

**Univerzitet Privredna akademija
Pravni fakultet za privredu i pravosuđe
Novi Sad**

Mr. Goran Selak

Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti

DOKTORSKA DISERTACIJA

Novi Sad, 2016.

**University Business Academy
Faculty of Law for Commerce and Judiciary
Novi Sad**

Goran Selak, LL.M.

Municipal Bonds As Securities

DOCTORAL THESIS

Novi Sad, 2016.

Članovi komisije:

mentor

Prof. dr Milorad Bejatović

predsednik komisije

Prof. dr Ljubo Pejanović

član komisije

Doc. dr Predrag Mirković

A p s t r a k t

Predmet istraživanja doktorske disertacije jesu municipalne obveznice kao hartije od vrednosti. Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrednosti koje izdaju gradovi i opštine, radi finansiranja infrastrukturnih projekata od javnog značaja. U radu su analizirane ove hartije od vrednosti sa aspekta pravne nauke. Prvi deo rada predstavlja polazište istraživanja u kojem su definisane obveznice kao hartije od vrednosti, njihova opšta obeležja, pravne karakteristike i vrste obveznica. Drugi deo rada, fokus istraživanja usmerava na municipalne obveznice kao hartije od vrednosti. Dat je širok teorijski osnov za definisanje municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti i njihove opšte i posebne karakteristike. Nakon toga je dat prikaz istorijskog razvoja ovih hartija od vrednosti. Istraživanje je obuhvatilo sve pojavne oblike municipalnih obveznica, kao i njihove najznačajnije karakteristike. Treći deo rada obuhvata čitav spektar pravnih propisa R. Srbije, koji na posredan ili neposredan način predstavljaju pravni okvir kojim se reguliše postupak emitovanja municipalnih obveznica. Četvrti deo istraživanja obuhvata analizu svih faza u postupku emitovanja municipalnih obveznica. Peti deo rada bavi se analizom pozitivnih i negativnih aspekata municipalnih obveznica, i to kako sa stanovišta emitenta obveznica, tako i sa stanovišta investitora kao kupaca. Šesti, poslednji deo rada, obuhvata empirijsko istraživanje koje je zasnovano na sakupljenim podacima iz četiri realizovane emisije municipalnih obveznica u R. Srbiji. Podaci su dobijeni iz Prospekta, odnosno Odluke o emisiji municipalnih obveznica gradova Šabac, Pančevo i Novi Sad, kao i opštine Stara Pazova. Zaključci su posebno izvedeni za empirijski deo istraživanja, i kao takvi inkorporirani u teorijski zaključak istraživanja.

Abstract:

The research topic of the doctoral thesis are municipal bonds as securities. Municipal bonds are debt securities issued by cities and municipalities in order to finance infrastructural projects of public interest. The paper analyzes these securities in terms of jurisprudence. The first part represents the starting point of research, which defines bonds as securities, but also defines their general and legal characteristics and types. The second part of the research shifts focus to municipal bonds as securities. We gave a broad theoretical basis for defining municipal bonds as securities and their general and specific features. Thereafter, we presented the historical development of these securities. The study included all forms of municipal bonds, as well as their most important characteristics. The third part comprises the whole spectrum of legal regulations of the Republic of Serbia, that directly or indirectly represent a legal framework that regulates the procedure of issuing municipal bonds. The fourth part of the research includes the analysis of all stages forming the process of issuing municipal bonds. The fifth part deals with the analysis of positive and negative aspects of municipal bonds, both from the standpoint of bond issuers, and investors as customers. Sixth and the last part of this doctoral thesis includes empirical research, which is based on data collected from four implemented municipal bond issues in the Republic of Serbia. The data were obtained from the Prospectus and the Decision on issuance of municipal bonds of cities of Sabac, Pancevo and Novi Sad, as well as the municipality of Stara Pazova. The conclusions are specifically designed for the empirical part of the research, and as such is incorporated within theoretical conclusions of the research.

SADRŽAJ

UVOD.....	9
UVODNA RAZMATRANJA	9
NAUČNA OPRAVDANOST ISTRAŽIVANJA	11
CILJEVI ISTRAŽIVANJA I OČEKIVANI REZULTATI	13
HIPOTEZE NAUČNOG ISTRAŽIVANJA	14
METODOLOŠKI PRISTUP ISTRAŽIVANJU	14
ODELJAK I	16
DEO I – OSNOVNE KARAKTERISTIKE OBVEZNICE KAO HARTIJE OD VREDNOSTI.....	16
1. OBVEZNICE KAO HARTIJE OD VREDNOSTI	16
2. VREDNOST OBVEZNICA	20
3. PRENOS OBVEZNICA I ZAŠTITA PRAVA ZAKONSKOG IMAOCA.....	21
4. VRSTE OBVEZNICA.....	23
5. DRŽAVNE OBVEZNICE.....	25
6. KORPORATIVNE OBVEZNICE	28
DEO II – MUNICIPALNE OBVEZNICE KAO HARTIJE OD VREDNOSTI	31
1. POJAM I OSNOVNE KARAKTERISTIKE MUNICIPALNIH OBVEZNICA	31
2. KRATAK ISTORIJSKI PRIKAZ RAZVOJA MUNICIPALNIH OBVEZNICA	37
3. VRSTE MUNICIPALNIH OBVEZNICA	41
3.1. <i>Kratkoročne i dugoročne municipalne obveznice</i>	42
3.2. <i>Opšte obavezujuće municipalne obveznice</i>	44
3.3. <i>Prihodne municipalne obveznice</i>	46
3.4. <i>Namenske prihodne municipalne obveznice</i>	49
3.5. <i>Ostale vrste municipalnih obveznica</i>	50
DEO III – NORMATIVNI OKVIR REGULISANJA POSTUPKA EMITOVANJA MUNICIPALNIH OBVEZNICA ...	56
1. NORMATIVNI OKVIR REGULISANJA POSTUPKA EMITOVANJA MUNICIPALNIH OBVEZNICA U R. SRBIJI.....	56
1.1. <i>Ustav Republike Srbije</i>	57
1.2. <i>Zakon o lokalnoj samoupravi</i>	61
1.3. <i>Zakon o finansiranju lokalne samouprave</i>	66
1.4. <i>Zakon o budžetskom sistemu</i>	69
1.5. <i>Zakon o javnom dugu</i>	81
1.6. <i>Zakon o tržištu kapitala</i>	91
1.7. <i>Odluka o budžetu jedinice lokalne samouprave</i>	95
DEO IV – POSTUPAK EMITOVANJA MUNICIPALNIH OBVEZNICA.....	96
1. POSTUPAK EMITOVANJA MUNICIPALNIH OBVEZNICA	96
1.1. <i>Angažovanje finansijskog savetnika</i>	97
1.2. <i>Usvajanje Odluke o zaduživanju i pribavljanje mišljenja Ministarstva finansija</i>	101
1.3. <i>Pokretanje postupka javne nabavke kredita</i>	105
1.4. <i>Elementi i preliminarno utvrđivanje strukture municipalnih obveznica</i>	109
1.5. <i>Preliminarno utvrđivanje indikativnih uslova</i>	113
1.6. <i>Ispitivanje tržišta i analiza tražnje</i>	115
1.7. <i>Odluka o agentu – pokrovitelju emisije</i>	118
1.8. <i>Javna prodaja ili privatni plasman</i>	123
1.9. <i>Prospekt emisije municipalnih obveznica</i>	126

1.10.	<i>Odluka o načinu zaduživanja i Odluka o emitovanju municipalnih obveznica</i>	141
1.11.	<i>Postupak upisa i uplate</i>	143
DEO V - ARGUMENTACIJA U KORIST I PROTIV MUNICIPALNIH OBVEZNICA KAO HARTIJA OD VREDNOSTI – ANALIZA INTERESA EMITENATA I KUPACA MUNICIPALNIH OBVEZNICA		147
1.	EKONOMSKA I FISKALNA DECENTRALIZACIJA – NUŽNI FAKTOR U KREIRANJU TRŽIŠTA MUNICIPALNIH OBVEZNICA ...	147
1.1.	<i>Kreditno zaduživanje</i>	149
1.2.	<i>Zaduživanje putem javnog poziva – javni zajam</i>	152
1.3.	<i>Argumenti u korist emitovanja-kupovine municipalnih obveznica</i>	156
ODELJAK II – EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE		196
	GRAD ŠABAC	197
	OPŠTINA STARA PAZOVA	200
	GRAD PANČEVO	202
	GRAD NOVI SAD.....	204
	ZAKLJUČAK ISTRAŽIVANJA	207
ZAKLJUČAK		210
LITERATURA:		215

UVOD

Uvodna razmatranja

Predmet istraživanja ove doktorske disertacije jesu municipalne obveznice kao hartije od vrednosti. Uloga, značaj i aktuelnost ovih hartija od vrednosti su faktori koji su uticali na izbor predmeta istraživanja. Naime, uspešna alokacija slobodnog kapitala na finansijskom tržištu, moguća je samo ako se na njemu nalaze u ponudi kvalitetne kratkoročne i dugoročne hartije od vrednosti, koje bi investitorima omogućile siguran i uspešan plasman slobodnog kapitala. Svetsko finansijsko tržište konstantno ispoljava afinitete prema kvalitetnim hartijama od vrednosti, koje bi bile predmet trgovine na istom. Kvalitetne hartije od vrednosti su one hartije koje investitoru omogućavaju siguran plasman uz adekvatnu stopu prinosa. Međutim, svetska ekonomija je u poslednjih šest godina u velikoj krizi, koja se naročito manifestuje na finansijskom tržištu kako na globalnom nivo, tako i na nivou finansijskih tržišta pojedinačnih zemalja. Opšti nivo nesigurnosti koji vlada na finansijskom tržištu, upućuje investitore na izuzetan oprez prilikom ulaganja kapitala u hartije od vrednosti. Stim u vezi, obveznice kao hartije od vrednosti su u praksi, a naročito za vreme trajanja ove krize, pokazale značajan nivo sigurnosti ulaganja, jer iza istih kao garant stoje pojedine države odnosno jedinice lokalne samouprave, u zavisnosti od vrsta obveznica, tj. od činjenice ko se nalazi u ulozi njihovog emitenta. Municipalne obveznice jesu dužničke hartije od vrednosti koje emituju jedinice lokalne samouprave (opštine, okruzi, gradovi). Specifičnosti ovih obveznica u odnosu na državne obveznice, vezuju se za njihovo izdavanje, kao i za korišćenje sredstava dobijenih njihovom prodajom na finansijskom tržištu. Pored ove specifičnosti, municipalne obveznice imaju veoma dugu tradiciju postojanja kao finansijski instrument koji datira još iz 19-og veka, a koji je počeo da se upotrebljava za razvoj opština i gradova na teritoriji SAD. Upravo su SAD svojom normativnom praksom koja uređuje ovu materiju, zaslužne kako za njihov nastanak kao dužničkih hartija od vrednosti, tako i za njihov razvoj i korišćenje u svetu kao veoma kvalitetnog finansijskog instrumenta. Danas je tržište

municipalnih obveznica najviše razvijeno upravo u SAD, ali je primetna tendencija njihovog masovnog korišćenja širom sveta. Zemlje u razvoju sve više uređuju svoje zakonodavstvo kako bi ostvarile veći stepen decentralizacije u pogledu finansiranja lokalne zajednice, i primetna je sve značajnija uloga municipalnih obveznica u finansiranju njihovog razvoja. Sa tim u vezi, predmet ovog rada se ogleda u činjenici da je potrebno na jedan kvalitetan naučno-istraživački način prići ovoj problematici i u potpunosti istražiti ovu materiju. U širem smislu, predmet ovog naučno-istraživačkog rada su municipalne obveznice, kao dužničke hartije od vrednosti. U užem smislu, predmet naučnog rada se ogleda u determinisanju osnovnih karakteristika ovih obveznica, istorijata nastanka istih, njihove specifičnosti u odnosu na druge slične hartije od vrednosti, kao i njihove sveopšte ekonomske uloge u funkciji finansiranja lokalnih zajednica. Zaseban segment istraživanja je vezan za nastanak, pravnu prirodu i prestanak odnosa koji se uspostavlja između emitenta, posrednika i kupaca ovih obveznica. Reč je o obligacionopravnom odnosu koji će biti detaljno analiziran u samom radu.

Predmet istraživanja disertacije je multidisciplinarnog karaktera, stoga moramo naglasiti da metodologija istraživanja mora biti vođena pravnim odnosno normativnim pristupom. Izazov sa kojim se suočavamo, upravo se i ogleda u činjenici da je predmet istraživanja moguće analizirati sa normativnog i ekonomskog aspekta. Ovakva isprepletenost i kompleksnost teme je prvi izazov za autora, s obzirom da celokupni pravac istraživanja mora prethodno biti jasno određen u okviru ove prijave. Stoga, predmet istraživanja će biti analiziran u kontekstu normativnog metodološkog pristupa temi. Hartije od vrednosti će biti analizirane sa stanovišta njihovih normativnih karakteristika. S obzirom na njihove pravne karakteristike, i analiza municipalnih obveznica će biti usmerena na njihove pravne karakteristike. Ipak, smatramo da će ova disertacija prezentovati značajno kvalitetniji naučni rad i da će naučna i stručna javnost imati veću korist, ako se u određenom delu disertacije pozabavimo i sa ekonomskim obeležjima municipalnih obveznica. Zato je, u okviru plana istraživanja, predviđeno da se u pretposlednjem poglavlju disertacije ukaže na ekonomsku ulogu i značaj municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti. Smatramo da će na osnovu navedene normativne analize ovih hartija od vrednosti, doprinos disertacije biti

nesumnjivo veći, naročito ukoliko koherentno povežemo pravne i ekonomske karakteristike municipalnih obveznica. Time ćemo na jedan sistematičan način zaokružiti celokupno istraživanje. Naravno, deo disertacije koji se bavi ekonomskim aspektima predmeta istraživanja, biće ograničen po svom obimu i karakteru. Ideja je da ovaj segment rada posluži samo kao nadogradnja normativne analize predmeta istraživanja, uz uspostavljanje jasnih korelacija između adekvatnog normativnog regulisanja ovih hartija od vrednosti i njihovih ekonomskih benefita. Imajući u vidu prethodno rečeno, jasno je da se analiza navedene normative odnosi na R. Srbiju. Aktuelnost definisanog predmeta istraživanja je nesumnjivo prisutna. Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti su relativno naučno neistražene, odnosno ne postoji dovoljan broj naučnih radova koji bliže pojašnjava ovu temu. Pored toga, municipalne obveznice se u proteklih deset godina sve više koriste kao alternativni vid finansiranja različitih lokalnih infrastrukturnih projekata, što ovaj predmet istraživanja čini savremenim u pogledu funkcije ovog finansijskog instrumenta. Na kraju, ovako određen predmet doktorske disertacije je relativno usko definisan, sa jasnim okvirom istraživanja koji proizilazi iz definisanog naslova disertacije. Ova činjenica je od esencijalnog uticaja na pravac istraživanja koji jasno proističe iz definisanog predmeta istraživanja. Ovim ukazujemo da je pravac istraživanja veoma jasno i precizno definisan, bez nepotrebnih devijacija u istraživanju predmeta disertacije, što se može jasno uočiti pregledom sadržaja.

Naučna opravdanost istraživanja

Kada su u pitanju subjektivni razlozi kojima se autor rukovodio prilikom odabira ove teme za istraživanje, treba istaći da proces decentralizacije (naročito u domenu finansiranja jedinica lokalne samouprave) predstavlja veoma aktuelno pitanje od značaja za sve zemlje u tranziciji, među kojima se nalazi i R. Srbija. S obzirom na ograničene i centralizovane načine finansiranja infrastrukturnih projekata, municipalne obveznice mogu predstavljati veoma značajan finansijski instrument zaduživanja jedinica lokalne samouprave za one projekte koji su od

interesa za zajednicu. Međutim, da bi se taj ekonomski efekat i značaj omogućio, neophodno je da postoji adekvatan normativni okvir koji će kvalitetno regulisati sva pitanja od značaja u vezi sa ovim hartijama od vrednosti. Naravno, imajući u vidu njihovu ulogu u svetu, potrebno je da normativni sistem bude usklađen sa pozitivnopravnim iskustvima zemalja koje se u svojoj praksi rukovode ovim finansijskim instrumentom. Stoga, kao i kod predmeta rada, možemo uočiti jasnu povezanost normativnog i ekonomskog značaja municipalnih obveznica. Ukoliko one ne bi bile normativno uređene, ne bi postojala ni mogućnost za ekonomske benefite u pogledu ovih hartija od vrednosti. I pritom, ovde ne mislimo samo na adekvatno zakonsko determinisanje ovih hartija od vrednosti, već na celokupni normativni sistem koji je povezan sa njihovim postojanjem, emitovanjem i trgovanom. Uvažavajući navedene činjenice, smatramo da postoji opravdana potreba za ovakvim naučnim radom, tj. ovako definisanim predmetom istraživanja. Korelacija koja postoji i koja je prethodno naznačena, upravo ukazuje na potrebe nauke ali i šire javnosti za ovako definisanim istraživanjem. Objektivnim sagledavanjem stručne i naučne literature, možemo naglasiti da ne postoje radovi ovog obima koji su inkorporirali ovakav pravac istraživanja, koji se jednim većim delom oslanja na metodologiju prisutnu u pravnoj nauci, dok drugim manjim, ali izuzetno značajnim delom, na ekonomske principe koji su u nedvosmislenoj korelaciji sa pravom.

Naučni doprinos koji se želi postići ovim istraživačkim radom, podrazumeva sistematizaciju celokupnih saznanja u pogledu predmeta istraživanja. Ovim ćemo postići objektivnan uvid u sva relativna saznanja (naročito ona naučna) u pogledu predmeta istraživanja. Dosadašnja naučna saznanja su relativno skromna, naročito u pogledu normativnog aspekta predmeta istraživanja. To je ujedno i jedan od razloga zbog kog smo se opredelili za ovaj predmet istraživanja. Kako su municipalne obveznice obligacionopravne prirode, neophodno je ukazati na sve aspekte odnosa koji nastaju između emitenta obveznica, kupaca odnosno poverilaca i posrednika prilikom emitovanja. Obligacionopravna priroda ovih obveznica iziskuje normativnu analizu hartija od vrednosti, na način kojim one do sada nisu bile naučno analizirane. Ovu tvdnju

baziramo na dostupnim naučnim radovima koji se bave temom municipalnih obveznica, a koji su uglavnom multidisciplinarnog karaktera¹.

Radom se želi istražiti sve ono što je od značaja za ove vrste obveznica i ukazati na sva pozitivna i negativna iskustva sa kojima se jedinice lokalne samouprave mogu susretati, ukoliko se odluče za emitovanje ovih dužničkih hartija od vrednosti. Kada je u pitanju društveni cilj, moramo napomenuti da ovako definisan predmet istraživanja rada može imati veoma značajnu društvenu vrednost, obzirom da je pitanje finansiranja nižih nivoa vlasti veoma aktuelno društveno pitanje. Shodno tome bi i naučni rezultati ovog rada mogli biti od koristi za širu društvenu javnost.

Ciljevi istraživanja i očekivani rezultati

Opšti cilj istraživanja jeste normativna i ekonomska analiza municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti. Posebni ciljevi istraživanja vezuju se za definisanje osnovnih pravnih instituta koji se primenjuju na ove obligacionopravne hartije od vrednosti, na pravni položaj emitenta obveznica, posrednika i kupaca istih, kao i na dužničko-poverilački odnos koji se uspostavlja prilikom emisije. Shodno tome, analiziraće se svi različiti pojavni oblici municipalnih obveznica, kao i njihove međusobne sličnosti i razlike. Sistematizovanjem celokupnog normativnog korpusa saznanja u vezi sa predmetom istraživanja, jedan od specifičnih ciljeva istraživanja biće usmeren na ekonomsku ulogu i značaj municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti. Upravo, realizacija ovog specifičnog cilja predstavlja osnovu za ekonomske efekte ovih obveznica, koji će sinhrono ukazati i na normativne aspekte u vezi sa predmetom istraživanja. Drugi opšti cilj koji se nameće pri ovako izabranom predmetu istraživanja, ukazuje na ekonomski značaj municipalnih obveznica kao načina zaduživanja na finansijskom tržištu, a naročito komparaciju u kontekstu drugih vidova zaduživanja koji su na

¹ U naslovima rada se spominju municipalne obveznice, ali se pregledom radova dolazi do saznanja da je značajno malo prostora dato normativnoj analizi ovih hartija od vrednosti, dok je veći deo pomenutih radova obuhvatio različite ekonomske momente u vezi sa emitovanjem i trgovinom ovim obveznicama.

raspolaganju subjektima na tržištu. S obzirom da ova tema nije dovoljno kvalitetno obrađena niti je u prošlosti bila predmet česte eksploatacije stručne javnosti u našoj zemlji, kao i na činjenicu da su u bliskoj prošlosti izvršene određene normativne korekcije zakonodavca u ovoj oblasti, smatramo da će ovaj rad biti od izuzetne koristi za bliže upoznavanje stručne i šire javnosti sa predmetom istraživanja ovog rada. Konačno, poslednji cilj koji se želi ostvariti, podrazumeva adekvatnu analizu potencijalnih benefita ali istovremeno i nedostataka municipalnih obveznica, kako sa stanovišta emitenta obveznica, tako i sa stanovišta lica koja ulažu svoja novčana sredstva u njihovu kupovinu.

