*Gordana Bejatović**
*Goran Selak***

UDK: 352:336.763
BIBLID: 0352-3713 (2016); 33, (1-3): 22–34
ORIGINALNI NAUČNI RAD

ZADUŽIVANJE JEDINICA LOKALNE SAMOUPRAVE NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU – BENEFITI EMITOVANJA MUNICIPALNIH OBVEZNICA

REZIME: Način finansiranja jedinica lokalne samouprave je regulisan pozitivnopravnim propisima R. Srbije. Jedan od načina finansiranja partikularnih interesa gradova i opština jeste zaduživanje na finansijskom tržištu. Ovim subjektima je ostavljeno da sami analiziraju stanje i kretanja na finansijskom tržištu i da odaberu jedan od dva modela zaduživanja – kreditnog zaduživanja kod banaka ili emitovanje municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti. Predmet istraživanja rada jesu potencijalni benefiti zaduživanja putem emisije ovih hartija od vrednosti. Cilj istraživanja jeste definisanje potencijalnih benefita koje gradovi i opštine u R. Srbiji mogu da ostvare ukoliko se odluče za ovaj oblik zaduživanja. U radu su navedeni i naučno elaborirani pozitivni efekti ovog oblika zaduživanja, koji su zasnovani na relevantim domaćim i inostranim podacima sadržanim u različitim naučnim publikacijama. Pored toga, autori rada su izneli i neke svoje argumente u korist ovog vida zaduživanja koji su zasnovani na analitičkoj analizi predmeta istraživanja.

Ključne reči: *zaduživanje na finansijskom tržištu, jedinice lokalne samouprave, municipalne obveznice, benefiti zaduživanja.*

* Doktor ekonomskih nauka - Docent, Smartphone concept DOO, e-mail: gordana.bejatovic@yahoo.com
** Magistar pravnih nauka, Ministarstvo pravde, Banja Luka, BiH, e-mail: selakkpz@gmail.com

Uvodni deo

Pitanje finansiranja jedinica lokalne samouprave jeste jedno od značajnijih koji se nameće u zemljama u tranziciji. Države koje nisu prolazile kroz društveno-ekonomske promene su svoj pravni sistem i unutrašnje uređenje gradili više vekova. Sa druge strane, države centralnog i istočnog evropskog područja, su sve do početka devedesetih godina bile izuzetno centralizovane, sa veoma zatvorenim finansijskim tržištima. Proces tranzicije upravo podrazumeva usvajanje principa funkcionisanja tkz. demokratskih država, koji se u društveno-ekonomskom smislu uglavnom bazira na idejama kapitalizma. Jedno od značajnijih pitanja koje se tokom tranzicije nametnulo kao validno jeste pitanje finansiranja jedinica lokalne samouprave. Ovo pitanje je posmatrano sa šireg društvenog značaja, i podrazumevalo je izmenu sistemskih pozitivnopravnih propisa. Kada je u pitanju R. Srbija, finansiranje jedinica lokalne samouprave je definisano Ustavom R. Srbije,[1] Zakonom o lokalnoj samoupravi,[2] Zakonom o finansiranju jedinica lokalne samouprave,[3] Zakonom o budžetskom sistemu[4] i Zakonom o javnom dugu.[5] Ovi propisi jesu pravni osnov za zaduživanje jedinica lokalne samouprave. Ipak fokus istraživanja nije na pravnom aspektu zaduživanja gradova i opština, već na izboru modela zaduživanja, tj. potencijalnim benefitima emitovanja municipalnih obveznica. Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrednosti koje izdaju niži nivoi vlasti (gradovi i opštine), kojima se emitent zadužuje na finansijskom tržištu radi finansiranja svojih partikularnih interesa[6]. Municipalne obveznice su dugoročne hartije od vrednosti, i izdavanjem ovih hartija uspostavlja se obligacionopravni odnos dužničko-poverilačkog tipa između emitenta obveznica i kupaca.[7] Ove hartije od vrednosti su nastale u SAD, koje je i danas najrazvijenije tržište ovih hartija. Ovaj oblik finansiranja gradova i opština u Srbiji, započeo je emitovanjem prve emisije ovih obveznica od strane

[1] Ustav R. Srbije, *Sl. glasnik RS*, br. 98/06.

[2] Zakon o lokalnoj samoupravi, *Sl. glasnik RS*, br. 129/07 i 83/14 - dr. zakon.

[3] Zakon o finansiranju lokalne samouprave, *Sl. glasnik RS*, br. 62/06, 47/11, 93/12, 99/13 - usklađeni din. izn., 125/14 - usklađeni din. izn. i 95/15 - usklađeni din. izn.

