca Intesa a.d, Beograd)

Naknada CRHOV za otvaranje vlasničkog računa – RSD 500,00.

Naknada za Upis i uplatu – 1% (od ukupne vrednosti upisanih Obveznica u nalogu), minimum 500,00 RSD, maksimum 100.000,00 RSD po nalogu.

Naknada prilikom dospeća i isplate anuiteta, kupona i glavnice:

- bez naknade Pokrovitelja

- Naknada za novčano saldiranje 0,1% za potencijalne investitore kojima je broker Banka Intesa a.d. Beograda 0,2% za ostale investitore

- Naknada CRHOV – Isplata kupona i anuiteta imaocu finansijskih instrumenata (tarifni stav 8.1. Pravilnika o tarifi CRHOV) – 0,05% po nalogu

- Naknada CRHOV – isplata glavnice finansijskih instrumenata (tarifni stav 8.3. Pravilnika o tarifi Centralnog registra) – 0,05% po nalogu ne više od 5.000,00 RSD.

2. Investitoripravna lica – rezidentie nerezidente

Naknada za otvaranje vlasničkog računa – 1.000,00. (za investitore koji žele da otvore vlasnički račun kod Banca Intesa a.d, Beograd)

Naknada CRHOV za otvaranje vlasničkog računa – RSD 500,00.

Naknada za Upis i uplatu – 1% (od ukupne vrednosti upisanih Obveznica u nalogu), minimum 500,00 RSD, maksimum 100.000,00 RSD po nalogu.

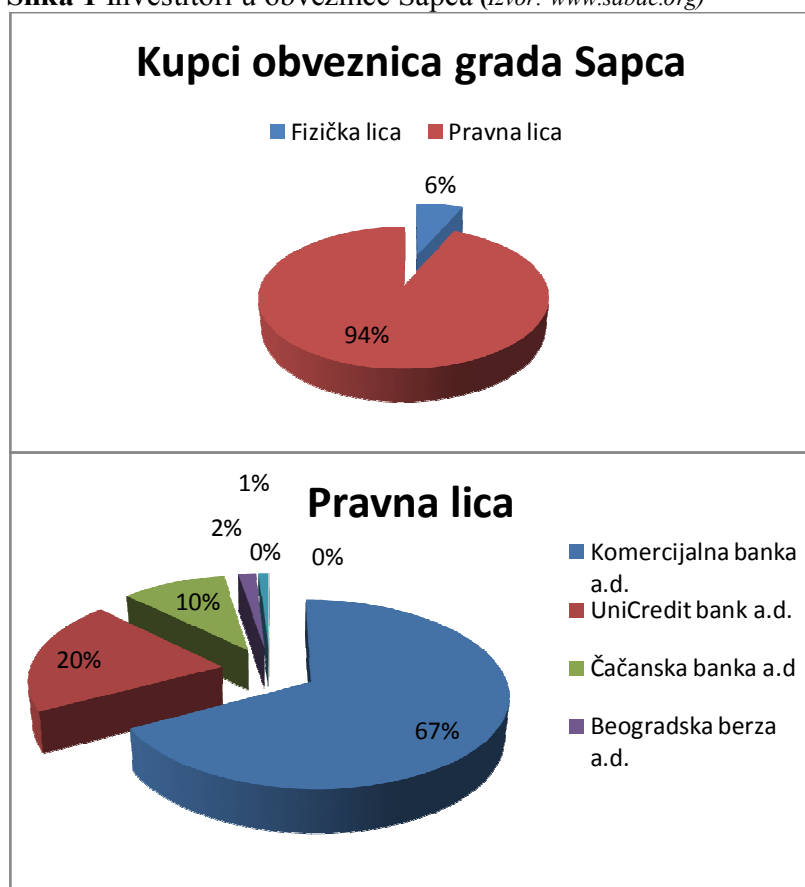
Naknada prilikom dospeća i isplate anuiteta, kupona i glavnice:

- bez naknade Pokrovitelja

- Naknada za novčano saldiranje 0,1% za potencijalne investitore kojima je broker Banka Intesa a.d. Beograda 0,2% za ostale investitore
- Naknada CRHOV – Isplata kupona i anuiteta imao su finansijskih instrumenata (tarifni stav 8.1. Pravilnika o tarifi CRHOV) – 0,05% po nalogu
- Naknada CRHOV – isplata glavnice finansijskih instrumenata (tarifni stav 8.3. Pravilnika o tarifi Centralnog registra) – 0,05% po nalogu ne više od 5.000,00 RSD.