Hipoteze naučnog istraživanja

Hipoteza H.1: Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrednosti koje izdaju jedinice lokalne samouprave sa ciljem prikupljanja određenih novčanih sredstava radi finansiranja partikularnih interesa emitenta.

Hipoteza H.2: Obligacionopravna priroda municipalnih obveznica jasno determiniše dužničko-poverilački odnos između emitenta i kupaca ovih obveznica.

Hipoteza H.3: Municipalne obveznice poseduju čitav niz prednosti kao način zaduživanja emitenta, u odnosu na druge klasičnije oblike zaduživanja.

Hipoteza H.4: Tržište municipalnih obveznica u R. Srbiji je slabo razvijeno i direktno povezano sa stepenom razvoja subjekata koji emituju municipalne obveznice.

Metodološki pristup istraživanju

Metodološki pristup istraživanju disertacije uglavnom je uslovljen definisanim predmetom i ciljevima samog rada. Pored toga, generalni odabir naučne oblasti takođe determiniše metodološki pristup istraživanju, jer su

pojedine metode istraživanja u prirodnoj simbiozi sa odabranim naučnim oblastima. Imajući u vidu da predmet istraživanja predstavljaju municipalne obveznice kao hartije od vrednosti, a da je tema multidisciplinarnog karaktera, unapred se determinišu načini odnosno metode istraživanja teme. Osnovne metode istraživanja spadaju u red opštih metodoloških postupaka, stoga će analitičkom i sintetičkom metodom istraživanja biti analizirana kako opšta, tako i specifična obeležja pojave odnosno predmeta. Korišćenjem metode indukcije, težićemo da ukažemo na šire teorijske osnove o pojmovima inkorporiranim u istraživanje. Sa druge strane, metodom dedukcije će se proces obrnuti, i od opštih analiza predmeta istraživanja, stremićemo ka diferencijaciji posebnih obeležja koja su karakteristična za predmet istraživanja. U istraživanju će najviše biti korišćen normativni metod, te u određenoj meri i istorijski metod istraživanja. Statistički metod istraživanja će takođe biti primenjen u jednom od segmenata rada. Analizom prikupljenih podataka iz različitih izvora teorijskih saznanja, metodom dedukcije doći će se do pojedinačnih saznanja od značaja za ovaj deo rada. Moramo naglasiti da će statistički, kao i svi drugi podaci izneti u ovom radu, biti najaktuelniji. Literatura koja će se koristiti, takođe će biti veoma preciznog obima, sa jasnom ulogom svakog pojedinačnog izvora podataka, takođe aktuelnog u ovom momentu istraživanja.

ODELJAK I

DEO I – OSNOVNE KARAKTERISTIKE OBVEZNICE KAO HARTIJE OD VREDNOSTI

1. Obveznice kao hartije od vrednosti

Predmet istraživanja doktorske disertacije jesu municipalne obveznice kao hartije od vrednosti. Da bi adekvatno započeli istraživanje teme, potrebno je pružiti širi osvrt na hartije od vrednosti. Adekvatno istraživanje predmeta disertacije mora prethodno obuhvatiti širi opseg istraživanja, u kome se kao predmet pojavljuju obveznice kao hartije od vrednosti. Iz tog razloga, neophodno je definisati pojam, osnovna obeležja odnosno karakteristike obveznica kao hartija od vrednosti. Pored toga, predmet istraživanja jesu i vrste obveznica kao hartija od vrednosti, među koje spadaju i municipalne obveznice.

Hartije od vrednosti, među koje se ubrajaju i obveznice, jesu pismene isprave u koje je inkorporirano nedeljivo pravo, i kojima se izdavaoci obavezuju da će ispuniti obavezu koja je na hartiji upisana. Izdavalac hartije od vrednosti mora da izvrši obavezu koja je upisana na hartiji². Bitna obeležja svih hartija od vrednosti jesu njihova formalnost, imovinsko pravo i organska veza sadržine.³ Hartije od vrednosti moraju imati predviđene elemente koji čine formu pravnog posla. Formalnost hartije od vrednosti jeste pravo da njen zakoniti imalac može da zahteva stepen prava do one granice koja je upisana na hartiji od vrednosti. Hartija od vrednosti se uvek odnosi na stvar, novčano ili robno potraživanje, korist odnosno vrednost, što ukazuje na tačno navedeno imovinsko pravo.⁴ Pravo je inkorporirano na svakoj hartiji od vrednosti, i ono se ne može ostvariti niti

² Dematerijalizacijom hartija od vrednosti, ova obaveza je sastavni deo elektronskog zapisa koji kao takav pohranjen u Centralni registar hartija od vrednosti.

³ Bejatović, M. (2008): *Bankarsko pravo i hartije od vrednosti*, Novi Sad : Privredna akademija, 2008 (Novi Sad : Alfa-graf NS) ISBN 978-86-84613-79-2 (broš.)UDK 347.734/.735(075.8)COBISS.SR-ID 228459783

⁴ Carić, S. (2000): *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Novi Sad : Centar za privredni consulting, UDK336.71(075.8)336.763(075.8) COBISS.SR-ID 512263591

prenositi bez posedovanja konkretnog pismena koje predstavlja to pravo. Elementi hartija od vrednosti od izuzetne su važnosti za njihovo pravilno identifikovanje u pravnom životu. Osnovna karakteristika svih hartija od vrednosti jeste pravna priroda prenosa prava sa jednog lica na drugo⁵. Hartije od vrednosti su prenosive isprave, te se prava iz njih mogu prenositi. U zavisnosti od kriterijuma koji se uzima kao osnov za klasifikaciju, hartije od vrednosti se mogu podeliti na više načina, i to: prema prirodi inkorporiranog prava, prema nosiocu prava, prema nameni, prema vrsti prihoda, prema vremenu dospeća, prema izdavaocu⁶. S obzirom na definisani predmet istraživanja, od relevantnog je značaja podela hartija od vrednosti prema prirodi inkorporiranog prava. U odnosu na ovaj kriterijum, hartije od vrednosti mogu biti stvarno pravne, obligacionopravne i lično pravne⁷. Ova podela je značajna za istraživanje, jer obveznice kao hartije od vrednosti predstavljaju obligacionopravne hartije. Osnovna karakteristika obligacionopravnih hartija od vrednosti odnosi se na sadržano obligaciono pravo koje imaocu hartije od vrednosti daje pravo potraživanja⁸. Pravo potraživanja zakonitog imaoca, usmereno je prema izdavaocu hartije od vrednosti koji ima osnovnu obavezu da izvrši određeno činjenje. U obligacionopravne hartije od vrednosti ubrajaju se menica, ček, obveznice, kreditna pisma i dr. Stvarnopravne hartije od vrednosti imaju inkorporirano stvarno pravo. Pravo svojine, pravo zaloge nad pokretnim i nepokretnim stvarima čine stvarna prava koja su sadržana u ovim hartijama od vrednosti⁹. Lično pravne hartije od vrednosti jesu one koje imaocu daju pravo učešća u upravljanju određenim pravnim licem, ali i omogućavaju učešće u dobiti tih pravnih lica.¹⁰ S obzirom na definisani okvir istraživanja, hartije od vrednosti neće biti predmet posebne analize. Smatramo značajnim, da istraživanje usmerimo isključivo na obveznice kao jedne od obligacionopravnih hartija od vrednosti.

⁵ Carić, S. (2000): Bankarski poslovi i hartije od vrednosti, Novi Sad : Centar za privredni consulting, UDK336.71(075.8)336.763(075.8) COBISS.SR-ID 512263591

⁶ Dabić, S. (1990): *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Beograd.

⁷ Dabić, S. (1990): *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Beograd.

⁸ Dabić, S. (1990): *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Beograd.

⁹ Gloginić, A. (2001): *Stvarnopravne hartije od vrednosti*, Beograd : Savez računovođa i revizora Srbije, 2001 (Beograd : Kosmos) ISBN 86-475-0070-9UDK336.763COBISS.SR-ID169136647

¹⁰ Dabić, S. (1990): *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Beograd.

Obveznice jesu dužničke hartije od vrednosti. Izdavanjem obveznica, emitent na sebe preuzima obavezu isplate novčanog iznosa koji je naznačen sa tačno utvrđenom kamatom. Obveznice glase na donosioca ili na lice koje je naznačeno na obveznici. Pravni karakter obveznice je donekle upitan. Prema jednom stanovištu, obveznica je dokument kojim se potvrđuje ili kreira postojanje duga¹¹. Izdavanjem obveznice, emitent potvrđuje da je nastao određeni obligacionopravni odnos, na osnovu kog zakoniti imalac ima pravo da zahteva isplatu novčanog iznosa zajedno sa pripadajućom kamatom. Zagovornici druge teorije tvrde da obveznica nije ništa drugo do dokument kojim se potvrđuje određeni dug¹². Ovim dokumentom se ne kreira postojanje duga, već se samo potvrđuje postojeći. Tehnički gledano, zagovornici i jednog i drugog pravca su donekle u pravu, obzirom da obveznica kao pisani dokument istovremeno može biti dokument o dugu kojim se isti potvrđuje, ali i dokument kojim se kreira postojanje duga. Ipak, mišljenja smo da je najpravičnije tumačenje ono koje upućuje na dokument o dugu. Obveznica jeste dokument o dugu koji je nastao kao obaveza emitenta, koja je proistekla iz konkretnog pravnog posla. Kada je u pitanju pozitivno pravo R. Srbije, Zakon o hartijama od vrednosti definisao je *obveznicu kao hartiju od vrednosti kojom se njen emitent obavezuje da će imaću obveznice u roku njene dospelosti isplatiti iznos nominalne vrednosti obveznice i ugovorenu kamatu*¹³. Definicija pojma obveznica koja je sadržana u Zakonu o hartijama od vrednosti¹⁴ ukazuje na bitna obeležja ovih hartija od vrednosti. Prvo, zakon propisuje da «će imaću obveznice u roku njene dospelosti isplatiti iznos nominalne vrednosti obveznice i ugovorenu kamatu». Ono što je uočljivo, jeste da zakonodavac nije propisao da imalac obveznice mora biti i zakoniti imalac iste. Drugo, obaveza koja se o dospelosti mora izvršiti, jeste isplata iznosa nominalne vrednosti obveznice i ugovorene kamate. Iz ovog proističe, da izdavalac obveznice

¹¹ Džidić, M. (2008): *Obveznice u funkciji razvoja tržišta kapitala*, članak: Zbornik radova Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse : šesto međunarodno savjetovanje, Neum, 20, 21 i 22. lipnja 2008. godine, str. 273-288.

¹² Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija: str. 117-119. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

¹³ Čl. 32. ZHV SRJ, Službeni list br. 26-95, drugi zakon i 59-98.

¹⁴ Zakon o hartijama od vrednosti je stavljen van snage 2011. god. Na snazi je trenutno Zakon o tržištu kapitala.

ima dve obaveze prema imaocu obveznice, isplatu nominalne vrednosti obveznice i ugovorenu kamatu¹⁵. Obveznice su hartije od vrednosti koje su zakonom regulisane, i kao takve mogu biti analizirane isključivo u okviru pozitivnopravnih propisa R. Srbije. Pored toga, pojam obveznica nije u primarnom fokusu istraživanja. Sa aspekta potreba istraživanja ove disertacije, možemo zaključiti da obveznice jesu hartije od vrednosti, da su kao takve pojmovno definisane zakonom, i da su obligacionopravne prirode. Njihovim izdavanjem nastaje obligacionopravna obaveza emitenta, da zakonitom imaocu u roku dospeća isplati iznos nominalne vrednosti obveznice sa pripadajućom kamatom.

Obveznice kao hartije od vrednosti poseduju određene karakteristike, koje ih razlikuju u odnosu na druge vrednosne hartije. Reč je o dužničkim vrednosnim papirima koji produkuju određena prava i obaveze, kako za emitenta obveznica, tako i za njenog zakonitog imaoca. Dužnička priroda ovih hartija od vrednosti jeste njihova osnovna karakteristika. Emitovanjem odnosno izdavanjem obveznica, uspostavlja se pravni odnos između emitenta obveznice i zakonitog imaoca iste. Prilikom izdavanja obveznica, uspostavlja se privremeni obligacioni odnos zasnovan na novčanoj obavezi koja je naznačena na obveznici, odnosno ugovorena¹⁶. Kao takva ona se sastoji od plašta i kamatnog kupona. Iz tog razloga, pri zakonskom definisanju pojma obveznice, obaveza se konstituiše prema dva osnova. Prvi, koji proizilazi iz plašta obveznice, i drugi koji proizilazi iz kamatnog kupona. Plašt obveznice sadrži osnovne elemente koji se tiču izdavaoca obveznice. U pitanju su podaci kojima se na dokumentu daje oznaka da je u pitanju obveznica, vrsta obveznice, naziv emitenta, nominalna vrednost obveznice, visina kamatne stope, rok plaćanja nominalne vrednosti obveznice i kamate, mesto plaćanja i drugo¹⁷. Realizacija naplate ugovorene kamate po osnovu emitovanih obveznica,

¹⁵ Obveznice jesu hartije od vrednosti kojima se emitent obavezuje da imaocu obveznice u roku njene dospelosti isplati iznos nominalne vrednosti obveznice i ugovorenu kamatu. Čl. 2. st. 2., ZHV CG, "Sl. list RCG", br. 59-2000 i 10-2001.

¹⁶ Jovanović, N. (2001): *Emisija vrednosnih papira*, Grmeč Privredni pregled, Beograd.

¹⁷ Plašt obveznice sadrži sledeće podatke: oznaku da je obveznica i vrstu obveznice; firmu, odnosno naziv i sedište emitenta; firmu, odnosno ime kupca obveznice ili oznaku da obveznica glasi na donosioca; nominalna vrednost obveznice; naziv garanta, ako se radi o garantovanim obveznicama; visinu kamatne stope; procenat učešća u dobiti, ako je učešće predviđeno; rokove i mesto plaćanja nominalne vrednosti obveznice i kamate; mesto i datum emisije; oznaku serije i kontrolni broj obveznice; faksimil potpisa ovlašćenog lica emitenta i pečat emitenta obveznice; oznaku rokova plaćanja nominalne vrednosti obveznice i kamate, odnosno anuiteta (amortizacioni plan)

inkorporirana je u kamatni kupon. Svaki kamatni kupon mora da sadrži svoj serijski broj i ostale podatke koji su zakonom utvrđeni¹⁸. Elementi obveznica, plašt i kamatni kupon, nedvosmisleno definišu obveznice kao obligacionopravne hartije od vrednosti. Elementi obveznica sadrže sve neophodne podatke koji se tiču dužničko-poverilačkog odnosa, koji se uspostavlja emitovanjem obveznica i traje do ispunjenja obaveze koja je sadržana u plaštu i kamatnom kuponu. Elementi obveznica su definisani zakonom, čime se eliminiše mogućnost dispozitivnog određivanja njihovog sadržaja od strane izdavaoca, odnosno kupca. Obaveza nastala po osnovu emitovanih obveznica gasi se isključivo plaćanjem obaveze od strane emitenta. Detaljnija analiza elemenata obveznica biće obuhvaćena prilikom analize municipalnih obveznica kao hartija od vrednost.

2. Vrednost obveznica

Obveznice se izdaju radi prikupljanja potrebnih novčanih sredstava. Imajući u vidu da su obveznice hartije od vrednosti, možemo konstatovati da su kao takve i novčano određene. Vrednost obveznica može biti različita. S obzirom da ćemo u delu rada koji se tiče municipalnih obveznica posebno razmatriti ovo pitanje, ovde ćemo samo u kratkim crtama navesti i definisati osnovne pojmove u vezi vrednosti obveznica. Obveznice mogu imati nominalnu, emisionu i tržišnu vrednost¹⁹. Ovo se odnosi na sve vrste obveznica, s tim što svaka ima nominalnu i emisionu vrednost, a samo one koje se uključuju na organizovano tržište kapitala i tržišnu vrednost. Ovo važi i za municipalne obveznice. Nominalna vrednost obveznica jeste ona koja je naznačena na samoj ispravi obveznice²⁰. Vrednost obveznice je uvek izražena u novcu, i kao takva se mora isplatiti po roku dospeća. Pored nominalne vrednosti, postoji i knjigovodstvena cena obveznice, koja mora biti jednaka nominalnoj ceni

¹⁸ Kamatni kupon obveznice sadrži podatke: oznaku serije i broj kupona; visinu kamate; datum dospeća i mesto i način plaćanja kamate; faksimil potpisa ovlašćenog lica emitenta i pečat emitenta.

¹⁹ Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija: str. 117-119. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

²⁰ Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija: str. 117-119. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

jedne obveznice. Osnovna uloga knjigovodstvene cene obuhvata njeno evidentiranje u poslovne knjige subjekta koji je emitent²¹. Emisiona vrednost obveznice jeste ona vrednost po kojoj se vrši primarno emitovanje obveznica²². Emisiona vrednost jedne obveznice može biti i niža od nominalne vrednosti, ali može biti i jednaka, pa čak i viša. Ukoliko je vrednost niža od nominalne, onda je emisiona vrednost obveznice obrazovana uz popust. Tržišna vrednost obveznice je direktno vezana za kotiranje na tržištu finansijskih instrumenata, stoga se za nju često kaže da predstavlja realnu vrednost obveznice. Tržišna vrednost obveznica iskazuje se u procentima u odnosu na njenu nominalnu vrednost²³. Postoje mnogobrojni faktori koji utiču na formiranje tržišne vrednosti obveznica, od kojih su najznačajniji sledeći: bonitet emitenta; visina ugovorene kamatne stope; njeno obezbeđenje; finansijska pozicija emitenta; datum dospeća; mogućnosti konverzije; nivo rizika i prinosa; i drugi faktori.

3. Prenos obveznica i zaštita prava zakonskog imaooca

S obzirom da je reč o obligacionopravnim hartijama od vrednosti, prenos prava mora biti obligacionopravnog karaktera. Osnovni način prenosa prava kod obveznica, jeste putem indosamenta²⁴. Ukoliko je reč o obveznicama koje glase na donosioca, onda se prenos vrši na tradicionalan način, predajom. Osnovni model prenosa obveznica predviđa da se on obavi na tržištu kapitala. Tržište kapitala u osnovi predstavlja mesto na kojem se trguje tipiziranim finansijskim instrumentima, među koje spadaju i obveznice. Tržište kapitala je zakonom uređeno i predstavlja jedno od osnovnih institucionalnih tržišta na kojima se

²¹ Reč o posebnoj vrsti obveznica, korporativne obveznice. Više o ovome u nastavku rada.

²² Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija: str. 117-119. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

²³ Ukoliko je nominalna vrednost jedne obveznice 10.000. RSD, a tržišna vrednost 17.000. RSD, u procentima se iskazuje njena vrednost, što bi u ovom slučaju bilo 17%.

²⁴ Raičević, J., Simić, I. (2009): *Hartije od vrednosti kao instrument duga*, Poslovna ekonomija : časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije = Business economics : magazine for business economics, entrepreneurship and finance ISSN: 1820-6859.- God. 3, br. 1 (2009), str. 71-80

obavlja trgovina. Tržište kapitala može biti primarno i sekundarno²⁵. Kada subjekti koji emituju obveznice vrše njihovo inicijalno plasiranje, oni to obavljaju na primarnom tržištu kapitala. Sekundarno tržište kapitala je organizovano tržište na kojem se trguje hartijama od vrednosti, pa shodno tome i obveznicama koje su već prethodno emitovane na primarnom tržištu.

Pravna zaštita svih subjekata u pravnom poslu sa obveznicama definisana je pozitivnopravnim propisima većine država. Svaka država je zainteresovana da zaštiti sva individualna i kolektivna prava, uključujući i ona koja se tiču emitenta obveznica, ali i posrednika i kupaca u ovom poslu. Ipak, kupci odnosno vlasnici obveznica predstavljaju posebno zaštićene subjekte. Država je veoma zainteresovana za institucionalno regulisanje svih privrednih odnosa, i čini to na dva načina. Prvi je, da država svojim zakonskim i podzakonskim aktima normativno reguliše trgovanje na tržištima kapitala. Ovaj model je primenjen i u R. Srbiji, kada je donet krovni zakon, Zakon o tržištu kapitala²⁶. Ostali pravni propisi moraju biti u saglasnosti sa odredbama ovog zakona. Drugi model regulacije podrazumeva ostavljanje u nadležnosti berze kao finansijske institucije, da svojim aktima uredi ovu materiju²⁷. Ukoliko uzmemo u obzir sve učesnike u obligacionopravnom odnosu koji nastaje, traje i prestaje emitovanjem obveznica, njihovom trgovinom i ispunjenjem obaveze koja je na njoj naznačena, svakako da najpovoljniji položaj imaju vlasnici obveznica, tj. zakoniti imaoци obveznica. S obzirom na obligacionu prirodu obveznica, ova lica su u ugovornom odnosu sa emitentom obveznica. Vlasnik odnosno imalac obveznica uživa maksimalnu pravnu zaštitu, iz čega i proizilaza tvrdnja da su obveznice najsigurniji oblik investiranja kapitala. Detaljniji prikaz prava i obaveza subjekata koji učestvuju u ovom pravnom poslu biće predmet šire analize u nastavku disertacije.