[4] Zakon o budžetskom sistemu, *Sl. glasnik RS*, br. 54/09, 73/10, 101/10, 101/11, 93/12, 62/13, 63/13 - ispr., 108/13, 142/14, 68/15 - dr. zakon i 103/15.

[5] Zakon o javnom dugu, *Sl. glasnik RS*, br. 61/05, 107/09 i 78/11.

[6] Janković, D. (2012). Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta, Podgorica, Univerzitet Mediteran.

[7] Labudović-Stanković, J. (2015). Municipalne obveznice kao način finansiranja jedinica lokalne samouprave sa osvrtom na Republiku Srbiju, Zbornik referata sa Međunarodnog naučnog skupa održanog 8. maja 2015. godine, na Pravnom fakultetu u Kragujevcu, str. 223-234.

grada Novi Sad, 2011. godine.[8] Nakon toga, gradovi Šabac[9] i Pančevo,[10] odnosno opština Stara Pazova[11] su do danas uspešno emitovali ove obveznice. U daljem delu rada analiziraćemo potencijalno najveće benefite ovog oblika zaduživanja. S obzirom da je ova analiza zasnovana na podacima domaćih i inostranih stručnjaka, određeni benefiti umnogome zavise od horizontalne sinergije pravnih propisa koji se na posredan ili neposredan način dovode u vezu sa ovim vrednosnim papirima. Iz tog razloga, nisu svi benefiti koji će u radu biti prezentovani validni u kontekstu R. Srbije, odnosno gradova i opština koje bi na ovaj način došli do neophodnih finansijskih sredstava.

Benefiti emitovanja municipalnih obveznica

Cilj istraživanja ovog rada jeste identifikovanje pozitivnih aspekata benefita sa stanovišta emitenta municipalnih obveznica, tj. gradova i opština. Koncept istraživanja jeste precizno i naučno utemeljeno pozitivističko gledanje na ovaj oblik zaduživanja. U ovom radu neće biti razmatrani potencijalno negativni aspekti emitovanja municipalnih obveznica, niti će fokus istraživanja biti usmeren na analizu interesa kupaca ovih hartija od vrednosti. Smatramo da je potrebno razdvojiti ova pitanja u okviru zasebnih istraživanja, naročito kada su ona obuhvaćena u okviru naučne publikacije ovog tipa. Aspekti koji će biti predmet razmatranja u radu, a odnose se na municipalne obveznice, biće multidisciplinarno analizirani, kako sa stanovišta pravne tako i sa stanovišta ekonomske nauke. S obzirom na granične oblasti ovog istraživanja, potencijalni benefiti će biti ili ekonomske prirode, ili pravno-administrativne prirode. S obzirom da je emitovanje municipalnih obveznica jedan od oblika zaduživanja na finansijskom tržištu, značajan deo argumentacije koja će u radu biti prezentovana jeste bazirana na komparaciji ovog oblika zaduživanja u odnosu na kreditne aranžmane sa kreditno-finansijskim institucijama. Rezultat ovog istraživanja treba da sublimira značajan obim benefita ovog oblika zaduživanja. Ovaj rad je zamišljen kao jedan od četiri, koji bi između ostalog imali za predmet istraživanja negativne aspekte emitovanja

[8] Grad Novi Sad je 2011. i 2012. godine, emitovao dve serije municipalnih obveznica u ukupnoj vrednosti od 3.500.000.000. dinara, radi finansiranja izgradnje putne i komunalne infrastrukture.

[9] Grad Šabac je 2014. god., emitovao jednu seriju municipalnih obveznica u ukupnoj vrednosti od 400.000.000. dinara, radi finansiranja izgradnje gradskog bazena.

[10] Grad Pančevo je 2012. god., emitovao jednu seriju municipalnih obveznica u ukupnoj vrednosti od 107.000.000. din. radi finansiranja lokalne infrastrukturne mreže.

[11] Opština Stara Pazova je 2015. god., emitovala jednu seriju municipalnih obveznica u ukupnoj vrednosti od 125.000.000. din., radi finansiranja izgradnje vrtića, školske hale i rekonstrukciju centra opštine.

municipalnih obveznica, kao i pozitivne i negativne aspekte kupovine odnosno ulaganja kapitala u ove vrednosne papire.