4.3.6 Ishod javne ponude i emisije obveznica grada Šapca

Slika 1 Investitori u obveznice Sapca (Izvor: www.sabac.org)



Na slici iznad prikazana je struktura investitora u municipalne obveznice Sapca. Kao što možemo videti, 94% ukupne emisije odkupili su pravna lica dok su fizička lica odkupila svega 6%. U dinarima to iznosi 25.670.000,00 RSD fizička lica a 374.330.000,00 RSD pravna lica. Najveći individualni investitor je Komercijalna banka AD Beograd koja je odkupila 67% ukupne emisije, tj. 251.390.000,00 RSD.

4.3.7 Uključenje obveznica Šapca na organizovano tržište beogradske berze

Obveznice Šapca su uključene na „Open market“ beogradske berze dana 05.01.2015. godine rešenjem broj 01/1 br.34/15. Obveznica sadrži sledeće karakteristike:

Tabela 16 Karakteristike obveznice Šapca na Belex-u

Simbol:	SABC01
Metod trgovanja:	Metod kontinuiranog trgovanja
Prvi dan trgovanja:	12.01.2015.
Poslednji dan trgovanja:	17.12.2021.
Indikativna cena zaprvo trgovanje (određena u indeksiranom apsolutnom iznosu):	100,00 RSD

Izvor podataka: www.belex.rs

Kao što možemo videti u tabeli obveznicama je počelo da se trguje na organizovanom tržištu beogradske berze 12.01.2015. godine, međutim u prvih mesec dana nije bilo transakcija.

Analizirajući obveznice koje je grad Šabac emitovao možemo zaključiti da je ova emisija bila najozbiljnija i najbolje organizovana do sada. Kroz sam proces emisije ostveren je veliki pomak u komunikaciji između lokalne samouprave i potencijalnih investitora (više sa pravnim nego sa fizičkim licima) ukoliko poredimo sa prethodnim emisijama. Veliki doprinos dala je Banca Intesa koja je kao pokrovitelj i agent emisije sprovodila je celokupnu proceduru od pripreme ponude do listiranja na berzi.

Međutim, ovo je bila prva javna ponuda municipalnih obveznica na tržištu kalitala u Srbiji i kao takva imala je nedostatke.

Nedostatke najbolje opisuje činjenica da je svega 6% emitovanih obveznica odkupljeno od strane fizičkih lica dok su pravna lica, izuzev banaka, odkupila svega 2,4%. Razlog za ovako malo, gotovo zanemarljivo, učešće u emisiji nalazi se u tome što su kako fizička tako i pravna lica veoma malo informisana o municipalnim obveznicama.

Emisija municipalnih obveznica grada Šapca može biti dobra polazna osnova za pokretanje i razvoj tržišta municipalnih obveznica u Srbiji. Ova emisija poslužiće svim učesnicima na finansijskom tržištu Srbije da sagledaju procedure i vemenske okvire za ovakav način pribavljanja sredstava, koji kao što smo videli u sva tri prikazana slučaja može da bude isplativ.

Predstavićemo neke od sledećih koraka koje bi trebalo preduzeti u godinama koje dolaze kako bi tržište municipalnih obveznica nastavilo da se razvija u pravom smeru:

- **Veća edukacija i informisanje lokalnih vlasti o municipalnim obveznicama**, načinu na koji mogu doći do jeftinih sredstava. Poželjno je sprovoditi kroz različite seminare koji bi trebali biti organizovani u saradnji sa državnim institucijama (npr. Privredna komora Srbije, CRHoV, Komisija za HoV, Banke i dr.)
- **Veća edukacija i informisanje privrednika i fizičkih lica o municipalnim obveznicama** kroz medije i različite seminare u saradnji sa državnim institucijama (npr. Privredna komora Srbije, CRHoV, Komisija za HoV, Banke i dr.)
- **Poboljšanje procedura za emisiju municipalnih obveznica** – prvenstveno kroz skraćivanje vremenskih rokova za dobijanje mišljenja nadležnih institucija i upisa u registre (Ministarstvo finansija, Komisija za HoV, CRHoV).

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Tokom našeg istraživanja predstavljeno je tržište dužničkih hartija od vrednosti, municipalnih obveznica, u Republici Srbiji. Kroz četiri celine rada obradili smo ključne faktore koji utiču na uspostavljanje tržišta municipalnih obveznica u Srbiji i ukazali na najvažnije probleme koji trenutno postoje na domaćem tržištu dužničkih hartija od vrednosti.

Kroz definisanje municipalnih obveznica u prvom delu rada predstavili smo njihove najvažnije karakteristike i ukazali na prednosti izdavanja sa posebnim osvrtom na određene rizike koje sa sobom nose.

Tokom drugog i trećeg dela rada prikazali smo ključne segmente za uspostavljanje tržišta dužničkih hartija od vrednosti u Srbiji.