²⁵ Popović, V. (2004): Tržište hartije od vrednosti : propisi EU i Srbije, UDK 340.137:347.73(497.11:4-672EU) Evropsko zakonodavstvo ISSN: 1451-3188.- God. 3, br. 8 (2004), str. 40-44

²⁶ Zakon o tržištu kapitala (*"Sl. glasnik RS"*, br. 31/2011 i 112/2015)

²⁷ Irska, Velika Britanija, Holandija, i druge.

4. Vrste obveznica

Odabir kriterijuma kojim se obveznice mogu klasifikovati, od velikog je značaja na klasifikovanje obveznica kao hartija od vrednosti. Svaka klasifikacija obveznica mora proisteći iz pozitivnopravnih propisa R. Srbije. Pored toga, postoje i određene klasifikacije koje su svojstvene drugim pravnim sistemima, ali one neće biti predmet razmatranja u ovom istraživanju. S obzirom na veliki broj kriterijuma koji se mogu uzeti u obzir prilikom klasifikacije obveznica, u radu ćemo analizirati samo one primere obveznica koje su po ulozi, značaju i upotrebi najvažnije za ovo istraživanje.

Prvi kriterijum koji ćemo uzeti kao osnov za klasifikaciju obveznica, jesu obveznice prema ovlašćenom licu. Obveznice mogu glasiti na ime ili na donosioca²⁸. Obveznice na ime su hartije od vrednosti na kojima je tačno naznačeno ime zakonskog imaooca obveznice, dok kod obveznice na donosioca, zakonski imalac je svako lice koje je na zakonit način steklo obveznicu, iz koje proizilazi obaveza emitenta da ispuni obavezu koja je na njoj naznačena. Prenos obveznica koje glase na ime se vrši indosamentom, dok se prenos obveznica na donosioca vrši prostom predajom.

Drugi kriterijum koji se može uzeti kao osnov za klasifikaciju obveznica, jeste način otkupa obveznica. U najvećem broju slučajeva, vreme otkupa obveznica je isključivo određeno u uslovima emisije, tj. u prospektu koji izdaje emitent, odnosno u obaveštenju o emisiji koje takođe izdaje emitent obveznica. Po određenim ustaljenim pravilima, obveznice sa kratkim rokom dospeća (do godinu dana) nisu otkupljive. Pravilo je da obveznice sa rokom dospeća do godinu dana, ne mogu biti predmet otkupa bilo kog subjekta. Izuzetno, ukoliko je emitent prilikom određivanja uslova emisije predvideo opciju poziva, onda on ima pravo da vlasnike pozove na otkup obveznica pre njihove dospelosti²⁹. Takođe, postoje i obveznice koje se mogu otkupiti po proteku određenog vremena od strane vlasnika

²⁸ Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

²⁹ Cena obveznica koje imaju opciju poziva je po pravilu veća, u odnosu na one koje nemaju ovu opciju. Opcija poziva se može posmatrati sa stanovišta emitenta obveznice, naročito kod onih obveznica gde je propisana fiksna kamatna stopa.

obveznica. Otkup ovih obveznica vrši emitent obveznica, po tačno određenoj ceni. Ove obveznice su prepoznatljive po tome što imaju opciju da se prethodno prodate obveznice vrate emitentu, i one su po pravilu jeftinije za emitenta obzirom da je ugovorena niža kamatna stopa, u odnosu na obveznice koje ne nude ovu mogućnost. Kao posledica toga, investitori nisu mnogo zainteresovani za ove obveznice zbog visine premije koja je znatno niža usled njihove slabe likvidnosti³⁰.

Emitovanjem obveznica, izdavalac se obavezuje da će u roku dospeća platiti obavezu koja je ugovorena, tj. novčanu vrednost jedne obveznice uvećanu za ugovorenu kamatu. U odnosu na rok dospeća, obveznice možemo različito klasifikovati. Obveznice mogu biti izdate sa preciziranim rokom dospeća, ili pak definisanje roka dospeća može izostati. Obveznice koje se emituju bez precizno određenog roka dospeća nazivaju se perpertualne obveznice³¹. Osnovno obeležje ovih obveznica ogleda se u tome da rok dospeća nije ograničen. Posebna grupa obveznica koje nemaju definisan rok dospeća, ali imaju inkorporirano pravo vlasnika obveznica da ih konvertuje, nazivaju se flip-flop obveznice³². Najzad, obveznice koje su emitovane sa kamatnom stopom koja je fiksno ugovorena, na kratak vremenski rok, istekom roka dospeća se mogu produžiti i nazivaju se produžive obveznice. Ukoliko je rok dospeća definisan, obveznice mogu biti kratkoročne do godinu dana, srednjoročne do pet godina, i dugoročne preko pet godina. Među stručnjacima vlada različito mišljenje u pogledu vremenskog kriterijuma kojim se obveznice svrstavaju u jednu od pomenutih grupa. Ne želeći da ulazimo u dalju proveru argumenata drugih autora, možemo istaći da su kratkoročne obveznice one koje su izdate sa rokom dospeća do godinu dana, a da su dugoročne sve one obveznice čiji je rok dospeća duži od jedne godine.

U zavisnosti od načina određivanja visine kamatne stope, obveznice mogu biti sa fiksnom ili sa varijabilnom kamatnom stopom³³. Odluka o načinu

³⁰ Negativni uticaji na tržištu kapitala utiču i na povećanje kamatnih stopa, što se može pokazati kod ovih obveznica kao negativna komponenta sa stanovišta interesa emitenta.

³¹ Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

³² Jovanović, D. (2010): *Dugoročne dužničke hartije od vrednosti* : magistarski rad, COBISS.SR-ID1024414352

³³ Gloginić, A. (2008): *Hartije od vrednosti : propisi i komentari*, Računovodstvo, ISBN978-86-76 (broš.)UDK336.763(497.11)(094.5.072)COBISS.SRID146395660

određivanja kamatne stope prepuštena je isključivo emitentu obveznica. U zavisnosti od različitih faktora, koji će posebno biti analizirani kod municipalnih obveznica, emitent obveznica se odlučuje za jedan od dva moguća načina određivanja kamatne stope. Obveznice sa fiksnom kamatnom stopom jesu one kod kojih se kamata obračunava po tačno određenoj visini i vezana je za fiksni datum. Nasuprot njima, obveznice sa varijabilnom ili plivajućom kamatnom stopom se, na ugovorom preciziran vremenski interval, usklađuju sa drugim referentnim kamatnim stopama, ili drugim finansijskim faktorima koji su od uticaja na formiranje visine kamatne stope.

Pored prethodno navedenih klasifikacija obveznica, u zavisnosti od kriterijuma koji se uzimaju kao osnov klasifikacije, možemo navesti da postoje još i obveznice prema načinu obezbeđenja, obveznice sa posebnim klauzulama, hibridni oblici obveznica i obveznice prema tržištu na kom se emituju.

Posebno važna klasifikacija obveznica jeste ona koja kao kriterijum za podelu uzima u obzir pravni subjektivitet emitenta obveznica. Prema ovom kriterijumu, obveznice se dele na one koje izdaje država i obveznice koje izdaju privredni subjekti.³⁴ Ova klasifikacija je od posebnog značaja za predmet istraživanja. Dalje, državne obveznice se mogu podeliti na obveznice koje emituje centralni nivo vlasti i obveznice koje emituju niži nivoi vlasti. U tom pogledu, postoji osnovna podela na državne obveznice i municipalne obveznice. Pored toga, veliki stepen sličnosti ovih obveznica postoji i sa tzv. korporativnim obveznicama. U daljem nastavku rada, pružićemo prikaz osnovnih karakteristika državnih i korporativnih obveznica

5. Državne obveznice

Obveznice jesu dužničke hartije od vrednosti obligacionopravnog karaktera, kojim se uspostavlja dužničko-poverilački odnos između emitenta obveznice i zakonitog imaoaca. U ulozi emitenta obveznica mogu se pojaviti različiti subjekti.

³⁴ Jovanović, P. (1997): *Investiranje u akcije i obveznice*, knjiga: Tržište novca, (Beograd : Akademija), 138 str. : ilustr. ; 24 cm.

Ono što je svojstveno svim pravnim sistemima i državama, jeste da obveznice mogu emitovati isključivo pravna lica. Među pravnim licima koja mogu izdati obveznice, javlja se i država. Državne obveznice predstavljaju posebnu vrstu obveznica koje emituje država, odnosno centralna vlast jedne države³⁵. S tim u vezi, državne obveznice kao i druge vrste obveznica jesu dužničke hartije od vrednosti. Emitovanjem državnih obveznica, izdavalac obveznica (država) garantuje svojom imovinom i svojim prihodima, da će u roku dospeća isplatiti novčani iznos naznačen na obveznici sa pripadajućom ugovornom kamatom. Emitovanjem državnih obveznica, država se pojavljuje u ulozi dužnika prema svim zakonitim imiocima ovih hartija od vrednosti. Osnovna obaveza države jeste da namiri novčani dug koji je nastao po osnovu emitovanih obveznica.

Uloga i značaj državnih obveznica se kroz istoriju menjao, kao posledica promena u shvatanju državnih finansija i državnog budžeta. Obuhvat državnih prihoda je vremenom rastao u korelaciji sa obavezama koje su države preuzimale na sebe. Ukoliko komparativno analiziramo budžete savremenih država, i država iz perioda 19. i 20. veka, onda možemo uočiti progresivan rast obuhvata prihoda sa jedne strane, i veći obim rashoda koje država finansira sa druge. Uloga države je eksponencijalno rasla, pa je samim tim rasla i potreba za dodatnim finansijskim sredstvima. Nakon masovne ekspanzije propisa kojima su ustanovljeni postulati poreske politike, kroz propisivanje različitih poreza i doprinosa, država je morala da pronade dodatne izvore prihoda koji bi finansirali tekuće rashode kao i investicione projekte. Metod zaduživanja države na finansijskom tržištu je, s početkom prošlog veka, uglavnom bio vezan za kreditne aranžmane u vidu zajma koji je odobran ili od strane drugih država, ili od strane međunarodnih finansijskih organizacija. Razvojem svetskog tržišta kapitala, pojavljuju se obveznice kao hartije od vrednosti koje preuzimaju značajnu ulogu kao alternativni vid zaduživanja. Moramo naglasiti da je dinamika razvoja i korišćenja državnih obveznica bila direktno vezana za ekonomski progres države. Tako se državne obveznice prvo pojavljuju u Engleskoj, SAD, Francuskoj, da bi kasnijim razvojem drugih država polako počele da se primenjuju svuda u svetu. Po

³⁵ Kelečević, L. (2014): *Obveznice na tržištu hartija od vrednosti*, Novac i razvoj, ISSN: 0354-8228.- 3, br.28, str. 84-93.

završetku Drugog svetskog rata, većina država je počela da svoje finansijske obaveze koje proističu iz državnog budžeta, nadomešćuje emitovanjem državnih obveznica. Saglasno shvatanjima koja su danas dominantna u ekonomskoj i pravnoj nauci, uloga i značaj državnih obveznica podrazumeva prikupljanje neophodnih novčanih sredstava radi finansiranja svih obaveza predviđenih budžetom države³⁶. Država se odlučuje za emitovanje obveznica iz dva primarna razloga. Prvi je pokrivanje tekuće nelikvidnosti državnog budžeta, mada se u ovu svrhu više koriste državni zapisi. Ipak, ukoliko postoje iznenadni troškovi koje država mora da nadomesti, a posledica su nepredviđenih okolnosti odnosno situacija (npr. elementarne nepogode, rat, posledice regionalnih i svetskih kriza na finansijskom tržištu, unutrašnje nestabilnosti i slično), država ove troškove mora nadomestiti emitovanjem državnih obveznica. Sa stanovišta interesa države, emitovanje ovih obveznica može se pokazati kao ekonomski prihvatljiviji način zaduživanja, u odnosu na klasični kreditni aranžman. Ovo pitanje će posebno biti razmatrano u odeljku rada koji se bavi komparativnom analizom kreditnog zaduženja i zaduženja nastalog po osnovu emitovanja municipalnih obveznica. Drugi razlog emitovanja državnih obveznica, jeste finansiranje ili sufinansiranje projekata od infrastrukturnog i drugog značaja za državu. Emitovanjem državnih obveznica, država nije u obavezi prema potencijalnim kupcima, da taksativno navede na koji način će sredstva dobijena emisijom obveznica biti utrošena. S druge strane, ovo jeste obaveza kod emisije municipalnih obveznica, ali je ona propisana Zakonom o javnom dugu, odnosno Zakonom o finansiranju jedinica lokalne samouprave. Emitovanjem državnih obveznica, država svakom zakonitom imaoću obveznice garantuje isplatu duga, pa stoga ulaganje u ove obveznice jeste jedan od najsigurnijih oblika investiranja kapitala na finansijskom tržištu. Visina kamate po obveznici direktno zavisi od niza faktora. Najvažniji faktori su ocena boniteta emitenta, kretanja na svetskim i regionalnim tržištima kapitala, politički i ekonomski rizici. Svi ovi faktori utiču na formiranje cene obveznice, kao i na ugovaranje visine kamatne stope.

³⁶ Kelečević, L. (2014): *Obveznice na tržištu hartija od vrednosti*, Novac i razvoj, ISSN: 0354-8228.- 3, br.28, str. 84-93.

Državne obveznice imaju mnogo sličnosti sa municipalnim obveznicama. Suštinska razlika koja se javlja između njih, odnosi se na emitenta ovih obveznica. Državne obveznice emituje država, odnosno centralni nivo vlasti, dok municipalne obveznice emituju niži nivoi vlasti, tj. gradovi i opštine. Osim ove razlike, gradovi i opštine moraju da ispoštuju zakonsku proceduru zaduživanja, koja je znatno komplikovanija u odnosu na proceduru koju sprovodi država prilikom emitovanja državnih obveznica. Ključna razlika između državnih i municipalnih obveznica ispoljava se u načinu trošenja novčanih sredstava koja su prikupljena emisijom obveznica. Novčana sredstva koja su prikupljena emitovanjem municipalnih obveznica mogu biti utrošena samo za namene koje su zakonom predviđene. Zakon o tržištu kapitala, kao i Zakon o finansiranju jedinica lokalne samouprave eksplicitno navode da sredstva prikupljena emisijom municipalnih obveznica mogu biti korišćena isključivo za finansiranje infrastrukturnih projekata od značaja za lokalnu zajednicu. Nasuprot tome, ne postoje posebne zakonske odredbe kojima se usmerava način trošenja prikupljenih novčanih sredstava dobijenih od prodaje državnih obveznica. Naš zaključak je da državne obveznice mogu biti izvor finansiranja partikularnih interesa centralne vlasti, dok municipalne obveznice i sredstva dobijena njihovom prodajom mogu biti iskorišćeni samo za namenu koja je zakonom predviđena. Ovo je samo kratak pregled osnovnih karakteristika državnih obveznica i njihovih sličnosti i razlika u odnosu na municipalne obveznice. U daljem istraživanju, ukazaće se na niz drugih karakteristika municipalnih obveznica koje ih čine različitim u odnosu na državne obveznice.

6. Korporativne obveznice

Kriterijum koji se uzima kao osnov za klasifikaciju obveznica, jeste pravni subjektivitet emitenta obveznica. U odnosu na zadati kriterijum, obveznice može izdati država (državne obveznice, municipalne obveznice), ili privredni subjekti odnosno privredna društva u skladu sa zakonom. Privredna društva su pravna lica, registrovana u skladu sa odredbama Zakona o privrednim društvima i Zakona o

postupku registracije privrednih subjekata u Agenciji za privredne registre³⁷. Privredna društva obavljaju zakonom određenu delatnost i posluju radi ostvarivanja dobiti. Zakon o privrednim društvima R. Srbije poznaje individualne i kolektivne privredne subjekte. Individualni privredni subjekt jeste preduzetnik, dok kolektivni privredni subjekti su: društva sa ograničenom odgovornošću, ortačka društva, komanditna društva i akcionarska društva (javna i nejavna). U skladu sa Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o tržištu kapitala, obveznice koje izdaju kolektivno organizovani privredni subjekti jesu korporativne obveznice. Korporativne obveznice su dužničke hartije od vrednosti koje izdaju privredni subjekti – društva³⁸. Za ovu vrstu obveznica upotrebljava se termin «korporativne obveznice», iako Zakon o privrednim društvima ne prepoznaje ovaj pojam. Termin korporativne obveznice, preuzet je iz anglosaksonskog prava i prihvata se kao validna terminologija za identifikovanje privrednih subjekata koji emituju obveznice. Emitovanjem korporativnih obveznica, privredno društvo garantuje isplatu obveznica sa ugovorenom kamatom. Osnov garancije predstavlja imovina, odnosno prihodi koje privredno društvo generiše putem emisije ovih obveznica. Instrument zaštite interesa kupaca korporativnih obveznica je ugovorna obaveza, koja celokupnom imovinom društva garantuje isplatu novčane obaveze. Za razliku od državnih obveznica, kupac korporativnih obveznica raspolaže znatno manjim nivoom zaštite, jer je ekonomska moć emitenta znatno slabija u odnosu na državu. Zaduživanjem na finansijskom tržištu, privredni subjekti se obavezuju da će u roku dospeća isplatiti iznos naznačen na obveznici i ugovorenu kamatu. O uslovima emisije ovih obveznica, kao i kriterijumima koji se moraju ispuniti, zakonodavac je posebnu pažnju posvetio u odredbama Zakona o tržištu kapitala. U svim drugim segmentima, korporativne obveznice se kao hartije od vrednosti ne razlikuju u velikoj meri u odnosu na državne, odnosno municipalne obveznice. Suštinska razlika, ako izuzmemo emitenta ovih obveznica, ogleda se u stepenu rizika koji postoji pri korišćenju ovih vrednosnih hartija. Tržište kapitala, uključujući i investitore, smatraju ove obveznice znatno rizičnijim

³⁷ Bejatović, M.(2009): *Privredno pravo*, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad.

³⁸ Maričić, I. (2001): *Korporacijske obveznice*, Jugoslovensko bankarstvo: mesečni časopis Udruženja banaka i drugih finansijskih organizacija Jugoslavije, ISSN: 0350-4077.- god. 30, br. 1/2, str. 56-63.

u pogledu ulaganja, u odnosu na državne odnosno municipalne obveznice. Kada je u pitanju procedura emitovanja ovih obveznica, ona je u velikoj meri identična kao i kod državnih, odnosno municipalnih obveznica. Jedina razlika jeste nepostojanje zahteva za dozvolom državnog organa za emitovanje ovih hartija od vrednosti, što se inače postavlja kao zahtev prilikom emitovanja municipalnih obveznica. Ceo postupak se sprovodi u skladu sa procedurama i propisima Komisije za hartije od vrednosti, koja i odobrava emisiju ovih obveznica.

Ukazivanjem na osnovne karakteristike državnih i korporativnih obveznica, i delimičnom i površnom komparacijom istih sa municipalnim obveznicama, dali smo uvod u dalje istraživanje predmeta doktorske disertacije.

DEO II – MUNICIPALNE OBVEZNICE KAO HARTIJE OD VREDNOSTI

1. Pojam i osnovne karakteristike municipalnih obveznica

U uvodnom delu disertacije, fokus je bio usmeren na adekvatan pristup teorijskom istraživanju koje je metodološki opravdano kao nužno, imajući u vidu predmet disertacije i potrebu za njegovim preciznim definisanjem. Pravna priroda obveznica i njihova pozitivnopravna determinanta ukazuju na visok stepen povezanosti finansijskog tržišta i subjekata koji posluju na istom, i obveznica kao hartija od vrednosti koje cirkulišu unutar takvog tržišta. Dakle, obveznice su hartije od vrednosti, što je u prethodnom delu rada naučno obrazloženo na osnovu sprovedenog istraživanja. Pravna priroda hartija od vrednosti ukazuje da su pravni odnosi među subjektima koji se pojavljuju pozitivnopravno regulisani. Interes države i društva upravo i jeste da se izgradnjom primerenog normativnog okvira, ovi odnosi adekvatno regulišu. Obveznice predstavljaju samo jedan od mnogobrojnih pojavnih oblika hartija od vrednosti.³⁹ Takođe, definisali smo da hartije od vrednosti mogu imati obligacionopravnu ili stvarnopravnu prirodu. Obveznice kao hartije od vrednosti karakteriše njihova obligacionopravna priroda, što je ujedno i usmerilo dalji tok našeg istraživanja. Opšti zaključak do kojeg smo došli u dosadašnjem teorijskom istraživanju, jeste da obveznice kao hartije od vrednosti imaju obligacionopravnu prirodu, na osnovu koje su definisana prava i obaveze emitenta i kupaca obveznica. Pored toga, u procesu emitovanja odnosno prodaje obveznica mogu se pojaviti i drugi subjekti (posrednici). Njihova uloga može biti veoma različita, ali sa stanovišta pravne nauke, ona je uvek normativno uređena.

Na osnovu do sada sprovedenog istraživanja, adekvatno smo teorijski postavili osnov za dalje pravce istraživanja ovog naučnog rada. Predmet istraživanja jesu municipalne obveznice kao hartije od vrednosti.