Analizom relevantih izvora podataka idenfikovali smo sledeće potencijalne benefite u korist emivanja municipalnih obveznica, i to:

- izbor načina prodaje municipalnih obveznica [12]
- uticaj na vremenski interval u kojem obveznice dospevaju na naplatu[13]
- određivanje kamatne stope i njenih elemenata u zavisnosti od interesa emitenta [14]
- pozitivan uticaj na ocenu kreditnog rejtinga emitenta obveznica [15]
- identifikovanje realnih administrativnih i drugih kapaciteta emitenta obveznica u skladu sa zahtevima za realizaciju emisije obveznica .[16]

Odabrani benefiti, koji će u nastavku rada biti analizirani, samo su deo jednog šireg konteksta pozitivnih efekata koji se u naučnoj javnosti mogu identifikovati. S obzirom na ograničen obim rada, odabrali smo ovih pet benefita u smislu njihove analize i potvrđivanja njihovih pozitivnih efekata.

Izbor načina prodaje municipalnih obveznica

Jedan od benefita emitovanja municipalnih obveznica jeste mogućnost emitenta da utiče na odabir modela prodaje ovih hartija od vrednosti na finansijsko tržište. Za razliku od klasičnog kreditnog zaduživanja, koji podrazumeva ugovoranje uslova kredita sa kreditnom organizacijom (najčešće je reč o komercijalnim bankama), zaduživanje putem emisije obveznica daje mogućnost emitentu da utiče na način prodaje obveznica. Iako je reč o dva različita modela zaduživanja, mogućnost izbora načina prodaje municipalnih obveznica pruža emitentu opciju više u odnosu na kreditno zaduživanje. S obzirom da postoje mnogobrojni faktori, koji na posredan ili neposredan način determinišu uspeh prodaje municipalnih obveznica, izbor načina prodaje može

[12] Dugalić, V., Stojković, D. (2014). Municipalne obveznice kao izvor finansiranja, Stanje i perspektive ekonomskog razvoja grada Kragujevca, str. 535-545.

[13] Janković, D. (2012). Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta, stručna monografija: Podgorica, Univerzitet Mediteran.

[14] Dorit, S. (1998). A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal. *The Journal of Business*, 71 (1), pp. 135-146.

[15] Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012). Smerince za izdavanje municipalnih obveznica, Projekat finansiram sredstviam EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O.

[16] Mandić, B., Grublješić, Ž. (2011). Municipalne obveznice - finansijska pomoć razvoju lokalnih zajednica. *Industrija: časopis za ekonomiku industrije*, 39 (1), str. 99-110.

se pokazati kao veoma značajan benefit. Naime, postoje tri načina, odnosno metode prodaje municipalnih obveznica, i to: tenderska prodaja *(competitive bidding)*, prodaja putem pregovora *(negotiate sale)*, i privatni plasman *(private placement)*[17]. U odnosu na kreditno zaduživanje, koje podrazumeva samo odabir one finansijske organizacije koja je unapred definisala svoju ponudu, emitent obveznica u skladu sa svojim interesima, kao i sa preporukama izabranog finansijskog savetnika, odlučuje o načinu prodaje obveznica. S obzirom da prodaja obveznica implicira obim zaduživanja, vremenski period dospevanja obveznica na naplatu, kao i visinu kamatne stope na godišnjem nivou, emitent izborom načina prodaje može uticati na sve prethodno navedene elemente zaduživanja. To znači, da u zavisnosti od interesa emitenta, stanja na finansijskom tržištu, kvaliteta projekta koji se finansira sredstvima dobijenim po osnovu realizovane emisije obveznica, grad ili opština mogu u određenoj meri uticati na ove elemente izborom modela prodaje. Kada je vrednost emisije ovih obveznica mala, interesovanje potencijalnih kupaca će biti niže. Grad ili opština kao emitent bi u tom slučaju trebalo da odabere model prodaje – privatni plasman, koji omogućava direktne pregovore o svim elementima ovog poslovnog aranžmana sa potencijalnim investitorima. U direktnim pregovorima se mogu ugovoriti uslovi zaduživanja koji mogu biti povoljniji u odnosu na one koji bi bili ostvareni putem kreditnog zaduženja. U prilog ovom argumentu, postoje i jasni empirijski podaci koji se odnose na odabir ovog modela zaduživanja gradova i opština u R. Srbiji. Tako su putem ovog modela prodaje uspešno realizovane tri emisije municipalnih obveznica gradova Novi Sad i Pančevo, odnosno opštine Stara Pazova. U svim ovim emisijama, procena finansijskih savetnika je bila da će se u direktnim pregovorima sa potencijalnim kupcima ostvariti znatno bolji uslovi zaduživanja. Studije su pokazale da su u proseku ostvarene uštede od 0.5% do 1.2% u visini ugovorene kamatne stope.[18] Ove uštede su ostvarene u odnosu na ponude koje su ove jedinice lokalnih samouprava imale od strane banaka, a u smislu kreditnog aranžamana. U smislu afirmativnog uticaja izbora modela prodaje obveznica, može se navesti primer emisije municipalnih obveznica grada Šabac. U ovom slučaju, rukovodstvo grada Šabac, u dogovoru sa izabranim finansijskim savetnikom, a uz prethodno izvršene ekonomske analize, donelo je odluku da model prodaje ne bude privatni plasman (kao u slučaju