Analizirani su zakoni koji regulišu način pristupanja lokalnih vlasti finansijskom tržištu u cilju prikupljanja dodatnih sredstava za finansiranje bržeg i efikasnijeg razvoja. Prikazali smo da zakoni omogućavaju svim učesnicima na finansijskom tržištu da se mogu pojaviti kao potencijalni investitori i finansijeri lokalnih samouprava.

Zatim, prikazali smo pregled uslova po kojima se lokalne samouprave trenutno zadužuju kod domaćih i stranih finansijskih institucija. Pored uslova zaduživanja, prikazana je struktura duga, najzaduženije lokalne samouprave kao i one sa najvećim i najmanjim potencijalom za dalja zaduživanja. Dokazali smo da većina opština u Srbiji nije prezadužena (svega nešto više od 60% od ukupnog broja opština u Srbiji ima zaduženja) i da postoji veoma veliki potencijal da u narednom periodu počnu da traže drugačije načine za pribavljanje sredstava. Procenjena vrednost raspoloživog kreditnog potencijala iznosi nešto više od 420 miliona evra.

Prikazali smo investicioni potencijal institucionalnih investitora i fizičkih lica u skladu sa zakonskim ograničenjima po pitanju plasmana sredstava. Dokazali smo da investicioni potencijal u velikoj meri postoji. Očekivani odnos učešća investitora je oko 90% institucionalni investitori a svega oko 10% fizička lica. Prema prikazanim podacima od institucionalnih investitora najviše se mogu očekivati da banke i osiguravajuća društva plasiraju najviše sredstava, oko 80%.

U poslednjem, četvrtom, poglavlju bavili smo se iskustvima lokalnih samouprava koje su do sada prikupljale sredstva emisijom municipalnih obveznica. Prikazali smo emisije koje su sprovedi gradovi Novi Sad, Pančevo i Šabac.

Grad Novi Sad bio je bio prva lokalna samouprava u Srbiji koja je prikupila sredstva emisijom municipalnih obveznica i prikazala da se na takav način mogu prikupiti povoljnija sredstva nego putem bankarskog kredita. Naime, na iznos zaduženja od 35 miliona evra ostvarena je ušteda od 3 miliona evra.

Emisija obveznica koju su sprovele vlasti grada Šapca bija je prvi plasman municipalnih obveznica putem javne ponude i kao takva imaće veliki uticaj na dalji razvoj tržišta dužničkih hartija od vrednosti u Srbiji. Ova emisija bila najozbiljnija i najbolje organizovana do sada. Možemo reći da je ostvaren veliki pomak u komunikaciji između lokalne samouprave i potencijalnih investitora. Nedostatak same emisije je u tome što svega 6% emitovanih obveznica odkupljeno od strane fizičkih lica dok su pravna lica, izuzev banaka, odkupila svega 2,4%.

Emisija obveznica grada Šapca poslužiće svim učesnicima na finansijskom tržištu Srbije da sagledaju procedure i vemenske okvire za ovakav način pribavljanja sredstava, koji može da bude veoma isplativ.

Iako dosadašnje emisije nisu sprovedene na najbolji mogući način postoji veliki prostor za podsticanje finansiranja lokalnih samouprava izdavanjem municipalnih obveznica.

Kako bi postupak izdavanja municipalnih obveznica bio jasniji i transparentniji sa većim šansama za uspešnost, potrebno je da bude zadovoljeno nekoliko kriterijuma:

- Projekat koji se finansira – *poželjno je da lokalna samouprava finansira projekte koji imaju za cilj razvoj (npr. primarna infrastruktura, putna mreža, gasifikacija i sl.)*
- Kapacitet za zaduživanje – *mora da bude u skladu sa Zakonom*
- Kadrovska i tehnička osposobljenost i opremljenost – *lokalna samouprava treba da zapošljava kvalitetne kadrove koji mogu doprineti razvoju i da im omogući kvalitetnu tehničku opremu za brz i pouzdan rad.*
- Iznos zaduživanja – *zaduživanje treba da bude optimalno, kako lokalna samouprava ne bi upala u problem isplate obaveza na duži rok.*

Razvojem tržišta dužničkih hartija od vrednosti u velikoj meri bi se podstaklo unapređenje celokupnog tržišta kapitala u Srbiji. S obzirom na to da trenutno svi učesnici na tržištu kapitala na raspologanju za investiranje imaju samo akcije kompanija, obveznice izdate od strane NBS, bankarske depozite, kvalitetne dužničke hartije od vrednosti – municipalne obveznice, kojima se može trgovati na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, su im itekako neophodne. Postoji veliko interesovanje za pomenutim hartijama jer bi značajno podstakle investicije i olakšale diversifikaciju portfolija.