³⁹ Džidić, M. (2008): *Obveznice u funkciji razvoja tržišta kapitala*, članak: Zbornik radova Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse : šesto međunarodno savjetovanje, Neum, 20, 21 i 22. lipnja 2008. godine, str. 273-288.

*Municipalne obveznice jesu hartije od vrednosti koje izdaju jedinice lokalne samouprave (opštine i gradovi) radi prikupljanja neophodnih novčanih sredstava, radi realizacije kapitalnih i drugih projekata*⁴⁰. Adekvatan pristup teorijskom istraživanju mora se oslanjati na šira shvatanja naučne i stručne javnosti u kontekstu određenog pojma ili njegove prirode. Definisanjem municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti obuhvaćeni su sledeći stavovi naučnika i stručnjaka iz ove oblasti.

Veći deo naučne javnosti se prilikom definisanja ovih obveznica rukovodi sa dva principa: prvi, obveznice u ulozi emitenta izdaju jedinice lokalne samouprave; drugi, intencija emitenta obveznica jeste da prikupljena novčana sredstva iskoristi za finansiranje razvojnih i infrastrukturnih projekata. Tako, u radu *“Tržišta municipalnih obveznica – neka uporedna iskustva”*, Jovanović A., definiše ove hartije kao dugoročne obveznice nižih i lokalnih organa vlasti, namenjenih finansiranju lokalnih infrastrukturnih projekata⁴¹. Barjaktarević-Rakočević, S. u svom radu *“Uloga banaka na tržištu municipalnih obveznica”*, takođe naglašava ciljni aspekt prikupljanja sredstava u kontekstu izgradnje infrastrukturnih projekata, s tim što se posebno osvrće na uspostavljanje obligacionopravnih odnosa između emitenta na jednoj strani, i posrednika odnosno investitora (kupaca) na drugoj⁴². *Municipalne obveznice predstavljaju veoma značajan način finansiranja razvoja lokalnih zajednica*⁴³. *Municipalne obveznice predstavljaju relativno sigurnu investiciju prilikom plasmana kapitala, jer su iste osigurane od strane jedinica lokalne samouprave i to, ili celokupnom imovinom te zajednice, ili su garantovane*

⁴⁰ Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, *Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region*, str. 33-43.

⁴¹ Jovanović, A., Zakić, N. (2008): *Tržište municipalnih obveznica – neka uporedna iskustva*, *Ekonomika*, vol. 54, br. 5-6, str. 88-100.

⁴² Barjaktarević, S. (2007): *Uloga banaka na tržištu municipalnih obveznica – prime Srbije*; *Pravni život*, 56, br. 12, str. 985-996.

⁴³ Perić, M. (2011): *Municipalne obveznice kao instrument fiskalne decentralizacije i približavanja Evropskoj uniji*, *Poslovna ekonomija: časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije = Business economics : magazine for business economics, entrepreneurship and finance*, ISSN: 1820-6859.- god. 5, br. 1, vol. 8, str. 273-282.

budžetom lokalne samouprave (Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G)⁴⁴. Privlačnost investiranja u municipalne obveznice na finansijskom tržištu se ogleda u činjenici da su one često oslobođene plaćanja poreza na kapitalnu dobit (ili nekog drugog poreskog opterećenja u zavisnosti od države do države), što za kupce istih predstavlja značajnu činjenicu prilikom odabira načina plasmana svog kapitala (Swianiewicz, P.)⁴⁵.

Jedan od osnovnih ciljeva istraživanja doktorske disertacije jeste definisanje pojma municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti. Da bi ovaj zadatak adekvatno ispunili, prethodno smo predočili stavove relevantnih stručnjaka. Sublimiranje stavova naučne teorije po određenim pitanjima ili pojmovima, ima za cilj da ukaže na sve sličnosti koje se javljaju unutar naučnih krugova u pogledu definisanja pojma municipalnih obveznica, ali i na određene razlike. Stoga ćemo prvo analizirati u kom obimu su stavovi naučne ali i stručne javnosti međusobno kompatibilni. Prvo što je uočljivo kao zajedničko kod većeg dela naučne i stručne javnosti, jeste apostrofiranje da municipalne obveznice jesu hartije od vrednosti. Po našem mišljenju, ovaj vid definisanja municipalnih obveznica je donekle nedorečen. Smatramo da u okviru pojmovnog određivanja ovih hartija od vrednosti, mora se apostrofirati da je reč o dužničkim hartijama od vrednosti, iz čega proizilazi njihova obligacionopravna priroda. Ukazivanjem da je reč o dužničkim hartijama od vrednosti, municipalne obveznice se automatski klasifikuju u red obligacionopravnih hartija od vrednosti. Izuzetno je važno da prilikom definisanja određenog pojma u okvirima pravne nauke, ukaže se na njegovu bližu pravnu prirodu. Imajući u vidu da definisanje uvek započinje sa "municipalne obveznice su hartije od vrednosti", smatramo da je adekvatno da se pridoda termin "dužničke hartije od vrednosti". Veći deo naučne javnosti ne smatra da je ovo neophodno, jer pravna priroda ovih hartija od vrednosti proizilazi iz celokupnog pojmovnog određenja municipalnih obveznica. Istina je, da ukoliko sagledate većinu definicija municipalnih obveznica, iz istih možete zaključiti da je

⁴⁴ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey

⁴⁵ Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.

reč o obligacionopravnom odnosu. Ipak, smatramo da bi bilo naučno prihvatljivo ali ne i neophodno, da se u okviru pojmovnog određivanja municipalnih obveznica, inkorporira termin "dužničke" hartije od vrednosti. Druga opšta karakteristika determinisanja municipalnih obveznica, jeste potreba apostrofiranja da se u ulozi emitenta pojavljuju jedinice lokalne samouprave. Mišljenja smo da je ovo nužno, a samim tim i opravdano. Naime, u ulozi emitentata obveznica mogu se javiti različiti subjekti. U prethodnom delu istraživanja ukazali smo na državne obveznice koje emituje država, odnosno korporativne obveznice, gde se u ulozi emitenta pojavljuju različiti privredni subjekti. Stoga, postoji potreba da se prilikom definisanja pojma municipalnih obveznica, odredi ko je subjekt koji vrši postupak emisije obveznica. U slučaju municipalnih obveznica, u ulozi emitenta obveznica pojavljuju se niži organi vlasti odnosno jedinice lokalne samouprave. Ono što se može primetiti u ovom segmentu pojmovnog određivanja municipalnih obveznica, jesu određene razlike između stavova domaće naučne i stručne javnosti, i stavova koji proističu od stručnjaka koji dolaze iz SAD. Na pitanje u čemu se ogleda ta razlika, kao odgovor se nameće da je reč o upotrebi različitih termina. Naime, Ustav R. Srbije propisuje da je ona unitarna država, u kojoj postoje dve Autonomne Pokrajine (Vojvodina, i Kosovo i Metohija), kao i jedinice lokalne samouprave (gradovi i opštine). U ulozi emitenta municipalnih obveznica, pozitivnopravna regulativa R. Srbije prepoznaje samo opštine i gradove kao potencijalne emitente. Sa druge strane, SAD jesu federalno uređena država, pa se samim tim u ulozi emitenta, pored jedinica lokalnih samouprava, mogu pojaviti i države članice federacije. Drugim rečima, isključivo od državnog ustrojstva jedne zemlje zavisi da li se u ulozi emitenta mogu pojaviti određeni subjekti. Ukoliko je reč o unitarnim državama, emitenti mogu biti samo jedinice lokalne samouprave. Ako je reč o državama federalne ili konfederalne strukture, u ulozi emitenta se mogu pojaviti i države članice federacije odnosno konfederacije. Adekvatno determinisanje ko je emitent jeste neophodan činilac prilikom pojmovnog određivanja municipalnih obveznica. Ukoliko bi iz definicije bilo izostavljeno "jedinice lokalne samouprave" ili "niži nivo državne vlasti", municipalne obveznice bi se opravdano poistovetile sa državnim obveznicama. Suštinski, razlika između državnih i municipalnih obveznica, ogleda se isključivo u emitentu obveznica. Ukoliko bi izostalo u okviru

definicije pojma emitenta obveznica, tada bi municipalne obveznice bile poistovećene ili sa državnim obveznicama, ili sa drugim obveznicama kao hartijama od vrednosti.

Treće opšte obeležje identifikovanih stavova naučne i stručne javnosti jeste ekonomska priroda zaduživanja. Naime, nakon definisanja municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti (pravna kvalifikacija), nakon definisanja emitenta obveznica (jedinice lokalne samouprave; niži nivoi državne vlasti), naučna i stručna javnost determiniše i ekonomski karakter ovih hartija od vrednosti. Ovde uočavamo i određena razilaženja u naučnim, odnosno stručnim krugovima. Tako, jedan deo ove javnosti ukazuje da se emitent odlučuje za izdavanje ovih obveznica radi prikupljanja neophodnih novčanih sredstava. Drugi deo javnosti, donekle preciznije određuje ekonomske razloge zaduživanja, pa naglašava da je reč o ekonomskom interesu emitenta da prikupljeni novčani iznos dobijen od prodaje emisije municipalnih obveznica iskoristi radi finansiranja infrastrukturnih, odnosno razvojnih projekata. Uočavamo da deo javnosti ne smatra relevantnim, da se u pogledu pojmovnog određivanja municipalnih obveznica determiniše razlog njihovog emitovanja, odnosno krajnji cilj korišćenja novčanih sredstava dobijenih realizovanom emisijom. Ovo stanovište i mi podržavamo iz sledećih razloga: Prvo, emitent obveznica ima pravo da determiniše na šta će novčana sredstva dobijena emisijom ovih obveznica biti utrošena. Drugo, razvijena tržišta municipalnih obveznica prepoznaju među ovim obveznicama i one koje se koriste radi kratkoročnog zaduživanja na finansijskom tržištu, a u cilju ostvarivanja prihoda na strani budžeta emitenta. Na kraju, određeni projekti koji su finansirani od strane emitenta obveznica ne moraju biti infrastrukturne prirode, a mogu sa druge strane unaprediti određene oblasti koje su od interesa za emitenta. Ovde moramo jasno naglasiti da u ovom delu rada analiziramo stavove naučne i stručne javnosti, a ne normativnopravni okvir kojim su iste definisane. Cilj ovog segmenta rada jeste da ukaže na sličnosti i razlike koje postoje u pogledu pojmovnog određivanja municipalnih obveznica. Stoga, i jeste zadatak da se u ovom segmentu istraživanja ukaže na ovakve činjenice, i da se dođe do jedne prihvatljive definicije koja proizilazi iz tumačenja stavova naučne i stručne javnosti. Naravno, pozitivnopravna regulativa jeste jedino merodavna za pravno definisanje pojma

municipalnih obveznica, ali ćemo tu definiciju navesti u delu rada koji se bavi analizom normative relevante za ove hartije od vrednosti. Zato, u ovom delu rada možemo dati i našu definiciju municipalnih obveznica. *Municipalne obveznice jesu obligacionopravne hartije od vrednosti koje emituju niži nivoi državne vlasti, a sa ciljem prikupljanja neophodnih novčanih sredstava. Ovakvu definiciju možemo obrazložiti na sledeći način.* Prvo, po našem mišljenju mora se definisati pravna priroda ovih obveznica (obligacionopravne hartije od vrednosti). Drugo, mora se definisati emitent obveznica (smatramo da je ispravnije definisati da se u ulozi emitenta pojavljuju niži nivoi državne vlasti, nego jedinice lokalne samouprave). I treće, ne smatramo da je neophodno definisati ekonomske razloge zaduživanja emitenta, odnosno na šta će novčana sredstva biti utrošena. Dovoljno je samo definisati da se emitent odlučuje za izdavanje ovih obveznica u cilju prikupljanja određenih novčanih sredstava.

Ovako definisane municipalne obveznice pojmovno se razlikuju u odnosu na druge obveznice. Državne obveznice (state bonds) jesu dužničke hartije od vrednosti koje emituje država radi prikupljanja novčanih sredstava⁴⁶. Pojmovno uočavamo, da sem razlike u emitentu obveznica, ne postoje druge bitne razlike. Ali, razlike ipak postoje. One se najviše ogledaju u prirodi trošenja prikupljenih novčanih sredstava. Državne obveznice se veoma retko koriste za finansiranje projekata bilo koje vrste. Uglavnom je reč o zaduživanju radi pokrivanja deficita državnog budžeta, ili vraćanju drugih državnih dugova⁴⁷. Možda u tom pogledu, možemo razumeti jedan deo naučne javnosti koji ima potrebu da posebno naglasi, u okviru pojmovnog određivanja municipalnih obveznica, da se iste koriste za infrastrukturne i druge projekte. Ukoliko ovo jeste intencija ovog dela javnosti, možemo je razumeti, ali smatramo da nije potrebna. Postoje situacije (istina retke, ali postoje zabeležene), da se državne obveznice emituju radi finansiranja infrastrukturnih projekata od značaja za državu. Ipak, municipalne obveznice ne moraju nužno biti emitovane iz ovog razloga, iako se slažemo da u većini slučajeva to jeste priroda zaduženja. Stoga, stojimo pri mišljenju, da distinkcija koja mora

⁴⁶ Boričić, D. (1998): *Obveznice kao izvor finansiranja*, Računovodstvo i finansije: časopis za pitanja računovodstva, finansija, obračuna, kontrole i revizije, ISSN: 0354-9712.- 2, br.8, str. 119-124.

⁴⁷ Na ovu karakteristiku državnih obveznica već je ukazano u predhodnome delu rada.

postojati između pojmovnog određivanja državnih i municipalnih obveznica jeste samo ona u pogledu definisanja emitenta obveznica. Sa druge strane, korporativne obveznice su dužničke hartije od vrednosti koje emituju privredni subjekti (koji su prepoznati unutar jednog pravnog sistema), radi prikupljanja novčanih sredstava, a u cilju unapređenja poslovanja⁴⁸. Jasno je da distinkcija postoji u pogledu emitenta obveznica. U odnosu na državne obveznice, gde se u ulozi emitenta pojavljuje država, u ulozi emitenta korporativnih obveznica pojavljuju se privredni subjekti. Takođe, municipalne obveznice mogu biti emitovane iz različitih interesa koji su identifikovani kod emitenta, dok korporativne obveznice imaju za cilj unapređenje poslovanja emitenta, čime se ograničava mogućnost emitovanja ovih obveznica i kasnije trošenja prikupljenih novčanih sredstava.

Municipalne obveznice imaju dosta dodirnih tačaka sa drugim obveznicama kao hartijama od vrednosti, ali ipak jedan bitan element pojmovno razlikuje municipalne obveznice od ostalih jeste pravni subjektivitet emitenta obveznica. Identifikovanjem subjekta koji vrši emisiju obveznica, pojmovno možemo napraviti jasnu distinkciju između municipalnih obveznica, korporativnih obveznica i državnih obveznica.

2. Kratak istorijski prikaz razvoja municipalnih obveznica

Municipalne obveznice imaju veoma dugu tradiciju kao jedne od najznačajnijih vrsta dužničkih hartija od vrednosti. Municipalne obveznice vode poreklo od engleske reči – municipality, što u prevodu znači opština kao teritorijalna jedinica. Nastanak i razvoj ovog finansijskog instrumenta je vezan za Sjedinjene Američke Države. Termin municipalne obveznice je prvi put upotrebljen za dužničke hartije od vrednosti koje su emitovane upravo u SAD. Važno je napomenuti, da kada govorimo o istorijskom razvoju ovih hartija od vrednosti, imamo na umu činjenicu da one poseduju najveći stepen sličnosti sa sadašnjim karakteristikama ovih vrednosnih papira. Svakako da su tokom razvoja

⁴⁸ Maričić, I. (2001): *Korporacijske obveznice*, Jugoslovensko bankarstvo: mesečni časopis Udruženja banaka i drugih finansijskih organizacija Jugoslavije, ISSN: 0350-4077.- god. 30, br. 1/2, str. 56-63.

društva i država u starom i srednjem veku, postojali neki pojavni oblici dužničko-poverilačkih odnosa koji su imali obeležja municipalnih obveznica. Nažalost, ne postoji dovoljno istorijskih izvora koji bi nam ukazali na približne karakteristike istih, u odnosu na savremeni koncept shvatanja municipalnih obveznica.

Istorijski razvoj ovih hartija od vrednosti započinje u 18. veku. Prve municipalne obveznice su izdate još u vreme kolonijalne vladavine Ujedinjenog kraljevstva nad teritorijom i stanovništvom današnje SAD. Prva municipalna obveznica je izdata od strane vlasti Provincije Severna Karolina⁴⁹. Ova hartija od vrednosti datira iz Decembra 1751. godine. Njena vrednost je bila dva šilinga i šest penija, i bila je naplativa od strane javnog trezora. Nekih dvadeset godina kasnije, ponovo su izdate od strane istog emitenta obveznice. Jedina razlika vezuje se za način naplate potraživanja koji je u nju inkorporiran. Emitent je predvideo da je ova hartija od vrednosti naplativa po zahtevu donosioca u javni trezor, u bilo kojem vremenskom momentu nakon 10. Juna 1772. Zanimljiva informacija u vezi sa ovom emitovanom hartijom od vrednosti jeste ona koja je naznačena na margini hartije. Naime, štampano je posebno upozorenje da je predviđena smrt za one koji vrše krivotvorenje odnosno falsifikovanje ove hartije od vrednosti⁵⁰.

Od kolonijalnog vremena pa sve do kraja dvadesetog veka, smatralo se da sadašnji grad New York, a u doba kolonijalnog statusa poznat pod nazivom Niži Menheten, predstavlja centar razvoja municipalnih obveznica u SAD. U vreme kolonijalnog perioda, Niži Menheten (Lower Manhattan) je bio centar koji je objedinjavao različite pisce, bankare, prodavce, advokate. O posebno važnoj ulozi i značaju ovog grada, govori i istorijski podatak da su prve municipalne obveznice bile izdate radi izvođenja određenog javnog investicionog projekta⁵¹. Ova municipalna obveznica je, u najvećoj meri, pandam današnjoj opšte obavezujućoj municipalnoj obveznici. Godine 1774., organi rukovođenja grada New York (Common Council) započeli su veliki investicioni projekat. Osnovna ideja za

⁴⁹ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.

⁵⁰ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.

⁵¹ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.

finansiranje ovog projekta je bila da se izdaju obveznice koje bi financirale taj projekat. Prihodi od prodaje emitovanih obveznica su bili iskorišćeni za kupovinu zemljišta za izgradnju i konstrukciju prvog savremenog vodosistema za Lower Manhattan, kao i za sam centar New York City. Posao izvođenja radova je bio poveren engleskim inženjerima, a značajnu ulogu imao je Christopher Colles. Prihodi od prodaje bili su iskorišćeni za izgradnju rezervoara u blizini nekadašnje bare u koju je prikupljana voda. Konstrukcija je napravljena tako da primi vodu iz obližnje bare, koja je potom upumpavana u izgrađeni bunar. Radi lokalne distribucije vode, izgrađene su cevi koje su spuštene na tlo i putem kojih je trebala da se distribuira voda iz rezervoara. Nažalost, projekat nije do kraja realizovan jer je u tom periodu započeo Revolucioni rat. Iako je ubrzo nakon toga sistem pušten u rad, emitent koji je garantovao isplatu obveznica (Common Council), prestao je da postoji. Samim tim, vlasnici obveznica nisu bili u mogućnosti da naplate svoja potraživanja.

Ubrzo nakon izdavanja municipalnih obveznica grada New York, i druge opštine, gradovi, ali i države SAD-a, otpočeli su sa njihovom emisijom. Godine 1780. država Massachusetts je izdala municipalne obveznice sa rokom dospeća od šest godina, tj. 1786. godine⁵². Za ove obveznice imamo čak podatak koji se tiče visine kamatne stope. Obveznice su izdate sa fiksnom kamatnom stopom na godišnjem nivou od 5%. Takođe, podaci ukazuju da je poleđina obveznice bila detaljno ugravirana i potpisana, što potvrđuje prethodno iznete podatke u vezi sa problemom njihovog potencijalnog falsifikovanja. Ova serija municipalnih obveznica ima posebno mesto u istoriji državnih finansija SAD, jer su ovo prve municipalne obveznice koje su garantovane od strane vlade SAD, odnosno Kongresa, kao način osiguranja naplate novčane obaveze koja je proistekla iz njihovog emitovanja. Devet godina kasnije, municipalna nota (posebna vrsta municipalnih obveznica) je izdata od strane države Connecticut. Kamatna stopa po ovim obveznicama je bila viša za jedan procenat u odnosu na one izdate od strane države Massachusetts. Kamatna stopa je bila fiksna i iznosila je 6%. Kamate ostvarene po ovim obveznicama su bile plaćane na godišnjem nivou, sve do 1792. god.

⁵² Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.

Značaj ove municipalne note ogleda se u potpisu koji je bio ugraviran na samoj poleđini obveznice. Naime ova obveznica je bila potpisana od strane Peter Colt-a, koji je bio na čelu najvažnije državne finansijske institucije, državnog trezora. Postoje čak i određena istorijska istraživanja, da je Peter Colt bio u srodstvu sa Samuel Colt-om, osobom koja se smatra stvaraocem čuvenog pištolja Colt 45.