[17] Fabozzi, F. J., Feldstein, S. G. (2008). The Handbook of Municipal Bonds, New Jersy, John Wiley and sons

[18] Preuzet citat: Labudović-Stanković, J. (2015). Municipalne obveznice kao način finansiranja jedinica lokalne samouprave sa osvrtom na Republiku Srbiju, Zbornik referata sa Međunarodnog naučnog skupa održanog 8. maja 2015. godine, na Pravnom fakultetu u Kragujevcu, str. 223-234.

prethodnih gradova i opština), već model javne prodaje. Rezultati sprovedenih analiza su ukazali da postoji značajno interesovanje za ove obveznice, i to ne samo institucionalnih investitora već i građana i drugih subjekata. Analize su se pokazale kao tačne, pa je grad Šabac sa uspehom prodao sve emitovane municipalne obveznice putem javne prodaje i prikupio potrebna novčana sredstva za finansiranje izgradnje gradskog bazena. Zaključak koji se na osnovu ovih primera može izvući jeste da odabir načina prodaje municipalnih obveznica jeste jedan od potencijalnih benefita za grad ili opštinu koja bi da se zaduži na finansijskom tržištu. Mogućnost izbora modela prodaje daje više opcija izbora u zavisnosti od ekonomskih i drugih faktora.

Uticaj na vremenski interval u kojem obveznice dospevaju na naplatu

Jedan od benefita zaduživanja izdavanjem municipalnih obveznica jeste mogućnost uticaja na vremenski interval u kojem one dospevaju na naplatu. Obveznice kao obligacionopravne hartije od vrednosti imaju precizno definisan rok dospeća. Ovaj rok je povezan sa obavezom izdavaoca da po dospeću (datum naplate) ispuni obavezu koja prostiče iz hartije prema zakonitom imaocu. Emitent municipalnih obveznica može sam da odredi na koji period će izdati obveznice, tj. kada one dolaze na naplatu. Ono što je neophodno kod ovih hartija od vrednosti jeste definisanje ovog roka koji ne može biti kraći od godinu dana, jer se ove hartije od vrednosti tretiraju kao dugoročni dužnički papiri. Stoga, određivanjem roka dospeća, tj. mogućnost kreiranja tačnog roka dospeća obveznica na naplatu (samim tim i isplatu duga), grad ili opština može „manipulisati vremenom“ u skladu sa svojim interesima. Određivanje roka dospeća jeste jedan od poslova koji mora biti poveren finansijskom savetniku. Isključivo njegove kompetencije i analize koje proizilaze iz njegovog angažovanja, uz prethodno dobijene instrukcije od strane emitenta, mogu biti osnov za određivanje roka dospeća. Stoga, određivanje roka dospeća jeste partikularni interes emitenta obveznica. U odnosu na kreditni oblik zaduživanja, grad ili opština mogu znatno bolje svoje interese i finansijske projekcije da inkorporiraju u okviru uslova emisije obveznice. Na taj način, emitent obveznica značajnije utiče na definisanje roka za isplatu osnovnog duga uz pripadajuću kamatu, te bira momenat koji je njemu najpogodniji. Na ovaj način, grad ili opština mogu kvalitetnije da upravljaju sa svojim javnim dugom, dinamikom njegove isplate, kao i samom strukturom duga. Posmatrano sa stanovišta momenta dospeća obveznica na naplatu, do sada realizovane

emisije municipalnih obveznica u Srbiji su emitovane sa rokom dospeća od tri do deset godina. Na osnovu ovog podatka možemo konstatovati da se svaki grad, odnosno opština rukovodila sopstvenim interesima i finansijskim projekcijama, i definisala rokove dospeća u skladu sa tim.