Na samom kraju možemo zaključiti da postoje mogućnosti za stvaranje kvalitetnih uslova da lokalne samouprave prikupljaju sredstva za finansiranje projekata emisijom municipalnih obveznica. Ovim smo uspeli da potvrdimo glavnu i posebne hipoteze.

LITERATURA

KNJIGE:

1. Berk J., De Marzo P., "Corporate Finance", Pearson Education Inc., Boston, 2007.
2. Brealey R., Myers S., Marcus A., "Fundamentals of Corporate Finance", McGraw Hill/Irwin, New York, 2007.
3. Brzaković T., Tržište kapitala – teorija i praksa, Čugura print, Beograd 2007.
4. Hadžić M., Bankarstvo, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2007.
5. Ivaniš M., "Upravljanje finansijama", Univerzitet Singidunum, Beograd, 2007.
6. Jeremić Z., "Finansijska tržišta i finansijski posrednici" Univerzitet Singidunum Beograd, Beograd 2012.
7. Jeremić Z., "Finansijska tržišta", Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.
8. Knežević G., "Analiza finansijskih izveštaja", Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.
9. Komazec S., Žarko R., Javne finansije, VPŠ, Beograd, 2001.
10. Kotler P., Keller K.L. (2006), Marketing menadžment, 12. izdanje, Data status, Beograd,
11. Mankiw G., Mark P. T., Ekonomija, Data Status, prevod, 2008.
12. Milisavljević M., Maričić B., Gligorijević M. (2004), Osnovi marketinga, Ekonomski fakultet, Beograd
13. Miljević M., "Metodologija nučnog rada", Univerzitet u istočnom Sarajevu – Filozofski fakultet, Pale, 2007.
14. Narayanan M.P., "Finansije za strateško odlučivanje", Mate, Zagreb, 2007.
15. Petrović Z., "Finansijsko izveštavanje", Univerzitet Singidunum, Beograd, 2011.
16. Ross S., Westerfield R., Jordan B., "Corporate Finance Fundamentals", McGraw-Hill/Irwin, New York, 2006.
17. Samuelson P., William D. N., Ekonomija, Izdaje MATE doo, Zagreb, 2000.
18. Stanišić M., Stanojević Lj., "Evaluacija i rizik", Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010.
19. Stiglic Dž., Ekonomija javnog sektora, Ekonomski fakultet, Beograd, prevod, 2008;
20. Vukadinović P., Jović Z., "Investicije", Univerzitet Singidunum, Beograd, 2012.
21. Wishwanath S.R. "Corporate finance-theory and practice", Response Books, New Delhi, 2007.

ZAKONI:

1. **Zakon o bankama** ("Sl. glasnik RS", br. 107/2005 i 91/2010)
2. **Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima** ("Sl. glasnik RS", br. 85/2005 i 31/2011)
3. **Zakon o investicionim fondovima** ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 51/2009 i 31/2011)
4. **Zakon o javnom dugu** („Sl.glasnik RS“, br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)
5. **Zakon o osiguranju** ("Sl. glasnik RS", br. 55/2004, 70/2004 - ispr., 61/2005, 61/2005 - dr. zakon, 85/2005 - dr. zakon, 101/2007, 63/2009 - odluka US, 107/2009, 99/2011, 119/2012, 116/2013 i 139/2014 - dr. zakon)
6. **Zakon o tržištu kapitala** („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011)

ČLANCI I STRUČNI RADOVI:

1. Brdaravić Lj., „Izveštaj o razvoju tržišta kredita lokalnih vlasti od 2005. do 2010. godine“, USAID, Beograd, 2010.
2. Katerina Hanzlova, „Credit analysis of Novi Sad“, Moody's Investors Service, 2010.
3. Koczmariski C., Brdaravić Lj., Knežević M., „Studija izvodljivosti uspostavljanja tržišta opštinskih obveznica“, GTZ International Services, 2010.
4. Lončar D., Rajić V., (2010) Časopis „Marketing“, broj 4, Zvanicna publikacija SeMA
5. Pavlović V., Drašković V., Marinković M., Bučić A., Dr. Richter K., „Smernice za izdavanje municipalnih obveznica“ Program podrške opštinama IPA 2007, Beograd 2012.
6. Trajković M., „Vodič kroz municipalne obveznice“ Novi Sad, 2008.

INTERNET ADRESE:

1. www.belex.rs
2. www.crhov.rs
3. www.ebrd.com
4. www.eib.org
5. www.javnidug.gov.rs
6. www.kfw.de
7. www.mfin.gov.rs
8. www.mojnovac.rs
9. www.nbs.rs
10. www.novisad.rs
11. www.pancevo.rs
12. www.parlament.rs
13. www.sabac.org
14. www.sec.gov.rs
15. www.trezor.gov.rs