Nakon ovog perioda, istorijski podaci ukazuju da nije bilo emisija municipalnih obveznica bilo koje vrste. Prva sledeća emisija ovih obveznica datira iz 1840. god, i izdata je od strane države Illinois⁵³. Osnovna karakteristika ovih obveznica jeste da su sredstvima prikupljenim posredstvom emisije finansirani javni radovi. Nažalost, nismo pronašli istorijske podatke koji ukazuju šta je konkretno bilo finansirano ovim sredstvima. Inače, iznos sredstava prikupljenih emisijom obveznica bio je 100.000. dolara, što je za taj period predstavljalo veoma značajnu svotu novca. Ono što definitivno možemo zaključiti u vezi sa obveznicama iz ovog perioda, jesu relativno mala odstupanja u pogledu visine kamatnih stopa. U ovom slučaju, kamatna stopa je iznosila 6%. Isplata kamatne stope vršena je na godišnjem nivou, od prve godine emitovanja obveznica. Ne postoje podaci do koje godine su vršene isplate po osnovu ovih emitovanih obveznica.

Građanski rat u SAD imao je ogroman uticaj na ulogu i značaj municipalnih obveznica. Iz ovog perioda možemo ukazati na neke značajnije emisije municipalnih obveznica. U februaru 1861., na konvenciji u Montgomery, država Alabama, sedam država je oformilo Konfederacijski ustav i nezavisnost. Aprila iste godine, još četiri države sa juga severnoameričkog kontinenta pridružile su se državama Konfederacije. Karakterističan za ovaj period jeste podatak, da je pored obveznica koje su izdavale države članice Konfederacije, postojala i značajna aktivnost država ali i gradova u pogledu izdavanja municipalnih obveznica. Ono što je sasvim izvesno, jeste da je postojala izuzetna potražnja za ovim obveznicama. Istorijski podaci ukazuju na to da su za vreme Građanskog rata investitori ulagali svoj kapital u kupovinu ovih hartija od vrednosti. Čak postoje validni podaci koji ukazuju da su ove obveznice kupovale čak i na evropskom kontinentu, najviše od strane Francuske. Evidentno je bilo da su ulagači preferirali ulaganja u municipalne

⁵³ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.

obveznice koje su izdate od strane država članica Konfederacije, odnosno samih gradova. Sa druge strane, obveznice koje su izdate od strane same Konfederacije, bile su zanemarene od strane ulagača. Ovaj podatak ukazuje na percepciju građanskog rata od strane finansijskog sektora, tj. investitora. Naime, oni su verovali da Konfederacija ne može da opstane, pa stoga obveznice izdate od strane iste neće imati vrednost, tj. neće se moći naplatiti. Sa druge strane, verovali su nezavisno od članstva pojedinih država u Konfederaciju, pa analogno tome i gradova unutar istih, da će te države opstati i nastaviti da postoje, pa shodno tome i gradovi, kao i dugovi koji će morati biti vraćeni. Ipak, ovo verovanje investitora se pokazalo kao pogrešno. Naime, odeljak 4. amandmana 14. na Ustav SAD, jasno je definisao da «niti SAD, niti bilo koja država članica neće prihvatiti ili platiti bilo koje dugovanje ili obligacionu obavezu, proisteklu kao pomoć u smislu pobune (kvalifikacija Građanskog rata) protiv SAD. Posledice usvajanja ovog amandmana su bile veoma jasne. Sve obaveze koje su nastale na osnovu izdatih municipalnih obveznica od strane država članica Konfederacije, nisu se smatrale pravno obavezujućim u smislu Ustava SAD, te kao takve nisu mogle biti predmet naplate potraživanja od strane emitenata istih.

Nakon Građanskog rata, nekoliko država i jedinica lokalnih samouprava sa juga, izdale su municipalne obveznice kojima su omogućene određene radnje prevare i obmane.

3. Vrste municipalnih obveznica

Razvoj municipalnih obveznica uvek je pratio razvoj finansijskog tržišta, pa je shodno tome i uloga finansijskog tržišta u razvoju različitih vrsti municipalnih obveznica nesumnjivo značajna. Ovu konstataciju možemo potvrditi uporednom analizom različitih finansijskih tržišta. Sa jedne strane, SAD se smatraju za jedno od najrazvijenijih finansijskih tržišta⁵⁴. Analogno tome, na ovom tržištu se pojavljuje preko deset različitih vrsta municipalnih obveznica (o kojima će upravo u nastavku

⁵⁴ Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.

biti reči). Sa druge strane, finansijsko tržište R. Srbije je nerazvijeno, plitko i sa malim obimom kapitala koji cirkuliše u okviru istog. Analogno tome, na finansijskom tržištu R. Srbije možemo uočiti samo tri pojavna oblika municipalnih obveznica. Jasno je da, kada je u pitanju istraživanje u pogledu vrsta municipalnih obveznica, referentne podatke možemo izvući samo iz naučnih radova i analize pozitivnopravne regulative koja je vezana za SAD. Ne samo da ova država jeste “kolevka” municipalnih obveznica, već i dalje predstavlja finansijsko tržište koje je toliko inovativno, da sada možemo slobodno govoriti i o tzv. hibridnim municipalnim obveznicama, koje inkorporiraju u sebe različite elemente ovih obveznica (rok dospeća, postupak emitovanja, sigurnost plasmana, obezbeđenje prihoda, itd). Naučna analiza ovog segmenta rada biće bazirana na podacima koji su pronađeni u inostranoj literaturi, i koji su naučnim metodama analizirani i u radu inkorporirani. Važno je napomenuti, da mnoge od ovih vrsta municipalnih obveznica koje ćemo analizirati, zavise od pravnog sistema jedne države u kojoj se emituju.

3.1. *Kratkoročne i dugoročne municipalne obveznica*

Prilikom podela obveznica, kao i kod većine drugih hartija od vrednosti, jedan od kriterijuma za podelu jeste vremenski interval koji se vezuje za nastanak obligacionopravnog odnosa i njegov prestanak. Kada su u pitanju municipalne obveznice, u kontekstu vremenske komponente kao kriterijuma, važno je sagledati dva momenta: datum izdavanja obveznica i datum dospeća obveznica⁵⁵. Na osnovu identifikovanog vremenskog momenta u vezi sa ove dve pravno relevantne situacije, možemo zaključiti da li su u pitanju kratkoročne ili dugoročne municipalne obveznice. *Kratkoročne municipalne obveznice* jesu obveznice koje se emituju sa rokom dospeća koji nije duži od jedne godine, od momenta emitovanja obveznica⁵⁶. Ova vrsta obveznica jeste donekle specifična, jer se u većini slučajeva municipalne obveznice izdaju na duži vremenski period dospeća. S obzirom da je

⁵⁵ Worlington, J.(2010): *Municipal bonds – Comparative Analysis*, European economic researche.

⁵⁶ Worlington, J.(2010): *Municipal bonds – Comparative Analysis*, European economic researche.

period od godinu dana relativno kratak period za finansiranje projekata infrastrukturne prirode ili drugih razvojnih projekata, postavlja se pitanje sa kog ekonomskog stanovišta emitent ulazi u postupak emisije ovih obveznica. S obzirom da se emitovanjem ovih obveznica prikupljaju određena novčana sredstva, sasvim je legitimno pitanje koje se logički nameće, na šta se data sredstva troše. Odgovor na ovo pitanje je, da emitent u najvećem broju slučajeva dobijena novčana sredstva od prodaje obveznica koristi za kratkoročno finansiranje budžeta. Suštinski, reč je kratkoročnoj pozajmici na finansijskom tržištu, samo što se ona ostvaruje emitovanjem ovih obveznica. Problematika ovakvog načina finansiranja, manifestuje se kroz pitanje da li emitenti imaju pravni osnov (zakonsko ili drugo pravo) za emisiju kratkoročnih obveznica. To pitanje je regulisano unutrašnjim zakonodavstvom. Država (centralni organ vlasti) često pribegava emitovanju obveznica sa kratkoročnim rokom dospeća⁵⁷. Međutim, ako se osvrnemo na teorijske stavove koji su u radu apostrofirani, sasvim opravdano se može postaviti pitanje, da li se ove vrste obveznica koje de facto i de jure postoje, mogu klasifikovati kao municipalne obveznice. Naime, one na dva nivoa protivureče teorijskom shvatanju, i to: kratkoročnost emitovanja ovih obveznica, i način trošenja dobijenih sredstava. Stoga smo i prilikom obrazlaganja naše definicije, a imajući u vidu i ovu vrstu municipalnih obveznica, definisali iste bez upotrebe termina “dugoročne hartije od vrednosti”, kao i termina “za finansiranje infrastrukturnih projekata”. Kod ove vrste municipalnih obveznica možemo jasno uočiti da se one emituju u relativno kratkom vremenskom okviru, bez jasne namene prikupljanja, odnosno kasnijeg trošenja dobijenih novčanih sredstava. Ovim validiramo način na koji smo definisali pojam municipalnih obveznica, u odnosu na stavove drugih iz naučne i stručne javnosti. Kratkoročne municipalne obveznice (note) uglavnom se pojavljuju na relativno razvijenim finansijskim tržištima, gde postoji dovoljan broj investitora koji bi otkupili ovakve emisije obveznica⁵⁸. Takođe, potrebno je da ne postoje zakonske, niti bilo kakve druge smetnje i prepreke u pogledu mogućnosti emitenta da obavi emisiju ovih

⁵⁷ Boričić, D. (1998): *Obveznice kao izvor finansiranja*, Računovodstvo i finansije: časopis za pitanja računovodstva, finansija, obračuna, kontrole i revizije, ISSN: 0354-9712.- 2, br.8, str. 119-124.

⁵⁸ Compton, R. W. (2009): *Municipal bonds*, St. Luis, str. 51 – 56.

obveznica. U delu disertacije koji se odnosi na normativni okvir u R. Srbije, analiziraćemo da li je moguće emitovati ovu vrstu obveznica kod nas. Takođe, u segmentu rada koji se odnosi na ulogu i značaj municipalnih obveznica, ukazaćemo na potencijalne prednosti i mane ovih vrsta obveznica. *Dugoročne municipalne obveznice* su hartije od vrednosti sa rokom dospeća koji je duži od godinu dana. Postupak emitovanja obveznica (koji će biti posebno analiziran), jeste identičan u odnosu na emitovanje kratkoročnih obveznica. Suštinski, razlike između kratkoročnih i dugoročnih municipalnih obveznica, uglavnom se odnose na period dospeća ovih obveznica. Ostale razlike koje možemo uočiti, uglavnom su ekonomske prirode. Tako, kratkoročne municipalne obveznice donose investitoru veći prihod po jednoj obveznici nego dugoročne (rizik plasmana je veći, dok je vrednost emisije obično mala), emitent skuplje plaća pozajmljena sredstva kod kratkoročnih u odnosu na dugoročne⁵⁹. Zato se opravdano mogu pojaviti pitanja u vezi sa ovakvim načinom prikupljanja neophodnih novčanih sredstava. Dalja analiza ovih pitanja biće realizovana u nastavku rada.

3.2. Opšte obavezujuće municipalne obveznice

U prethodnom delu rada ukazali smo na različite vrste municipalnih obveznica, uzimajući u obzir vremenski kriterijum, od trenutka emitovanja do trenutka dospeća. Drugi važan kriterijum na osnovu kog se vrši klasifikacija municipalnih obveznica, jeste sigurnost otplate duga nastalog po osnovu emitovanih obveznica⁶⁰. S obzirom da su municipalne obveznice hartije od vrednosti koje ne dospevaju na naplatu odmah po izvršenoj emisiji, već u vremenskom momentu koji je odredio emitent obveznice, pitanje sigurnosti otplate duga je veoma značajno. Investitori ulažu svoj kapital u ove obveznice, sa očekivanjem da im se protekom određenog vremena uložena sredstva vrate, uvećana na ime unapred ugovorene kamate. Kupovinom municipalnih obveznica,

⁵⁹ Dorit, S. (1998): *A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal*, The Journal of Business, Vol. 71, No. 1 (January 1998), pp. 135-146.

⁶⁰ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.

investitor očekuje da emitent u trenutku dospeća obveznica može ispuniti svoju obligacionu dužnost. Ispunjenje obaveze isplate duga nastalog po osnovu emitovanih obveznica, jeste pitanje od esencijalnog značaja za kupca municipalnih obveznica, odnosno investitora. *Opšte obavezujuće obveznice (general obligation bonds)* jesu municipalne obveznice (u zavisnosti od emitenta mogu biti i druge vrste obveznica) koje garantuju kupcu da će emitent obveznica dug koji je nastao po ovom osnovu, a koji uključuje osnovni iznos duga uvećan za pripadajuće kamate, isplatiti iz bilo kojeg izvora prihoda. Pored toga, emitent se obavezuje i garantuje isplatu obaveze nastale emitovanjem municipalnih obveznica, i iz imovine koja je pogodna za takvu vrstu naplate. Osnovna karakteristika ovih obveznica jeste da one pružaju najviši stepen zaštite interesa kupaca obveznica, time što je njihovo pravo naplate obezbeđeno svim dostupnim sredstvima obezbeđenja. Zadržimo se na trenutak na ovoj rečenici. Naime, na početku izlaganja ukazali smo da različite vrste municipalnih obveznica možemo direktno dovesti u vezu sa pozitivnopravnim sistemom jedne države, kao i sa njenim državnim uređenjem. Stoga, da li će određene vrste municipalnih obveznica postojati na jednom finansijskom tržištu, ne zavisi samo od razvijenosti tog tržišta, broja investitora, ili ukupnog kapitala koji se obrće, već prvenstveno od normativne regulative koja posredno ili neposredno uređuje ovo pitanje. Zato, mogućnost da kupac zaštiti svoja potraživanja, time što će ih namiriti iz svih dostupnih izvora naplate koji su u vezi sa emitentom, direktno zavisi od pravne regulative koja ovo pitanje reguliše. Ovo pitanje se ne postavlja kod obveznica koje emituje država (državne obveznice), ili pak kod korporativnih obveznica. Kod municipalnih obveznica, stepen autonomije emitenta, odnosno jedinice lokalne samouprave direktno zavisi od nivoa decentralizovanosti i fiskalne autonomije emitenta⁶¹. Shodno tome, opšte obavezujuće obveznice mogu se pronaći na gotovo svim finansijskim tržištima, ali nivo zaštite interesa naplate koji kupac obveznica ima, direktno zavisi od normativnih ograničenja. Kao primer možemo navesti, da se opšte obavezujuće obveznice mogu naplati iz bilo kog pogodnog izvora prihoda

⁶¹ 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.

ili imovine u okviru jedne države, dok sa druge strane, mogu postojati i ograničenja koja se manifestuju u vidu nemogućnosti naplate iz imovine emitenta, nemogućnosti naplate po osnovu izvornih prihoda emitenta, nemogućnosti naplate po osnovu transfernih izvora emitenta. Suštinski, mogućnost naplate duga umnogome zavisi od normativnih ograničenja koja mogu postojati. Zato ovu vrstu obveznica moramo sagledati s aspekta pozitivnopravne regulative koja se primenjuje u državi emitenta. Tek onda možemo utvrditi koji su svi mogući izvori naplate duga nastalog po ovom osnovu. Prilikom analize pozitivnopravne regulative R. Srbije, ukazaćemo na ograničenja koja se javljaju u pogledu načina obezbeđenja prava potraživanja kupaca municipalnih obveznica. Unapred bismo želeli da istaknemo, da je postupak decentralizacije u R. Srbiji u toku, i da postoje ograničenja koja se tiču mogućnosti naplate obaveze po osnovu emitovanih municipalnih obveznica.

Opšte obavezujuće obveznice pružaju investitoru najviši mogući stepen zaštite njegovih interesa. Nezavisno od normativnih ograničenja na datom finansijskom tržištu, one pružaju najveći stepen zaštite povrata sredstava. Međutim, prihodi koji se ostvaruju su shodno tome i znatno niži, što je očekivano, imajući u vidu da je rizik ulaganja smanjen maksimalno u korist investitora. Ova vrsta municipalnih obveznica najviše se koristi na razvijenim finansijskim tržištima, gde je stepen autonomije emitenta u okviru državnog uređenja relativno visok.

3.3. *Prihodne municipalne obveznice*

Emitent municipalnih obveznica prevashodno se rukovodi ekonomskim interesom prilikom prikupljanja novčanih sredstava neophodnih za finansiranje određenih partikularnih interesa. Razlog zaduživanja emitenta municipalnih obveznica je uglavnom vezan za realizaciju određenih infrastrukturnih projekata (već smo napomenuli da je ovo pravilo za koje postoji izuzetak). Uglavnom je reč o projektima od značajnog interesa za jedinice lokalne samouprave, koji imaju za cilj povećanje kvaliteta života građana na tom području. Projekti su uglavnom vezani

za izgradnju putne, komunalne, energetske i druge infrastrukture, za koju ne postoje sredstva predviđena u državnom budžetu, ili pak ne postoji dovoljno jak interes centralne vlasti da to finansira. U tom slučaju, jedinicama lokalne samouprave se pruža mogućnost zaduživanja na finansijskom tržištu putem emisije municipalnih obveznica. Za razliku od opšte obavezujućih municipalnih obveznica, obaveza emitenta nastale po osnovu izdavanja prihodnih obveznica jeste da na osnovu generisanja prihoda koji je ostvaren ili se ostvaruje od određenog projekta vrši isplata ovih obveznica⁶². Pravna i ekonomska priroda prihodnih obveznica se umnogome razlikuje od opšte obavezujućih municipalnih obveznica. Distinkcije možemo naći kod emitenata obveznica, ali i kod kupaca ovih obveznica. Emitent obveznica mora pre izdavanja ovih obveznica priložiti projekat koji će biti finansiran sredstvima od prodaje obveznica. To znači da je unapred poznat krajnji cilj trošenja prikupljenih sredstava, što se može smatrati korisnim s aspekta transparentnosti celog postupka emisije. U zavisnosti od predloženog projekta, emitent sagledava mogućnosti ostvarivanja prihoda od finansiranog projekta. Ukoliko je reč o infrastrukturnim projektima koji ne generišu neposredne prihode (izgradnja škola, vrtića, lokalnih puteva, kanalizacione infrastrukture i slično), emitent nema mogućnost emitovanja ovih obveznica. Međutim, ukoliko predloženi projekat sadrži kapacitete da generiše određene prihode, emitent se može odlučiti za izdavanje prihodnih municipalnih obveznica. Ukoliko projekat predviđa izgradnju javnih parking mesta za čije korišćenje će građani plaćati novčanu naknadu, ili ukoliko je u pitanju izgradnja kompleksa bazena, ili sportskih terena, jasno je da ovakvi projekti mogu generisati prihode. Za korišćenje ovih objekata, građani će plaćati određenu protivnaknadu iz koje se onda vrši povrat sredstava. Deo tih sredstava se onda koristi radi namirenja obaveza prema kupcima ovih obveznica. U zavisnosti od tipa infrastrukturnog projekta koji će biti finansiran prikupljenim sredstvima, zavisi i da li će emisija obveznica biti realizovana. Da bi kupac imao interes da svoj kapital uloži u kupovinu ovih obveznica, neophodno je da mu emitent pruži jasnu finansijsku konstrukciju, i biznis plan razvoja projekta. Na osnovu takve dokumentacije, kupac obveznica

⁶² Dorit, S. (1998): *A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal*, The Journal of Business, Vol. 71, No. 1 (January 1998), pp. 135-146.

može predvideti obim planiranih prihoda, kao i investicioni rizik koji mu pretilikom ulaganja kapitala. Administrativni kapaciteti emitenta, kao i kvalitet predloženog projekta sa pratećom dokumentacijom, umnogome determinišu uspeh ili neuspeh emisije ovih obveznica. Analogno tome, možemo zaključiti da je rizik ulaganja kapitala u kupovinu ovih obveznica na višem nivou, u odnosu na opšte obavezujuće municipalne obveznice. Povraćaj uloženog kapitala se kod ovih obveznica direktno vezuje za prihode od budućeg infrastrukturnog projekta.⁶³ Ukoliko planirani prihodi nisu na adekvatnom nivou, onda povraćaj uloženog kapitala neće biti dinamičan i kontinuiran. Ipak, ukoliko se investitor odluči da otkupi ovu vrstu emitovanih obveznica, onda on može da očekuje znatno veće prihode u odnosu na isti obim ulaganja u kupovinu opšte obavezujućih municipalnih obveznica.

Sa jedne strane rizik plasmana sredstava za kupca obveznica je na većem stepenu, ali sa druge strane i potencijalni prihodi mogu biti značajno veći. Ovde uočavamo delove ekonomske teorije koja se bavi pitanjima odnosa rizika plasmana sredstava u odnosu na očekivani prihod. Što je rizik plasmana manji, prihodi će biti relativno niski, i obrnuto, sa povećanjem rizika ulaganja, povećava se i nivo potencijalnih prihoda⁶⁴. Pitanje koje možemo analizirati, a koje je od izuzetne važnosti sa stanovišta nauke ali i prakse, tiče se mogućnosti kombinovanja određenih elemenata opštih obavezujućih municipalnih obveznica i prihodnih municipalnih obveznica. Distinkcije među njima su već navedene, ali se postavlja pitanje da li emitent može prilikom definisanja bližih uslova emisije obveznica, da kombinuje određene elemente ovih obveznica. Smatramo da je ovo pitanje veoma značajno. Emitent se može odlučiti za emitovanje prihodnih municipalnih obveznica, ali istovremeno može definisati i određene mehanizme zaštite koji bi bili primenjeni u datim situacijama. Na primer, ukoliko se emisijom ovih obveznica finansira izgradnja gradskog bazena, prihodima od ulaznica, zakupa prostora na i oko bazena, garantuje se isplata dospelih obveznica. Ukoliko ti prihodi ne dostignu

⁶³ Dorit, S. (1998): *A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal*, The Journal of Business, Vol. 71, No. 1 (January 1998), pp. 135-146.