Određivanje kamatne stope i njenih elemenata u zavisnosti od interesa emitena

Grad ili opština se zadužuju na finansijskom tržištu radi finansiranja svojih partikularnih interesa. Ovi interesi se manifestuju kroz finansiranje konkretnih infrastrukturnih projekata od značaja za tog subjekta. Ipak cena zaduživanja, odnosno ugovoranje iste nije uvek element na koji subjekt koji se zadužuje može da utiče. Zaduživanje koje se realizuje kroz klasični kreditni aranžman na bankarskom sektoru ostavlja malo mogućnosti subjektu da utiče na cenu koštanja ovakvog zaduživanja. Kada kažemo cenu koštanja, onda prvenstveno mislimo na karakter i visinu kamatne stope. S obzirom da su banke, kao najveće kreditne finansijske institucije, uvek jača ugovorna strana, ugovoranje kamatne stope, njene visine, kretanja na finansijskom tržištu, i drugi faktori, u realnosti predstavlja adehezioni ugovorni element na koji grad ili opštine nemaju načina da utiču. Ovi subjekti nisu u mogućnosti da ugovaraju posebne uslove sa bankama u smislu određivanja kamatne stope. Sa druge strane, ukoliko se ovi subjekti odluče za emitovanje municipalnih obveznica, ovaj element ugovornog odnosa isključivo kreira emitent odnosno dužnik. Znači, grad ili opština koja se zadužuje prodajom ovih obveznica, direktno kreira ne samo visinu kamatne stope, već i njenu vezanost za određena kretanja na tržištu kapitala, ili uspešnost realizacije projekta koji se finansira emisijom obveznica. Za razliku od kreditnog aranžmana, gde je banka ta koja određuje sva pitanja u vezi sa kamatnom stopom, kod emitovanja municipalnih obveznica, emitent je subjekt koji određuje prethodno navedena pitanja. Grad ili opština u saradnji sa izabranim finansijskim savetnikom, uz prethodno urađene finansijske i druge analize, određuje visinu kamatne stope. Pored toga, može se odrediti da kamatna stopa bude fiksna ili varijabilna. Ne postoje ograničenja u tom smislu, već se politika kreiranja kamatne stope mora bazirati na realnim ekonomskim osnovama, uz uvažavanje interesa i emitenta kao dužnika i kupaca kao poverilaca. Iako naizgled ovo pitanje jeste ekonomske prirode, možemo prepoznati i određene pravne momente u odnosu na značaj ugovaranja kamatne stope. Kod ugovora o kreditu, ugovoranje kamatne stope je prepušteno jačoj ugovnornoj strani, tj. poveriocu. U većini ugovornih odnosa koji u osnovi predstavljaju dužničko-poverilački odnos, kamatna stopa,

odnosno cena koštanja zaduživanja, jeste ostavljena kao element ugovora koji određuje poverilac. Iako nisu klasični adhezioni ugovori, činjenično jača ugovorna strana – banka, jeste subjekt koji isključivo određuje kako visinu kamatne stope, tako i druge konstitutivne elemente iste. Nasuprot ovome, emitovanje municipalnih obveznica jeste pravo grada ili opštine da emituje dužničke hartije od vrednosti. Supstrat ovog prava jeste i pravo na određivanje visine kamatne stope, kao i drugih njenih konstitutivnih elemenata. Sa stanovišta prava, kamatnu stopu propisuje emitent municipalnih obveznica, odnosno dužnik. Tako imamo situaciju da dva različita oblika zaduživanja, kreditno zaduživanje i zaduživanje prodajom municipalnih obveznica, konstituišu dva različita pravna ovlašćenja u smislu određivanja kamatne stope. Kod kreditnog zaduživanja, poverilac je taj koji određuje kamatnu stopu, dok je kod emitovanja municipalnih obveznica, dužnik taj koji određuje kamatnu stopu. Iz navedenog razloga smatramo da kod zaduživanja emisijom ovih obveznica, grad ili opština ne samo da mogu sami da kreiraju željenu kamatnu stopu, već istu mogu odrediti kao fiksu ili varijabilnu. Ipak ovo pravo koje prostiče iz ovog posla treba sagledati samo kao „pravo“, jer ukoliko kamatna stopa i njeni elementi nisu određeni u skladu sa ekonomskim i finansijskim zahtevima samog tržišta, onda emitent neće moći da proda izdate hartije od vrednosti, što posledično znači da neće moći da se zaduži, tj. da dođe do neophodnih novčanih sredstava.