⁶⁴ Božić, D., Todorović, T. (2009): *Analiza rizika i činioca ulaganja u obveznice*, MIR: Menadžment, inovacije, razvoj : naučno-stručni časopis = Management, Inovation, Development : Journal for Scientists and Engineers, ISSN: 1452-8800.- God. 4, br. 13, oktobar, str. 3-12.

planirani nivo, emitent može definisati klauzulu čijom primenom bi se omogućila isplata duga prema kupcima iz bilo kojeg izvora koji je pogodan za naplatu. Dakle, sa jedne strane bi imali klasičan oblik prihodnih municipalnih obveznica, a sa druge strane, ukoliko prihodi koji se generišu finansiranim projektom ne budu realizovani u obimu koji je predviđen, primenjuje se klazula prema kojoj bi se kupac ovih obveznica mogao naplatiti iz drugih izvora prihoda emitenta. Na taj način se smanjuje investicioni rizik emitenta. Sigurno bi emitovanje ovakvih obveznica bilo donekle komplikovanije, ali bi investitori bili više zainteresovani za ovaj vid ulaganja, primarno zbog kvalitetnijeg obezbeđenja svog ulaganja. Naravno, potrebno je da postoji odgovarajući dispozitivni karakter pozitivnopravne regulative koja posredno ili neposredno uređuje ove odnose.

3.4. Namenske prihodne municipalne obveznice

Ova vrsta municipalnih obveznica je relativno slična prethodno analiziranim prihodnim municipalnim obveznicama. Reč je o posebnoj vrsti prihodnih obveznica, koje se razlikuju od pomenutih na osnovu konstituisanja zaloge, odnosno određene garancije. Pravna priroda ove vrste obezbeđenja javlja se u posebno određenom poreskom ili nekom drugom fiskalnom prihodu emitenta obveznica. Emitent namenski prihodnih obveznica se obavezuje da će povrat sredstava uložениh u kupovinu ovih obveznica, biti obezbeđen od prihoda ostvarenog na osnovu izvornog fiskalnog prava emitenta obveznica koji je u vezi sa određenom vrstom poreza, ili drugog fiskalnog prihoda⁶⁵. Emitent garantuje kupcu da će se povrat sredstava vršiti isključivo iz već postojećeg fiskalnog prihoda koji on ostvaruje, i da će tako dobijena sredstva služiti za vraćanje duga nastalog po osnovu emitovanih obveznica. U praksi, najveće prepreke u vezi sa ovim obveznicama jeste u stepenu fiskalne decentralizacije države. Ukoliko je fiskalni sistem države centralizovan, onda emitent (jedinice lokalne samouprave) nema izvorne fiskalne prihode kojima se direktno puni njen budžet. Svi fiskalni prihodi

⁶⁵ Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.

koji se ostvaruju na teritoriji emitenta, transferišu se direktno u državni budžet, a ne u budžet lokalne samouprave. U ovom slučaju ne postoji normativni okvir koji bi dozvolio emitovanje ovih obveznica. Ukoliko je fiskalna decentralizacija u određenoj meri sprovedena, onda se sa stanovišta emitenta obveznica ova vrsta zaduženja može razmatrati. U uporednoj praksi možemo konstatovati da i za ovu vrstu obveznica postoji interesovanje, samo u onim državama koje su u najvećoj meri izvršile decentralizaciju fiskalnih prihoda, time što najveći deo istih ide direktno u budžet jedinice lokalne samouprave⁶⁶. U SAD ove obveznice se često koriste. Emitenti uspostavljaju određenu vrstu založnog prava nad određenim fiskalnim prihodima (pored poreza, mogu biti i određene vrste taksi, naknade i drugi fiskalni prihodi) u korist kupaca obveznica. Kasnije, kada obveznice dođu na naplatu, emitenti se naplaćuju iz prihoda ostvarenog po osnovu založenog fiskalnog nameta. R. Srbija nije sprovela decentralizaciju fiskalnog sistema. Jedinice lokalne samouprave imaju samo jedan izvorni prihod koji se sliva u budžet, godišnji porez na imovinu. Svi ostali poreski prihodi se transferišu u centralni državni budžet. Pored toga, zakonodavac u R. Srbiji nije predvideo mogućnost da jedinice lokalne samouprave mogu na ovaj način prihode ostvarene od poreza na imovinu, založiti po bilo kojem osnovu. Normativna ograničenja u tom smislu, biće predmet analize u delu rada koji se bavi normativnim aspektima emitovanja municipalnih obveznica. Možemo konstatovati da u R. Srbiji, jedinice lokalne samouprave nemaju pravo da emituju obveznice ovog tipa.

3.5. Ostale vrste municipalnih obveznica

Savremene tendencije razvoja globalnog finansijskog tržišta uslovile su potrebu za stvaranjem novih finansijskih instrumenata koji bi bili ponuđeni investitorima. Potreba da se odgovori na sve veću tražnju za ulagana koja s jedne strane nudi atraktivne finansijske prihode ulagaču, a sa druge obezbeđuje adekvatan nivo zaštite ekonomskih interesa, proizvela je nove vrste hartija od vrednosti kao odgovor na izmenjenu tražnju investitora. Municipalne obveznice su

⁶⁶ Suranji, E., Jarai, Ž. (2014): *Obveznice u Mađarskoj*, ISSN: 0353-3646.- 3-4, str. 86-93.

uvek bile interesantne investitorima za ulaganja, naročito u domenu sigurnosti plasmana kapitala. Da bi se u još većoj meri obezbedili interesi investitora, ali i povećali potencijalni prihodi, stvorene su tzv. hibridne municipalne obveznice. *Hibridne municipalne obveznice su hartije od vrednosti koje kombinuju elemente različitih vrsta obveznica, inkorporiraju nove mehanizme zaštite ulaganja i povećanja prihoda, a sa ciljem zadovoljenja potreba finansijskog tržišta*⁶⁷. Razvoj novih, hibridnih municipalnih obveznica sasvim je očekivan, ukoliko sagledamo tendencije razvoja finansijskih tržišta u svetu. Povećane potrebe investitora da diversifikuju svoja ulaganja, kao i sve veći broj emitenata u potrazi za neophodnim finansijskim sredstvima, rezultirali su stvaranjem ovih obveznica. Kao što je već prethodno rečeno, sigurnost plasmana, odnosno ulaganja kapitala od strane kupaca jeste ključni cilj, a samim tim i prioritet koji se mora ostvariti. Ovo pitanje je dodatno dobilo na značaju nakon svetske ekonomske krize iz 2008. godine. Od tog trenutka, investitori na finansijskom tržištu pokušavaju svoja ulaganja da usmere u pravcu što sigurnijeg plasmana kapitala. Na tržištu municipalnih obveznica su već postojale određene specifične vrste ovih obveznica, ali one usled svoje prirode nisu često bile emitovane od strane subjekata koji imaju pravo na njihovo izdavanje.

U poslednjih osam godina, došlo je do ekspanzije emitovanja tzv. *hibridnih obveznica*, kao odgovor na potrebe emitenata i investitora. Jedna od njih jesu osigurane municipalne obveznice. *Osigurane municipalne obveznice jesu hartije od vrednosti koje su dodatno osigurane od strane referentnog osiguravajućeg društva*⁶⁸. Ove municipalne obveznice se po svojim karakteristikama ne razlikuju od drugih vrsti municipalnih obveznica, sem u jednom segmentu, a to je povećan stepen sigurnosti naplate potraživanja nastalog po osnovu emitovanih obveznica. Obzirom da postoji određeni rizik od nemogućnosti naplate potraživanja po osnovu dospelih obveznica, emitent kao dodatnu sigurnost u korist investitora odnosno kupca, ugovara sa osiguravajućim društvom da ono na sebe preuzme obavezu isplate glavnice i kamate, ukoliko on ovu obavezu ne ispunio na način i u

⁶⁷ The Bond Market Association (2003): *An Investors Guide to Municipal Bonds*, New York.

⁶⁸ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.

roku koji je predviđen. Osiguravajuće društvo preuzima odgovornost za nastupajući rizik, i time se obavezuje da će nadoknaditi kupcu obveznica iznos sredstava koja su trebala biti isplaćena iz primarnog izvora, tj. emitenta. Imajući u vidu navedeno, nameću se i određena pitanja u vezi sa ovim obveznicama. Prvo, s obzirom na povećan stepen sigurnosti povrata uloženih sredstava, da li se povećava i cena ovih obveznica? Na osnovu dostupnih podataka, možemo zaključiti da je cena municipalnih obveznica osiguranih od strane osiguravajućeg društva viša⁶⁹. Procenat zavisi od mnogih faktora, među koje se ubraja analiza stepena rizika koju vrši osiguravajuće društvo, kvalitet projektne dokumentacije, kao i kvalitet samog projekta koji se finansira emitovanim obveznicama (ukoliko je reč o prihodnim municipalnim obveznicama). Drugo pitanje koje se nameće jeste da li se princip osiguranja obveznica može primeniti na sve vrste municipalnih obveznica? Odgovor je po nama Ne. Kod opšte obavezujućih obveznica, stepen sigurnosti isplate duga i kamate je već na najvišem mogućem nivou, s obzirom da kupac obveznica može zahtevati da mu se dug po osnovu dospelih obveznica isplati iz bilo kog izvora prihoda emitenta koji je pogodan za naplatu. Osigurane municipalne obveznice se vezuju za one koje se emituju radi finansiranja određenih infrastrukturnih projekata, odnosno prihodne municipalne obveznice. Uzimajući u obzir povećan rizik ulaganja, kao i činjenicu da se dospele obveznice isplaćuju po osnovu generisanog prihoda projekta koji je realizovan emisijom ovih obveznica, smatra se da se stepen rizika smanjuje uvođenjem još jednog subjekta (osiguravajućeg društva). Negativan aspekt ovako emitovanih obveznica je u tome što se cena jedne obveznice uvećava, čineći ih time manje privlačnim za investitore. Takođe, administrativnopravna procedura je znatno komplikovanija, što iziskuje i veće napore emitenata u postupku emitovanja ovih obveznica.

Finansijski instrumenti koji se pojavljuju na finansijskom tržištu, predmet su trgovine investitora iz lukrativnih razloga. Posmatrano sa stanovišta investitora, kamata koja je vezana za obveznice kao hartije od vrednosti jeste element koji umnogome utiče na privlačnost ovih hartija od vrednosti. Kamata je kod municipalnih obveznica unapred određena, odnosno ugovorena. Međutim, ona

⁶⁹ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.

može biti definisana i na drugi način. Kada je u pitanju klasično kreditno zaduživanje kod banaka, banke nude određene finansijske proizvode sa ugovorenom plivajućom kamatom. Kamata se formira na osnovu dva ili više faktora koji su precizno definisani⁷⁰. Ovaj metod je moguće primeniti i prilikom emitovanja municipalnih obveznica. Naime, emitent se može odlučiti da umesto fiksno definisane kamatne stope za određenu emisiju ovih obveznica, definiše kamatnu stopu koja je ili promenljiva ili plivajuća (variable rate bonds; floating rate bonds)⁷¹. Emitovanjem ovih obveznica, emitent definiše da će se kamatna stopa odrediti na osnovu parametara koji odgovaraju zahtevima finansijskog tržišta, a koji su ujedno od uticaja na visinu kamatne stope. Ovi parametri mogu biti sledeći: referenta kamatna stopa centralne banke, stopa inflacije, stopa privrednog rasta, i niz drugih faktora. Sa stanovišta interesa investitora, ukoliko su predviđanja u okviru analitike poslovanja takva da ukazuju na određena kretanja koja se mogu predvideti, a od uticaja su na visinu kamatne stope, onda ove vrste municipalnih obveznica mogu biti interesantne za ulaganja. Sa stanovišta emitenta, svakako bi bilo poželjnije emitovati municipalne obveznice sa jasno definisanim troškovima, odnosno kamatom. Finansijski savetnici emitenta moraju dobro poznavati finansijsko tržište i jasno izložiti sve potencijalne rizike ovako definisane kamatne stope. Emitent ne bi trebao ulaziti u postupak emitovanja ovih obveznica osim ako ne postoji alternativa tome. U tom slučaju angažovanjem renomiranog finansijskog savetnika, smanjio bi se nivo rizika plivajuće kamatne stope.

Pored municipalnih obveznica sa promenljivom ili plivajućom kamatnom stopom, postoje i obveznice koje nemaju kamatu. Iako na prvi mah ne izgleda ekonomski logično da investitor kupuje obveznice koje ne sadrže kamatu, reč je u stvari o posebnoj vrsti diskonta, tj. popusta, prilikom njihove emisije na finansijsko tržište. Prilikom emitovanja ovih obveznica, izdavalac prodaje obveznice po znatno nižoj ceni od one koja je definisana, tj. od nominalne cene. Kupac ovih obveznica

⁷⁰ Barjaktarević, S. (2007): *Uloga banaka na tržištu municipalnih obveznica – primer Srbije*; Pravni život, 56, br. 12, str. 985-996.

⁷¹ Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region, str. 33-43.

ostvaruje prihod time što obveznice kupuje po nižoj ceni od nominalne, a svoj prihod ostvaruje u trenutku kada obveznice dospevaju na naplatu. Razlika između cene ovih obveznica prilikom kupovine, i cene koja se formira nakon dospeća ovih obveznica na naplatu, jeste razlika na kojoj investitor ostvaruje svoju zaradu. Municipalne obveznice ovog tipa su često emitovane od strane federalnih država u SAD. Emitent ovih obveznica mora imati adekvatan stepen boniteta i poverenja, da bi se investitori odlučili za kupovinu ove vrste municipalnih obveznica.

Globalno finansijsko tržište postoji zato što postoje adekvatni finansijski instrumenti kojima se može trgovati. Municipalne obveznice mogu biti predmet trgovanja na inostranim finansijskim tržištima, samo ako je emitent predvideo mogućnost da se iste dalje prodaju na sekundarnom tržištu kapitala. Sa tog aspekta možemo razlikovati municipalne obveznice sa kojima se kasnije može trgovati na međunarodnom finansijskom tržištu, i one koje su vezane za domicijalno finansijsko tržište emitenta⁷².

U finansijskoj teoriji, ali i praksi, prepoznaju se municipalne obveznice koje se mogu otkupiti pre roka dospeća, po nominalnoj vrednosti pojedinačne obveznice prilikom emitovanja (put bonds). Pravo otkupa može biti predviđeno kao pravo emitenta da otkupi već prodate obveznice od strane investitora tj. kupaca obveznica. Sa druge strane, investitor može doći u nezavidnu finansijsku situaciju, pa mogućnost povrata uložениh sredstava prodajom obveznica pre njihovog dospeća, može biti jedan od načina pribavljanja neophodnih finansijskih sredstava. U obe varijante, vrši se isplata nominalne vrednosti obveznica (glavnica bez kamate), uz moguće ugovaranje određene novčane naknade u korist prodavca obveznica.

Iz prethodnog dela istraživanja možemo zaključiti da pojavni oblici municipalnih obveznica mogu biti veoma različiti. Bilo da je reč o vremenskom momentu dospeća obveznica, definisanoj nameni trošenja novčanih sredstava dobijenih emisijom, ili pak njihovom ograničenju na domicilno tržište kapitala emitenta, svakako da normativni sistem jedne države umnogome utiče na vrste

⁷² Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija: str. 117-119. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

municipalnih obveznica koje se na jednom tržištu mogu pojaviti. Pored stepena fiskalne autonomije emitenta, drugi značajni faktor od uticaja jeste stepen razvoja finansijskog tržišta na kojem emitent izdaje obveznice. Upravo ova dva faktora su u poslednjih nekoliko decenija pozitivno uticala na razvoj municipalnih obvezica u SAD. U SAD Ova se na godišnjem nivou emituju municipalne obveznice najveće vrednosti, i sa velikim brojem emitenata. Nivo fiskalne decentralizacije, federalno uređena država, administrativni kapaciteti, i stepen razvoja finansijskog tržišta u kombinaciji sa velikim brojem investicionih ulagača, čine SAD zemljom sa veoma razvijenim tržištem municipalnih obveznica. Dalji tok istraživanja u okviru disertacije imaće za cilj adekvatnu analizu propisa i kapaciteta R. Srbije, i njenih jedinica lokalne samouprave u pogledu emitovanja municipalnih obveznica.

DEO III – NORMATIVNI OKVIR REGULISANJA POSTUPKA EMITOVANJA MUNICIPALNIH OBVEZNICA

1. Normativni okvir regulisanja postupka emitovanja municipalnih obveznica u R. Srbiji

Cilj pozitivnopravne regulative je da na adekvatan način reguliše sva pitanja od značaja u vezi sa emitovanjem municipalnih obveznica kao dužničkih vrednosnih hartija. Uloga države nije da svojim propisima reguliše samo obligacionopravni odnos koji nastaje, traje i prestaje emitovanjem municipalnih obveznica. Ovaj odnos je regulisan Zakonom o obligacionim odnosima. Njime su na adekvatan način uređeni obligacionopravni odnosi između emitenta, kupaca i posrednika u ovom poslu, i to od nastanka pa sve do prestanka njihovih međusobnih prava i obaveza. Prema tome, uloga države jeste da sistemski uredi postupak emitovanja ovih obveznica. S obzirom na pravnu prirodu ovih hartija od vrednosti, a imajući u vidu da se u ulozi emitenta obveznica pojavljuju jedinice lokalne samouprave, sasvim je jasno da je ovo pitanje na posredan ili neposredan način regulisano najvišim pravnim aktom – ustavom države, kao i pojedinačnim zakonima i drugim nižim pravnim aktima. Za razliku od drugih finansijskih instrumenata, municipalne obveznice jesu hartije od vrednosti gde se kao subjekt pojavljuje država. Bez obzira da li je reč o državnim obveznicama ili municipalnim obveznicama, od velikog značaja jeste činjenica da je jedan od subjekta – emitent, država. Zato uloga države, prava i obaveze, osnov zaduživanja i niz drugih pitanja, sa stanovišta zakonodavca predstavljaju veoma merodavne odnose, obzirom da ih je moguće precizno urediti. Normativni okvir stoga i polazi od najvišeg pravnog akta – ustava, spuštajući se ka zakonskim rešenjima sadržanim u više zakona, sve do propisa lokalnog karaktera. Zato je, sa stanovišta istraživanja, neophodno ukazati na relevantne odredbe svih propisa koji mogu biti od posrednog ili neposrednog značaja u vezi sa emitovanjem municipalnih obveznica. Cilj ovog segmenta rada jeste da se identifikuju, normativno istraže, analitički protumače i povežu odredbe sadržane u pozitivnopravnim propisima R. Srbije.

Normativni okvir regulisanja postupka emitovanja municipalnih obveznica u R. Srbiji je sledeći:

- Ustav R. Srbije;
- Zakon o lokalnoj samoupravi;
- Zakon o finansiranju lokalne samouprave;
- Zakon o budžetskom sistemu;
- Zakon o javnom dugu;
- Zakon o tržištu kapitala; i
- Odluka o budžetu jedinice lokalne samouprave.

U nastavku rada, fokus istraživanja biće usmeren na normativnu analizu propisa, koji su od posrednog ili neposrednog značaja za postupak emitovanja municipalnih obveznica.

1.1. *Ustav Republike Srbije*

Ustav predstavlja najviši opšti pravni akt u sistemu opštih pravnih akata jedne države, kojim se definišu ustavna načela, ljudska i manjinska prava i slobode, ekonomsko uređenje i javne finansije, uređenje državne vlasti, ustavni sud, teritorijalno uređenje, ustavnost i zakonitost. Ustav R. Srbije donešen je 2006. godine, i poznat je po nazivu Mitrovdanski ustav. Novi Ustav je doneo nova ustavna načela i odredbe koje su bile preko potrebne, ako se uzme u obzir tadašnji društveni i ekonomski progres R. Srbije. Cilj ovog segmenta rada nisu ustavne promene kao rezultat novousvojenog Ustava, već identifikovanje i analiza relevantnih odredaba Ustava u pogledu pravnog definisanja lokalne samouprave, oblika svojine, javnog duga, teritorijalnog uređenja, i pravnog položaja i nadležnosti jedinica lokalne samouprave. Shodno tome, analiziraćemo ustavne odredbe iz pomenutih oblasti uređenja.