Pozitivan uticaj na ocenu kreditnog rejtinga emitenta obveznica

Jedan od posredno značajnijih efekata uspešne emisije municipalnih obveznica jeste ocena kreditnog rejtinga emitenta. Naime, procedura izdavanja municipalnih obveznica jeste administrativnopravni postupak, koji podrazumeva i javno dostavljanje relevantnih finansijskih podataka u vezi sa emitentom obveznica, koji su sadržani u prospektu emisije obveznica.[19] Važnost prospekta kao dokumenta potrebnog radi uspešnog okončanja postupka izdavanja obveznica, jeste upravo objedinjavanje relevantnih informacija o

[19] Prospekt je dokument koji sadrži sve informacije od značaja za emisiju obveznica, i emitenta istih, a koje su propisane odredbama Zakona o tržištu kapitala. U slučaju javne prodaje, ovaj dokument je u potputnosti javan i dosupan svim zainteresovanim licima. U slučaju privatnog plasmana, ovaj dokument nije neophodan, već je dovoljno samo obaveštenje o emisiji. Prospekt se dostavlja Komisiji za hartije od vrednosti, koja ga mora odobriti pre njegovog zvaničnog izdavanja. Prospekt sadrži i sledeće relevante informacije u vezi sa emisijom municipalnih obveznica, i to: finansijsko stanje emitenta obveznicu u proteklih pet godina, procena vrednosti imovine i udeo obaveza emitenta, podaci o ostvarenim prihodima odnosno dugu na kraju budžetske godine, i druge informacije od značaja za donošenje odluke o kupovini ovih vrednosnih papira.

finansijskom poslovanju grada ili opštine. Informacije sadržane u ovom dokumentu dodatno dobijaju na važnosti time što iste moraju biti autentične i istinite, da odgovaraju stvarnom stanju, da su prikupljene i sistematizovane od strane relevantnog i stručnog finansijskog subjekta, kao i da za tačnost istih odgovara grad odnosno opština koja na kraju ove informacije dostavlja u okviru navedenog dokumenta.[20] Intencija zakonodavca nije da ovim informacijama pospeši kreditni rejting emitenta, već isključivo da ovaj proces izdavanja učini što transparentnijim. Neophodno je da investitori koji ulažu u ove hartije od vrednosti (individualni ili institucionalni), imaju sve relevantne i neophodne informacije na osnovu kojih mogu da donesu ispravnu odluku u vezi sa ulaganjem kapitala u ove vrednosne papire. Podaci sadržani u prospektu, kao uostalom i sam prospekt iako regulisani odredbama domaćeg zakonodavstva, nisu produkt istog, već ova praksa jeste ustanovljena na međunarodnom nivou.[21] Povezanost informacija sadržanih u ovom dokumentu, sa potencijalnim benefitom koji je u ovom segmentu rada apostrofiran, upravo proizilazi iz samog sadržaja ovog dokumenta. Javna dostupnost ovih informacija (iako većina jeste, ali nikada u okviru jednog dokumenta), kao i odgovornost za tačnost istih, mogu uticati na kreiranje kreditnog rejtinga emitenta obveznica (ukoliko ga prethodno nije imao), ili pak samu ocenu istog. Ukoliko emitent prethodno nije imao kreditni rejting, dostavljanjem informacija u prospektu, može angažovati nezavisnu agenciju koja bi ocenila njegov rejting. Ovo isto mogu učiniti i zainteresovani investitori, mada isti uglavnom ovo zahtevaju da bude urađeno i finansirano od strane samog emitenta. Postojanje kreditnog rejtinga za grad ili opštinu može biti od izuzetnog značaja u kontekstu budućih zaduživanja. Upravo jedan od faktora koji utiče na formiranje cene koštanja zaduživanja, jeste postojanje i ocena kreditnog boniteta subjekta koji se zadužuje. Ukoliko prethodno postoji kreditni rejting emitenta, onda je investitorima znatno lakše i sigurnije da donesu odluku u vezi sa ulaganjem svog kapitala u kupovinu ovih hartija od vrednosti. Izostanak rejtinga ne može pozitivno delovati za investitore, ali upravo uloga i značaj prospekta kao obaveznog dokumenta jeste da donekle anulira izostanak rejting izveštaja. Upravo na primerima realizovanih emisija obveznica u Srbiji, možemo zaključiti da izostanak kreditnog rejtinga za gradove Novi Sad, Šabac i Pančevo, kao i opštinu Stara Pazova, nije negativno delovao na investitore, jer su sve emisije obveznica uspešno prodate. Ipak, smatramo da jedan od benefita izdavanja

[20] Pravilnikom o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom, *Sl. glasnik RS*, br. 89/11 i 14/13.