Analizirajući Ustav R. Srbije, krenućemo od odredbe sadržane u članu 12. Ustava R.S., kojom su definisana ograničenja državne vlasti na pokrajinsku

autonomiju i lokalnu samoupravu⁷³. Ustavnom odredbom je propisano da je državna vlast ograničena pravom građana na pokrajinsku autonomiju i lokalnu samoupravu. Na taj način, državna vlast deo svojih ovlašćenja prenosi na jedinice lokalne samouprave. Dakle, ustavno pravo građana R. Srbije je da imaju pravo na lokalnu samoupravu, u skladu sa zakonom koji bliže uređuje to pitanje⁷⁴. Ovom odredbom je ustavno zagantovano pravo građana na lokalnu samoupravu. Sledeća ustavna odredba od značaja u kontekstu definisanog cilja, jeste član 176. Ustava R. Srbije, koji se bavi teritorijalnim uređenjem države.⁷⁵ Odredba ovog člana Ustava definiše da građani svoja prava na lokalnu samoupravu mogu ostvarivati neposredno ili posredno preko svojih izabranih predstavnika. To znači da građani demokratskim putem vrše izbor predstavnika koji će njihove interese zastupati na lokalnom nivou. Drugi stav ovog člana je izuzetno bitan. Naime, njime se definiše pravni status lokalne samouprave, što je izuzetno važno sa stanovišta emitenta municipalnih obveznica. Shodno tome, emitent municipalnih obveznica jeste lokalna samouprava (opština ili grad) koja ima status pravnog lica, što za sobom povlači i određena prava i obaveze. Definisanjem statusa lokalne samouprave kao pravnog lica, doprinosi se lakšem obavljanju poslova od značaja za opštinu ili grad. Uopšteno, jedan deo Ustava od 188. do 193. člana, bavi se pitanjem pravnog položaja lokalne samouprave, nadležnosti opština, organa nadzora i zaštite. Mišljenja smo da je član 188. Ustava od posebnog značaja.⁷⁶ Ovim članom je definisano da se iza termina jedinice lokalne samouprave kriju opštine, gradovi i

⁷³ Čl. 12. Ustav R. Srbije (*"Sl. glasnik RS"*, br. 98/2006).

Državna vlast ograničena je pravom građana na pokrajinsku autonomiju i lokalnu samoupravu. Pravo građana na pokrajinsku autonomiju i lokalnu samoupravu podleže samo nadzoru ustavnosti i zakonitosti

⁷⁴ Zakon o lokalnoj samoupravi (*"Sl. glasnik RS"*, br. 129/2007 i 83/2014 - dr. zakon)

⁷⁵ Čl. 176. Ustav R. Srbije (*"Sl. glasnik RS"*, br. 98/2006)

Građani imaju pravo na pokrajinsku autonomiju i lokalnu samoupravu, koje ostvaruju neposredno ili preko svojih slobodno izabranih predstavnika. Autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave imaju status pravnih lica.

⁷⁶ Član 188. Ustav R. Srbije (*"Sl. glasnik RS"*, br. 98/2006)

Jedinice lokalne samouprave su opštine, gradovi i grad Beograd.

Teritorija i sedište jedinice lokalne samouprave određuje se zakonom.

Osnivanju, ukidanju i promeni teritorije jedinice lokalne samouprave prethodi referendum na teritoriji te jedinice lokalne samouprave.

Poslovi jedinice lokalne samouprave finansiraju se iz izvornih prihoda jedinice lokalne samouprave, budžeta Republike Srbije, u skladu sa zakonom, i iz budžeta autonomne pokrajine, kada je autonomna pokrajina poverila jedinicama lokalne samouprave obavljanje poslova iz svoje nadležnosti, u skladu sa odlukom skupštine autonomne pokrajine.

Grad Beograd. Obzirom da je ustavotvorac smatrao da se Grad Beograd mora posebno izdvojiti usled političko-pravnih razloga, smatramo da je u kontekstu korišćenja termina jedinice lokalne samouprave dovoljno naglasiti opština ili grad, kada o istima govorimo sa stanovišta emitenta obveznica. Grad Beograd ima poseban status koji je i Ustavom potvrđen, ali taj status nije od posebnog značaja u pogledu prava i načina emitovanja municipalnih obveznica. Iz tog razloga, smatramo da je dovoljno reći opština ili grad kada govorimo o emitentu obveznice, a da pod taj termin svrstamo i Grad Beograd, iako ga ustavotvorac posebno izdvaja u odnosu na druge gradove. Dalje, ovim članom je predviđeno da se teritorija i sedište jedinice lokalne samouprave definišu zakonom. Analiza odredbi ovog zakona obuhvaćena je u sledećem poglavlju rada. Poslednja odredba ovog člana je od esencijalne važnosti u pogledu predmeta istraživanja disertacije, obzirom da su njome definisani načini finansiranja jedinica lokalne samouprave. Naime, Ustav predviđa da se jedinice lokalne samouprave finansiraju iz izvornih prihoda, budžeta R. Srbije odnosno autonomne pokrajine. Bliži način uređenja finansiranja jedinica lokalne samouprave je regulisan Zakonom o finansiranju lokalne samouprave. Analiza odredaba ovog zakona biće predmet istraživanja u daljem radu na ovom poglavlju disertacije. Ovim odredbama, koje su izdvojene iz Ustava R. Srbije, definisan je pravni status jedinica lokalne samouprave, način izbora predstavnika, kao i osnivanje, ukidanje i promena teritorije jedinice lokalne samouprave. Drugi bitan segment Ustava R. Srbije je deo koji pravno definiše pitanje svojine i imovine jedinice lokalne samouprave. Tako je članom 86. Ustava R. Srbije definisan odnos države prema različitim oblicima svojine.⁷⁷ Odredba ovog člana Ustava definiše, odnosno proklamuje ravnopravnost svih oblika svojine (privatna, zadružna i javna svojina). Za nas je ovaj član Ustava od posebne važnosti, obzirom da se u stavu jedan pomenutog člana određuje pojam javne svojine. Ustav R. Srbije definiše javnu svojinu kao državnu svojinu, svojinu autonomne pokrajine i svojinu jedinice lokalne samouprave. Stoga, svojina jedinica

⁷⁷Član 86. Ustava R. Srbije (*"Sl. glasnik RS", br. 98/2006*)

Jemče se privatna, zadružna i javna svojina. Javna svojina je državna svojina, svojina autonomne pokrajine i svojina jedinice lokalne samouprave. Svi oblici svojine imaju jednaku pravnu zaštitu.

Postojeća društvena svojina pretvara se u privatnu svojinu pod uslovima, na način i u rokovima predviđenim zakonom.

Sredstva iz javne svojine otuđuju se na način i pod uslovima utvrđenim zakonom.

lokalne samouprave, odnosno grada i opštine, jeste javna odnosno državna svojina. Ustavotvorac nije precizirao načine korišćenja i raspolaganja ovom imovinom, već upućuje da se ovo pitanje bliže uredi zakonom.⁷⁸ Smatramo da je celishodnije, da samo pravni status odnosno osnov raspolaganja i korišćenja imovine lokalne samouprave bude definisan Ustavom, a da se putem zakona i drugih pravnih akata bliže uredi ovo pitanje. Na kraju, postupak emitovanja municipalnih obveznica predstavlja oblik zaduženja. S obzirom da je reč o dugu emitenta odnosno jedinice lokalne samouprave, važno je ustanoviti karakter ovog zaduženja. U tom smislu, Ustavom R. Srbije (čl.93.) bliže se uređuje pitanje zaduženja države.⁷⁹ Ovaj član Ustava je relativno precizan i koncizan, i definiše pravo na zaduženje koje imaju R. Srbija, autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave. Bliže definisanje ovog pitanja je povereno zakonima iz ove oblasti. Kao što se da sagledati, Ustav R. Srbije definiše zagarantovano pravo na osnivanje lokalnih samouprava, njihov pravni položaj, nadležnosti, organe i nadzor, kao i pravo na svojinu i pravo na zaduživanje. Iz Ustava smo izdvojili samo one odredbe koje smatramo pravno relevantnim sa stanovišta predmeta istraživanja rada. Smatramo da nije potrebno zalaziti u teorijska i druga tumačenja ustavnih odredbi po ovim pitanjima, jer bismo time izašli iz okvira istraživanja ovog naučnog rada. Cilj ovog dela istraživanja je da se isključivo ukaže na koji način Ustav prepoznaje jedinice lokalne samouprave i osnov njihovog zaduživanja. Smatramo da je time pružen adekvatan pravni okvir u kontekstu potreba ovog istraživanja. Detaljnije regulisanje svih relevantnih pitanja u vezi sa emitovanjem municipalnih obveznica kao dužničkih hartija opština i gradova u Srbiji, uređeno je zakonima koji će u nastavku rada biti analizirani.

⁷⁸Član 87. Ustava R. Srbije (*"Sl. glasnik RS", br. 98/2006*)

Prirodna bogatstva, dobra za koje je zakonom određeno da su od opšteg interesa i imovina koju koriste organi Republike Srbije u državnoj su imovini. U državnoj imovini mogu biti i druge stvari i prava, u skladu sa zakonom.

Fizička i pravna lica mogu steći pojedina prava na određenim dobrima u opštoj upotrebi, pod uslovima i na način predviđen zakonom.

Prirodna bogatstva koriste se pod uslovima i na način predviđen zakonom.

Imovina autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave, način njenog korišćenja i raspolaganja, uređuju se zakonom

⁷⁹ Republika Srbija, autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave mogu da se zadužuju.

Uslovi i postupak zaduživanja uređuju se zakonom

1.2. *Zakon o lokalnoj samoupravi*

Osnovni pravni okvir kojim je bliže definisan način uređenja jedinica lokalne samouprave, kriterijumi za njihovo osnivanje, nadležnosti, organi, nadzor, zaštita, kao i niz drugih pitanja, propisani su Zakonom o lokalnoj samoupravi.⁸⁰ Nakon donošenja Ustava iz 2006. god., predviđeno je bilo donošenje odnosno usklađivanje svih zakona sa odredbama novog Ustava. Shodno tome, Skupština R. Srbije, donela je 2007. god. Zakon o lokalnoj samoupravi, a sve sa ciljem sprovođenja odredbi Ustavnog Zakona za sprovođenje Ustava R. Srbije, na osnovu kog bi se mogli raspisati izbori za odbornike u skupštinama jedinice lokalne samouprave. Osnovni cilj zakona bio je da se materija koja uređuje prethodno pomenute oblasti od značaja za jedinice lokalne samouprave, uskladi sa donešenim Ustavom. Ne ulazeći u karakter samog zakona, njegovih odredbi i rešenja (jer ovo nije normativna analiza celokupnog Zakona o lokalnoj samoupravi), ukazaćemo na najznačajnije odredbe ovog zakona koje su od neposrednog ili posrednog uticaja na predmet istraživanja.

Prvo, smatramo da je neophodno analizirati odredbu člana ovog zakona koja definiše pojam lokalne samouprave. Smatramo da ovo predstavlja polaznu osnovu za naše istraživanje, jer jedinice lokalne samouprave jesu između ostalog i emitenti municipalnih obveznica. U tom smislu, potrebno je sprovesti normativnu analizu subjekta koji ima svojstvo pravnog lica, a kog sa stanovišta ovog istraživanja predstavlja emitent municipalnih obveznica. U članu 2. pomenutog zakona, definiše se pojam lokalne samouprave.⁸¹ Shodno odredbi ovog zakona, lokalna samouprava podrazumeva pravo građana da upravljaju javnim poslovima. Definiše se i karakter ovih poslova, pa se navodi da je reč o poslovima od neposrednog, zajedničkog i opšteg interesa za lokalno stanovništvo. Ovo pravo, građani ostvaruju neposredno ili putem slobodno biranih predstavnika. Ujedno,

⁸⁰ Zakon o lokalnoj samoupravi („Sl. glasnik RS“, br. 129/2007..)

⁸¹ Član 2. Zakon o lokalnoj samoupravi (“Sl. glasnik RS”, br. 129/2007 i 83/2014 - dr. zakon)

Lokalna samouprava je pravo građana da upravljaju javnim poslovima od neposrednog, zajedničkog i opšteg interesa za lokalno stanovništvo, neposredno i preko slobodno izabranih predstavnika u jedinicama lokalne samouprave, kao i pravo i sposobnost organa lokalne samouprave da, u granicama zakona, uređuju poslove i upravljaju javnim poslovima koji su u njihovoj nadležnosti i od interesa za lokalno stanovništvo.

ovo su i dva najbitnija segmenta zakonskog opisa lokalne samouprave. Pri tom, moramo naglasiti da navedena definicija lokalne samouprave predstavlja simbiozu, u smislu definicije lokalne samouprave dostupne u ranijem zakonu i člana 3. Evropske povelje o lokalnoj samoupravi. Zarad potreba istraživanja ovog segmenta disertacije, zadržaćemo se na bitnim obeležjima date definicije, u kontekstu značaja tih odredbi za sam proces emitovanja odnosno izdavanja municipalnih obveznica.

Definisanjem da lokalna samouprava predstavlja pravo građana da upravljaju javnim poslovima od značaja za lokalno stanovništvo, nameće se i svrha odnosno suština emitovanja municipalnih obveznica. Distinkcija municipalnih obveznica u odnosu na državne, ne proizilazi samo iz činjenice da se u ulozi emitenta pojavljuje opština ili grad, nasuprot države. Značaj ovog dela zakonskog opisa lokalne samouprave nas ustvari upućuje na koji način, odnosno u koju svrhu municipalne obveznice mogu biti emitovane. Iz zakonskog opisa lokalne samouprave, sasvim je jasno da emitovanje odnosno trošenje prikupljenih sredstava emisijom municipalnih obveznica, može biti iskorišćeno isključivo u svrhu zajedničkog i opšteg interesa za lokalno stanovništvo. Zato, emitent municipalnih obveznica ne sme zanemariti ovu pravnu činjenicu, jer ona suštinski ograničava način trošenja sredstava odnosno osnov zaduženja putem emisije ovih obveznica.

Emitovanjem municipalnih obveznica, aktuelna izabrana lokalna vlast se zadužuje, čime se posredno zadužuju i građani te lokalne samouprave. Samim tim, odluka o zaduživanju mora biti u interesu građana opštine ili grada, a jedini način da se to realizuje je da odluka bude donešena od strane predstavnika građana. Upravo, deo zakonskog opisa lokalne samouprave definiše da «ostvarivanje prethodno spomenutih prava građana se vrši neposredno i preko izabranih predstavnika». Implementacija ove odredbe izražena je kroz pravo građana da se na lokalnim izborima opredele za svoje predstavnike u organima upravljanja opštine odnosno grada. Zato, validnost zaduženja po osnovu emitovanih municipalnih obveznica pronalazi svoje zakonsko utemeljenje upravo u članu 2. Zakona o lokalnoj samoupravi. Shodno tome, prvi uslov za emitovanje municipalnih obveznica predviđa da je odluka donešena od strane izabranih

predstavnik u jedinici lokalne samouprave, kao i da je namena sredstava koja će biti po ovom osnovu utrošena od zajedničkog i opšteg interesa za lokalno stanovništvo. Emisija municipalnih obveznica koja nije u skladu sa ovim zakonskim uslovom, mogla bi biti stavljena na ocenu zakonitosti pred nadležnim organom. Zakon o lokalnoj samoupravi predviđa ono što je već definisano i samim Ustavom, a to je da se lokalna samouprava ostvaruje u opštini, gradu i Gradu Beogradu. O ovome je već bilo reči u prethodnom delu rada.

Zakon o lokalnoj samoupravi se sastoji iz tri odeljka: *1. osnivanje i teritorija lokalne samouprave; 2. pravni status jedinica lokalne samouprave; i 3. organi jedinica lokalne samouprave.* Shodno prethodno definisanom pravcu istraživanja, fokus neće biti usmeren na analizu kompletnog zakona, već će se analizirati i istaći odredbe koje su u izvesnoj korelaciji sa jedinicama lokalne samouprave kao emitentima obveznica. U tom smislu, smatramo celishodnim da navedemo zakonski opis koji se odnosi na opštine i gradove kao jedinice lokalne samouprave. Odredbama ovog zakona, definisano je da je opština osnovna teritorijalna jedinica u kojoj se ostvaruje lokalna samouprava, a koja ima najmanje 10.000 stanovnika.⁸² Izuzetno, kada postoje posebni ekonomski, geografski ili istorijski razlozi, može se osnovati opština koja ima manje od 10.000 stanovnika. Možemo zaključiti da je zakonodavac na veoma štur i nedovoljno precizan način definisao kriterijume za obrazovanje opština. Posebno zabrinjava odredba koja upućuje na postojanje ekonomskih, istorijskih ili geografskih razloga za davanje statusa opštine određenoj teritoriji sa stanovnicima. Iako ne negiramo da postoje ovakve situacije, smatramo da su kriterijumi definisani na način koji ih čini podložnim subjektivnim procenama lica u čijoj su nadležnosti. To nesumnjivo dovodi do zloupotreba različitih vrsta. Prema odredbama istog zakona, status Grada se definiše kao jedinica lokalne samouprave, koja predstavlja ekonomski, administrativni, geografski i kulturni centar i ima više od 100.000 stanovnika.⁸³ Zakonodavac ponovo primenjuje isti vid odstupanja od definisanih kriterijuma, ukoliko postoje posebni ekonomski i drugi uslovi, a teritorija jedinice ima manje od 100.000 stanovnika. U smislu izuzetaka od definisanih kriterijuma, ono što je

⁸² Član 18. Zakon o lokalnoj samoupravi ("Sl. glasnik RS", br. 129/2007 i 83/2014 - dr. zakon)

⁸³ Član 23. Zakon o lokalnoj samoupravi ("Sl. glasnik RS", br. 129/2007 i 83/2014 - dr. zakon)

rečeno za opštine, važi i za gradove. Nakon što smo adekvatno definisali pravni status jedinica lokalne samouprave, potrebno je utvrditi nadležnosti organa opština odnosno gradova, i to nadležnosti u domenu javnog zaduživanja (emitovanje municipalnih obveznica). Članom 27. Zakona o lokalnoj samoupravi definisani su organi opštine, a to su:

- skupština opštine,
- predsednik opštine,
- opštinsko veće, i
- opštinska uprava.

Na isti način su definisani i organi grada, a to su:

- skupština grada,
- gradonačelnik,
- gradsko veće, i
- gradska uprava.

U kontekstu istraživanja, nećemo zadirati u meritume pojedinih organa lokalne samouprave. Kada su u pitanju poslovi iz domena organa opštine i grada, možemo samo konstatovati da su nadležnosti gotovo identične. Organ opštine ili grada, koji je ujedno i najvažniji s aspekta emitovanja municipalnih obveznica kao predmeta istraživanja ovog rada, jeste skupština opštine ili grada. Nadležnosti skupštine opštine, odnosno grada su mnogobrojne⁸⁴, i definisane su članom 32. i

⁸⁴ Skupština opštine, u skladu sa zakonom:

- 1) donosi statut opštine i poslovnik skupštine;
- 2) donosi budžet i završni račun opštine;
- 3) utvrđuje stope izvornih prihoda opštine, kao i način i merila za određivanje visine lokalnih taksi i naknada;
- 4) donosi program razvoja opštine i pojedinih delatnosti;
- 5) donosi urbanistički plan opštine i uređuje korišćenje građevinskog zemljišta;
- 6) donosi propise i druge opšte akte;
- 7) raspisuje opštinski referendum i referendum na delu teritorije opštine, izjašnjava se o predlozima sadržanim u građanskoj inicijativi i utvrđuje predlog odluke o samodoprinosu;
- 8) osniva službe, javna preduzeća, ustanove i organizacije, utvrđene statutom opštine i vrši nadzor nad njihovim radom;
- 9) imenuje i razrešava upravni i nadzorni odbor, imenuje i razrešava direktore javnih preduzeća, ustanova, organizacija i službi, čiji je osnivač i daje saglasnost na njihove statute, u skladu sa zakonom;
- 10) bira i razrešava predsednika skupštine i zamenika predsednika skupštine;
- 11) postavlja i razrešava sekretara skupštine;
- 12) bira i razrešava predsednika opštine i, na predlog predsednika opštine, bira zamenika predsednika opštine i članove opštinskog veća;

članom 27. Možemo navesti samo neke od nadležnosti: donošenje statuta opštine-grada i poslovnika skupštine, donošenje budžeta i završnog računa, utvrđivanje stope izvornih prihoda opštine, **donošenje akta o javnom zaduženju** i niz drugih nadležnosti.

U skladu sa navedenim, možemo zaključiti da je skupština opštine odnosno grada jedini nadležni organ koji može doneti akt o javnom zaduženju. Kako emitovanje municipalnih obveznica ima karakter javnog duga, analogno tome odluku o emitovanju municipalnih obveznica formalno će usvojiti jedini nadležni organ, a to je skupština opštine odnosno skupština grada. Donošenje odluke o javnom zaduživanju (emitovanje municipalnih obveznica), u nadležnosti je opštinske odnosno gradske uprave, i kao takva ona prolazi i usvaja se na opštinskom odnosno gradskom veću. Pravni osnov za ovo tumačenje pronalazimo u članu 52. Zakona o lokalnoj samoupravi. U ovom članu, definisane su nadležnosti uprave, i to:

- pripremanje nacрта propisa i drugih akata,
- izvršava odluke i druge akte,
- rešava u upravnom postupku u prvom stepenu,
- obavlja poslove upravnog nadzora,
- izvršava zakone i druge propise čije je izvršenje povereno opštini odnosno gradu,
- obavlja stručne i druge poslove koje utvrdi skupština, predsednik opštine odnosno gradonačelnik, i opštinsko odnosno gradsko veće.