[21] Fabozzi, F. J., Feldstein, S. G. (2008). The Handbook of Municipal Bonds, New Jersy, John Wiley and sons.

municipalnih obveznica jeste postojanje kreditnog rejtinga emitenta, iako u našem pravu ovo nije formalno neophodan uslov. Iskustva razvijenih tržišta municipalnih obveznica u svetu, ipak govore u prilog našoj tvrdnji da izdavanje ovih hartija od vrednosti ima uticaj na poboljšanje kreditnog rejtinga emitenta. Razvoj domaćeg tržišta kapitala, odnosno tržišta municipalnih obveznica, verovatno će u bliskoj budućnosti uticati i na naše gradove i opštine da samoinicijativno angažuju agencije za ocenu boniteta. Time bi svi zainteresovani subjekti, investitori ali i građani ovih gradova i opština, imali daleko kvalitetnije informacije o ekonomskom razvoju svoje zajednice, politikom zaduživanja, kao i budućim investicionim planovima.

Identifikovanje realnih administrativnih i drugih kapaciteta emitenta obveznica u skladu sa zahtevima za realizaciju emisije obveznica

Postupak izdavanja municipalnih obveznica je izuzetno složen administrativnopravni proces, koji iziskuje određene kadrovske kapacitete grada odnosno opštine koji ulaze u ovaj postupak sa intencijom da ga uspešno završe. Ukoliko sagledamo sam postupak, zakonske i druge proceduralne zahteve,[22] možemo zaključiti da je to realan izazov za svaki grad, odnosno opštinu u R. Srbiji. Brojni administrativni i pravni zahtevi, poznavanje tržišta kapitala, i niz drugih uslova, predstavljaju realan izazazov za svaku gradsku odnosno opštinsku administraciju. Ovu argumentaciju možemo potkrepiti i podacima o gradovima i opštinama u R. Srbiji koje su do sada emitovale ove hartije od vrednosti. Tri od četiri emitenta dolaze sa teritorije AP Vojvodine. Ukoliko uzmemo podatak da Vojvodina predstavlja najrazvijeni deo Srbije, kao i podatke o broju visokokvalifikovanih radnika na ovom području u odnosu na druge delove države (odmer 1:3.5), sasvim je jasno da administrativni kapaciteti utiču na odabir načina zaduživanja. Pored toga, uspešnom realizacijom prve emisije municipalnih obveznica, grad Novi Sad je realizovao još jednu emisiju ovih obveznica, i time potvrdio da postoje administrativni i kadrovski kapaciteti u samoj gradskoj upravi za realizaciju ovog modela zaduživanja. Posledično, možemo zaključiti da svi gradovi i opštine koji se odluče sa ovaj

[22] Postupak emitovanja municipalnih obveznica ima sledeće administrativne odnosno pravne faze, i to: angažovanje finansijskog savetnika, usvajanje Odluke o zaduživanju, pribavljanje Mišljenja Ministarstva za finansije, pokretanje postupka javne nabavke, preliminarno utvrđivanje strukture municipalnih obveznica, ispitavanje tržišta i analiza tražnje, Odluka o agentu odnosno pokrovitelju emisije, izbor modela prodaje obveznica, izrada Prospekta emisije obveznica (u slučaju javnog modela prodaje), Odluka o načinu zaduživanja, Odluka o emitovanju municipalnih obveznica, i postupak upisa i uplate.

vid zaduživanja, kroz sam postupak i faze emitovanja municipalnih obveznica, mogu da realno sagledaju svoje kadrovske kapacitete. Upravo uspeh ili neuspeh u realizaciji ovog postupka zaduživanja, može biti pripisan uspešnom odnosno neuspešnom lokalnom administrativnom osoblju. Samo oni gradovi odnosno opštine koje imaju adekvatan i obrazovan kadrovski potencijal u okviru lokalne administracije će sa uspehom okončati ovaj postupak. Ukoliko se isti ne okonča, treba izvršiti određene analize i utvrditi u kojoj meri je neuspeh ovog postupka povezan sa kadrovima koji su bili angažovani u okviru lokalne administracije. Na taj način, može se unaprediti kvalitet lokalne administracije.

Zakjučak

Predmetom rada definisan je okvir istraživanja koji je za cilj imao identifikovanje benefita emitovanja municipalnih obveznica sa stanovišta interesa gradova i opština kao izdavaoca. U radu su analizirani odabrani benefiti ovog oblika zaduživanja i isti su analitički istraženi od strane autora. Opšti zaključak istraživanja jeste da navedeni benefiti koji su bili predmet analize jesu naučno utemeljeni i pravilno identifikovani. U uvodnom delu rada apostrofirali smo da određeni pozitivni efekti ovog oblika zaduživanja u određenoj meri zavise od horizontalne sinergije pravnih propisa koji se na posredan ili neposradan način dovode u vezu sa ovim vrednosnim papirima. Možemo zaključiti da određeni potencijalni benefiti ovog oblika zaduživanja zavise od prethodno navedenog stava. Koncepcijski je istraživanje obavljeno analizom naučno relevantih podataka sadržanih u odabranim publikacijima, i dostupnim empirijskim podacima o realizovanim emisijama municipalnih obveznica u R. Srbiji. Na ovaj način smo pokušali da damo validaciju odabranih naučnih stavova prema empirijskim podacima iz realizovanih emisija obveznica. U najvećem delu istraživanja, zaključili smo da smo veći deo analiziranih benefita mogli da identifikujemo ili povežemo sa odabranim empirijskim podacima. Ograničenost obima istraživanja nije dozvolila širi opseg istraživanja, tj. veći obim analiziranih benefita, ali i ovi odabrani nesumnjivo ukazuju da izdavanje municipalnih obveznica ima značajne komparativne prednosti u odnosu na klasične kreditne aranžamane. Smatramo da pozitivna iskustva gradova i opština u R. Srbiji koje su se odlučile za ovaj oblik zaduživanja, mogu da posluže kao primer i podstrek za druge jedinice lokalnih samouprava da svoje paritkularne interese razvoja finansiraju emitovanjem ovih vrednosnih papira.

Gordana Bejatović
Doctor of Economic Sciences – Assistant professor, Smartphone concept DOO

Goran Selak
LLM, The Ministry of Justice, Banja Luka, BiH.

LOCAL GOVERNMENT BORROWING IN THE FINANCIAL MARKET - THE BENEFITS OF ISSUING MUNICIPAL BONDS

A b s t r a c t

The way of local governments financing is regulated by positive legal regulations of Republic of Serbia. One of the ways of financing particular interests of cities and municipalities is borrowing in the financial market. These subjects are left to analyze the situation and developments in the financial market and to choose one of two models of indebtedness – a credit borrowing from banks or issuing of municipal bonds as securities. The research subject of this work concerns the potential benefits of borrowing through the issuance of these securities. The aim of the research is to define all the potential benefits that cities and municipalities in Republic of Serbia can realize if they opt for this form of borrowing. The paper also presents scientifically elaborated positive effects of this form of borrowing, which are based on relevant both national and international data contained in various scientific publications. In addition, the authors of this paper have presented some of their arguments in favor of this type of borrowing being based on an analytical observation of the research subject.

Key words: *borrowing in the financial market, local governments, municipal bonds, benefits of borrowing.*

Literatura

1. Dorit, S. (1998). A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal. *The Journal of Business*, 71 (1), pp. 135-146
2. Dugalić, V., Stojković, D. (2014). Municipalne obveznice kao izvor finansiranja, U: Stanje i perspektive ekonomskog razvoja grada Kragujevca, str. 535-545
3. Fabozzi, F. J., Feldstein, S. G. (2008). The Handbook of Municipal Bonds, New Jersy, John Wiley and sons
4. Janković, D. (2012). Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta, Podgorica, Univerzitet Mediteran
5. Jovanović, A., Zakić, N. (2008). Tržište municipalnih obveznica – neka uporedna iskustva. *Ekonomika*, 54, (5-6), str. 88-100
6. Labudović-Stanković, J. (2015). Municipalne obveznice kao način finansiranja jedinica lokalne samouprave sa osvrtom na Republiku Srbiju, Zbornik referata sa Međunarodnog naučnog skupa održanog 8. maja 2015. godine, na Pravnom fakultetu u Kragujevcu, str. 223-234
7. Mandić, B., Grublješić, Ž. (2011). Municipalne obveznice - finansijska pomoć razvoju lokalnih zajednica. *Industrija: časopis za ekonomiku industrije*, 39 (1), str. 99-110
8. Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012). Smerince za izdavanje municipalnih obveznica, Projekat finansiram sredstviam EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O.
9. Pravilnik o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom, *Sl. glasnik RS*, br. 89/11 i 14/13
10. Ustav R. Srbije, *Sl. glasnik RS*, br. 98/06
11. Zakon o budžetskom sistemu, *Sl. glasnik RS*, br. 54/09, 73/10, 101/10, 101/11, 93/12, 62/13, 63/13 - ispr., 108/13, 142/14, 68/15 - dr. zakon i 103/15
12. Zakon o finansiranju lokalne samouprave, *Sl. glasnik RS*, br. 62/06, 47/11, 93/12, 99/13 - usklađeni din. izn., 125/14 - usklađeni din. izn. i 95/15 - usklađeni din. izn.
13. Zakon o javnom dugu, *Sl. glasnik RS*, br. 61/05, 107/09 i 78/11
14. Zakon o lokalnoj samoupravi, *Sl. glasnik RS*, br. 129/07 i 83/14 - dr. zakon