Dakle, formalni predlog za emitovanje municipalnih obveznica kao oblika javnog zaduživanja, ide na usvajanje kod dva organa opštine ili grada. Akt odnosno

-
- 13) utvrđuje opštinske takse i druge lokalne prihode koji opštini pripadaju po zakonu;
 - 14) utvrđuje naknadu za uređivanje i korišćenje građevinskog zemljišta;
 - 15) donosi akt o javnom zaduživanju opštine, u skladu sa zakonom kojim se uređuje javni dug;
 - 16) propisuje radno vreme ugostiteljskih, trgovinskih i zanatskih objekata;
 - 17) daje mišljenje o republičkom, pokrajinskom i regionalnom prostornom planu;
 - 18) daje mišljenje o zakonima kojima se uređuju pitanja od interesa za lokalnu samoupravu;
 - 19) daje saglasnost na upotrebu imena, grba i drugog obeležja opštine;
 - 20) obavlja i druge poslove utvrđene zakonom i statutom.

odluka o emitovanju municipalnih obveznica se usvaja na opštinskom odnosno gradskom veću, a na predlog opštinske odnosno gradske uprave. Nakon formalnog usvajanja predloga, isti se daje na usvajanje skupštini opštine odnosno grada, kao jedinoj nadležnoj za formalno prihvatanje odluke o emitovanju municipalnih obveznica. Kroz javnu raspravu izabranih predstavnika opštine ili grada, skupština razmatra činjenice o iznetom predlogu, upoznaje građane o predlogu, i nakon skupštinskog zasedanja, predlog usvaja ili ga odbacuje. Ukoliko predlog prođe skupštinsku proceduru i bude usvojen, on postaje pravno merodavan akt na osnovu kog opština ili grad može formalno otpočeti proceduru emitovanja municipalnih obveznica. Smatramo da je zakonodavac primereno predvideo da se o ovom pitanju vodi najšira moguća rasprava (kroz debatu u skupštini), obzirom da se time omogućava upoznavanje javnosti sa postojećim predlogom. Imajući u vidu da je skupština predstavničko telo građana reprezentovano radom izabranih predstavnika, smatra se da ovako usvojena odluka o javnom zaduženju opštine ili grada ima podršku građana sa tih teritorija. Stoga nije neophodno da se raspisuje lokalni referendum (ovaj vid odluke nije stran u uporednom zakonodavstvu)⁸⁵, jer se kroz raspravu izabranih predstavnika građana u skupštini daje legitimitet takvoj odluci. Kada je u pitanju legalitet, on je jasno i nedvosmisleno preciziran u odredbama Zakona o lokalnoj samoupravi.

1.3. Zakon o finansiranju lokalne samouprave

Ustavom je predviđeno da sva pitanja od značaja u vezi sa načinima finansiranja jedinica lokalne samouprave budu definisana posebnim zakonom. Intencija zakonodavca je bila da razdvoji statusni deo koji se odnosi na jedinice lokalne samouprave (Zakon o lokalnoj samoupravi), od načina finansiranja ovih opština i gradova. To je, ujedno, i razlog postojanja dva zakona koja se bave pitanjem pravnog i ekonomskog uređenja opština i gradova. Način finansiranja jedinica lokalne samouprave je regulisan Zakonom o finansiranju lokalne

⁸⁵ Worlington, J.(2010): *Municipal bonds – Comparative Analysis*, European economic researche.

samouprave⁸⁶. Kako je predmet istraživanja ovog rada vezan za oblik finansiranja opština i gradova, smatramo neophodnim da se ovaj pravni akt analizira i da se posebno identifikuju odredbe ovog zakona koje su od značaja u odnosu na pravac istraživanja. Iako, naizgled sam naziv zakona ukazuje da je on najznačajniji pravni okvir postupka regulisanja zaduženja jedinica lokalne samouprave, odredbe ovog zakona su opšteg karaktera i sa dosta upućivanja na druge propise, odnosno pravne akte (zakone, pravilnike i slično). Osnovni cilj zakonodavca prilikom donošenja ovog zakona je normativno uređenje obezbeđivanja sredstava opštinama, gradovima i Gradu Beograd, a u cilju obavljanja izvornih i poverenih poslova koji su im dati u nadležnost. Ovo je krovni zakon u pogledu regulisanja finansiranja opština i gradova. Shodno tome, a u vezi sa finansiranjem ovih jedinica, primenjuju se još i Zakon o javnom dugu, Zakon o budžetskom sistemu i Zakon o tržištu kapitala. Odredbama sadržanim u navedenim zakonima, bliže se uređuju načini zaduženja opština i gradova, za razliku od Zakona o finansiranju lokalne samouprave koji sadrži neznatan broj odredbi koje su od značaja za ovo istraživanje.

Zakonom je definisano da postoje dve vrste prihoda koje jedinice lokalne samouprave mogu da ostvare, i to: *izvorni prihodi i prihodi od ostalih nivoa vlasti*. Ono što privlači pažnju je terminološka nedoslednost zakonodavca. Naime, u drugom delu ovog zakona, upotrebljava se termin «primanja jedinica lokalne samouprave». Upotreba ovog termina nije pravilna, jer nije ekvivalentna terminologiji koja je upotrebljena u Zakonu o budžetskom sistemu. Termin «primanja» nije adekvatan po samoj prirodi svog značenja, dok nasuprot tome Zakon o budžetskom sistemu koristi termin prihodi. Smatramo da bi zakonodavac trebao da preformuliše ovaj pravni pojam, tako da zakonski opis glasi «prihodi jedinica lokalne samouprave». Ukoliko i postoje određena primanja, onda bi ona mogla biti zavedena pod zakonski opis, ali nikako ne bi smela biti definisana na način na koji je to zakonodavac sada učinio. Da bi adekvatnije razumeli intenciju zakonodavca, odnosno razloge zbog kojih je drugi deo ovog zakona terminološki definisao na taj način, navešćemo odredbu člana 5. ovog zakona, koja se i

⁸⁶ Zakon o finansiranju lokalne samouprave ("Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 47/2011, 93/2012, 99/2013 - usklađeni din. izn., 125/2014 - usklađeni din. izn. i 95/2015 - usklađeni din. izn.)

posledično tiče predmeta istraživanja disertacije. Članom 5. ovog zakona definisano je da «sredstva budžeta jedinica lokalne samouprave obezbeđuju se iz izvornih i ustupljenih prihoda, transfera, primanja po osnovu zaduženja i drugih prihoda i primanja utvrđenih ovim zakonom». Analizom zakonskog opisa ovog člana, uočavamo da je zakonodavac uistinu napravio grešku kada je u drugom delu zakona formulisao naziv «primanja jedinica lokalne samouprave». Ovu argumentaciju baziramo na činjenici da u okviru opisa pojma sredstava u budžetu jedinica lokalne samouprave, zakonodavac prvo upotrebljava termin «izvorni i ustupljeni prihodi», pa tek onda «primanja po osnovu zaduženja». Pored toga, sasvim je evidentno da postoje najmanje dve vrste definisanih prihoda – izvorni i ustupljeni, dok se u kontekstu primanja spominje samo zaduživanje, bez precizno definisanih oblika zaduživanja. Analogno tome, ukoliko bi sagledali budžet jedne opštine ili grada, stavke u budžetu su najvećim delom klasifikovane kao određene vrste prihoda, dok su primanja po osnovu zaduženja ili drugih oblika zaduženja utvrđenih zakonom, kvantitativno znatno manji. Iz navedenog proizilazi da su prihodi važniji izvor finansiranja jedinica lokalne samouprave u odnosu na primanja, pa je shodno tome zakonodavac trebao da ispoštuje tu činjenicu prilikom definisanja naziva drugog dela ovog zakona.

Ne želeći da ulazimo u druge aspekte ovog zakona, možemo zaključiti da je zakonodavac predvideo da jedan od načina obezbeđivanja sredstava u budžetu opština i gradova budu primanja po osnovu zaduženja. Stoga, emitovanje municipalnih obveznica jeste predviđeno kao način obezbeđivanja potrebnih sredstava u budžet opštine ili grada. Ono što je zakonodavac izostavio da definiše ovim zakonom, jesu taksativno navedeni osnovi zaduženja iz kojih proističu primanja u budžet jedinice lokalne samouprave. Zakonodavac je ove odredbe ostavio kao pogodne za ekstenzivno tumačenje, stoga je naš stav da svako primanje nastalo po osnovu zaduženja jeste u skladu sa Zakonom o finansiranju lokalne samouprave, pa analogno tome i zaduženje po osnovu emitovanja municipalnih obveznica. Smatramo da nema potrebe detaljnije analizirati ovaj zakon, jer sa stanovišta potreba istraživanja, kao normativni izvori su mnogo značajniji Zakon o javnom dugu i Zakon o budžetskom sistemu. Osnovne odredbe Zakona o finansiranju lokalne samouprave koje su od značaja za ovo istraživanje, navedene

su i analizirane. Ostale odredbe, iako značajne u kontekstu finansiranja lokalne samouprave, nisu od posebnog naučnog interesa za ovo istraživanje.

1.4. Zakon o budžetskom sistemu

U prethodnom delu rada, analiziran je osnov zaduživanja jedinice lokalne samouprave. Međutim, sasvim je očigledno da analiza prethodna dva zakona samo u određenoj meri pruža odgovore na pitanja u vezi sa kompletnim normativnim okvirom postupka regulisanja izdavanja municipalnih obveznica. Zato, Zakon o budžetskom sistemu⁸⁷ jeste pravni akt od izuzetnog značaja u kontekstu istraživanja. Možemo sasvim legitimno tvrditi da, ukoliko govorimo o zaduženju jedinica lokalne samouprave, ovaj pravni akt je izuzetno relevantan s aspekta pravnog izvora, s obzirom da su jedinice lokalne samouprave korisnici budžetskih sredstava. Svi prihodi i primanja, kao i rashodi i troškovi moraju biti klasifikovani u skladu sa odredbama ovog zakona i uvršteni u budžet opštine odnosno grada. Predmet ovog zakona jeste planiranje, priprema, donošenje i izvršenje budžeta R. Srbije, autonomne pokrajine i jedinica lokalne samouprave (budžet lokalne vlasti)⁸⁸. Sam zakon je relativno obiman, sa preko 100 članova, i pored opštih odredbi sadrži i odredbe koje se odnose na javne prihode i primanja, odnosno javne rashode i izdatke, pripremu i donošenje budžeta i fiskalnog plana, izvršenje budžeta, budžetsko računovodstvo i izveštavanje, interna finansijska kontrola u javnom sektoru, budžetska inspekcija, eksterna revizija, fiskalni savet, trezor, kao i

⁸⁷ Zakon o budžetskom sistemu ("Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015)

⁸⁸ Član 1. Zakon o budžetskom sistemu ("Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015)

Ovim zakonom uređuje se: planiranje, priprema, donošenje i izvršenje budžeta Republike Srbije; planiranje, priprema, donošenje i izvršenje budžeta autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave (u daljem tekstu: budžet lokalne vlasti); priprema i donošenje finansijskih planova Republičkog fonda za penzijsko i invalidsko osiguranje, Republičkog fonda za zdravstveno osiguranje, Fonda za socijalno osiguranje vojnih osiguranika i Nacionalne službe za zapošljavanje (u daljem tekstu: organizacije za obavezno socijalno osiguranje); budžetsko računovodstvo i izveštavanje, finansijsko upravljanje, kontrola i revizija korisnika javnih sredstava i budžeta Republike Srbije, budžeta lokalne vlasti i finansijskih planova organizacija za obavezno socijalno osiguranje; nadležnost i organizacija Uprave za trezor, kao organa uprave u sastavu Ministarstva finansija (u daljem tekstu: Uprava za trezor) i trezora lokalne vlasti; druga pitanja od značaja za funkcionisanje budžetskog sistema.

kaznene odredbe. Cilj ovog zakona jeste da se utvrde fiskalni principi, pravila i procedure na osnovu kojih se ustanovljava fiskalni okvir za obezbedjenje dugoročne održivosti fiskalne politike. *Sa stanovišta interesa ovog istraživanja, relevantne su odredbe ovog zakona kojima se definišu sledeći pojmovi: odluka o budžetu, javna sredstva, primanja države, kapitalni projekti, budžet, zaduživanje i državna garancija.* Smatramo da su odredbe ovog zakona koje definišu prethodno navedene pojmove, od posrednog ili neposrednog značaja u vezi sa emitovanjem municipalnih obveznica. Zato je fokus istraživanja isključivo usmeren na navedene pojmove koji su definisani ovim zakonom. Za svaki od pomenutih pojmova ćemo izvesti zakonsku definiciju, i u skladu sa potrebama istraživanja, izvršiti tumačenje svih relevantnih odredbi ovog zakona.

Zakon definiše **pojam budžeta** upotrebom terminološke formulacije koja se jednako odnosi na budžet R. Srbije, autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave.⁸⁹ Prema zakonskoj definiciji, budžet je prikazan kao sveukupni plan prihoda i primanja odnosno rashoda i izdataka. Sve jedinice lokalne samouprave moraju celokupno svoje finansiranje tj. sve prihode i primanja, odnosno rashode i izdatke, da uvrste u ovaj pravni akt. Budžet se uvek donosi unapred, za period od godinu dana, i uvek na kraju tekuće godine za sledeću kalendarsku godinu. U njemu su klasifikovani svi planirani prihodi i primanja, kao i rashodi i izdaci. Budžet je najvažniji pravni akt kojim se na zakonit način uređuje ekonomsko funkcionisanje opštine odnosno grada. Važnost ovog pravnog akta ogleda se u činjenici da se budžet R. Srbije uvek donosi u formi zakona, dok se budžeti jedinica lokalnih samouprava donose u formi odluke o budžetu⁹⁰. Imajući u vidu da svi prihodi odnosno primanja moraju biti taksativno navedeni u budžetu opštine

⁸⁹ Član 2. st. 23. Zakon o budžetskom sistemu (*"Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015*)

Budžet je sveobuhvatan plan prihoda i primanja i plan rashoda i izdataka, organizovan u dva odvojena računa: a) račun prihoda i primanja ostvarenih po osnovu prodaje nefinansijske imovine i rashoda i izdataka za nabavku nefinansijske imovine i b) račun finansiranja; budžet je osnovni dokument ekonomske politike Vlade.

⁹⁰ Član 2. st. 2. Zakon o budžetskom sistemu (*"Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015*)

Odluka o budžetu jeste odluka kojom se procenjuju prihodi i primanja, te utvrđuju rashodi i izdaci za jednu ili tri godine (kapitalni izdaci iskazuju se za tri godine), a donosi ga skupština autonomne pokrajine, odnosno skupština opštine, odnosno grada ili grada Beograda (u daljem tekstu: skupština lokalne vlasti); sadrži i odredbe bitne za izvršenje te odluke; u slučaju kad se budžet donosi za tri godine prihodi i primanja, rashodi i izdaci iskazuju se za svaku godinu posebno.

odnosno grada, analizom ove zakonske odredbe dolazi se do jedinog validnog tumačenja, a to je da svako primanje koje nastane po osnovu emitovanih municipalnih obveznica, kao i izdaci koji se javljaju kao posledica obaveze nastale po osnovu emitovanih municipalnih obveznica, moraju biti klasifikovani u budžetu.

Zakon daje definiciju **javnih sredstava**⁹¹. Zakonska definicija javnih sredstava nedvosmisleno ukazuje na sredstva koja stoje na raspolaganju organima lokalnih vlasti. Ovo pitanje je važno, kada je reč o pravnoj prirodi novčanih sredstava prikupljenih posredstvom emisije municipalnih obveznica. Shodno definisanom zakonskom opisu, prikupljena novčana sredstva po ovom osnovu imaju karakter javnih sredstava koja su na raspolaganju i pod kontrolom lokalne vlasti, odnosno opština i gradova kao emitenata obveznica. Samim tim, način trošenja ovih sredstava je preciziran zakonom, i podleže svakoj kontroli trošenja tako prikupljenih sredstava.

Posebno značajna odredba Zakona o budžetskom sistemu, jeste ona koja sadrži zakonsku definiciju **primanja države**⁹². Iako zakonodavac koristi termin primanja države, sasvim je jasno da se pod tim terminom podrazumevaju i primanja opština odnosno gradova kao jedinica lokalne samouprave. Prilikom analize zakonske definicije budžeta, naveli smo da gradovi, odnosno opštine ostvaruje prihode i primanja. Upravo definisanjem pojma - primanja države, preciznije se identifikuje da li su sredstva dobijena po osnovu emitovanih municipalnih obveznica, prihodi ili primanja opštine odnosno grada. Formulisanjem zakonske definicije pojma primanje države, sasvim je jasno da su sredstva dobijena emitovanjem ovih obveznica primanja, a ne prihodi opštine odnosno grada. Ovo pitanje je izuzetno važno, jer se dobijena novčana sredstva po ovom osnovu moraju klasifikovati u okviru budžeta opštine odnosno grada. Stoga, organi nadležni u postupku donošenja budžeta, moraju znati kako da klasifikuju ovako prikupljena novčana sredstva. Zakonodavac je u ovom slučaju veoma

⁹¹ Član 2. st. 4. Zakon o budžetskom sistemu ("Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015) **Javna sredstva** su sredstva na raspolaganju i pod kontrolom Republike Srbije, lokalne vlasti i organizacija za obavezno socijalno osiguranje

⁹² Član 2. st. 19. Zakon o budžetskom sistemu ("Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015) **Primanja države** su sredstva koja država ostvaruje prodajom nefinansijske i finansijske imovine i zaduživanjem.

precizan, ali istovremeno ostavlja i dovoljno prostora, da se pod zaduženje kao primanje podvedu različiti modaliteti zaduženja. Kao što smo u radu već naglasili, emitovanje municipalnih obveznica predstavlja jedan od načina zaduženja na finansijskom tržištu.

Primanja klasifikovana u sklopu budžeta kao rezultat emitovanja municipalnih obveznica, moraju biti utrošena na projekte od značaja za jedinicu lokalne samouprave. Prilikom definisanja pojma municipalnih obveznica, ukazali smo na određene specifičnosti ovog vida zaduživanja. Jedna od bitnijih karakteristika municipalnih obveznica jeste osnov zaduženja, tj. namena sredstava prikupljenih emisijom obveznica. Iako postoje izuzeci, municipalne obveznice se emituju radi finansiranja infrastrukturnih odnosno kapitalnih projekata od lokalnog interesa za opštinu odnosno grad. U sklopu Zakona o budžetskom sistemu, postoji zakonska definicija pojma kapitalni projekti⁹³ koja bliže određuje šta se pod ovim projektima podrazumeva. Saglasno ovoj definiciji, možemo zaključiti da su u pitanju materijalna ulaganja od javnog interesa, sa ciljem izgradnje i kapitalnog održavanja zgrada i građevinskih objekata. Po našem mišljenju, zakonodavac je relativno uopšteno definisao pojam kapitalnih projekata, i ostavio na tumačenje pitanje, da li se određeni finansirani projekti mogu smatrati kapitalnim u odnosu na zakonsku definiciju istog. Ono što želimo apostrofirati je, da ovako širok pristup definisanju pojma kapitalnog projekta ostavlja dosta prostora za ekstenzivno tumačenje date norme, što u praksi može dovesti do određenih zloupotreba. Naime, ukoliko se municipalne obveznice emituju radi realizacije kapitalnog projekta na teritoriji jedne opštine odnosno grada, predloženi projekat za finansiranje bi morao biti podveden pod zakonsku definiciju koja je sadržana u Zakonu o budžetskom sistemu. Uzimajući u obzir kritiku u pogledu definisanja pojma kapitalnog projekta, javlja se određeni prostor za zloupotrebe u pogledu kvalifikovanja jednog projekta kao kapitalnog, na osnovu

⁹³ Član 2. st.21a. 21a) Zakon o budžetskom sistemu (*"Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015*)

Kapitalni projekti su projekti izgradnje i kapitalnog održavanja zgrada i građevinskih objekata infrastrukture od interesa za Republiku Srbiju, odnosno lokalnu vlast, uključujući usluge projektnog planiranja koje su sastavni deo projekta, obezbeđivanje zemljišta za izgradnju, kao i projekti koji podrazumevaju ulaganja u opremu, mašine i drugu nefinansijsku imovinu, a u funkciji su javnog interesa

odredbe spomenutog zakona. Krajnja posledica može biti finansiranje određenog projekta putem javnog zaduženja, odnosno emitovanjem municipalnih obveznica, koji po svojoj prirodi ne bi mogao da se smatra kapitalnim projektom. Drugim rečima, ovakvim zakonskim opisom kapitalnog projekta, koji je relativno opšte definisan i nekonkretizovan, ostavlja se mogućnost opštini ili gradu da se pod velom «kapitalnog projekta» zaduži za realizaciju projekta koji po svojoj prirodi i karakteru nije od kapitalnog značaja za emitenta. Smatramo da je zakonodavac morao preciznije da definiše pojam kapitalnih projekata, pružanjem jasnijeg i šireg opisa. Iako bi ova definicija bila znatno obimnija i složenija, u praksi bi jasno determinisala granicu između onog šta kapitalni projekat jeste i onog što nije. Kao posledica nedovoljno precizno definisane zakonske norme, javlja se određeni prostor za potencijalne zloupotrebe koje bi mogle biti rezultat finansiranja projekata koji nemaju karakter kapitalnih, ali ih opština ili grad podvodi pod taj pojam. Ipak, ne treba zanemariti ni pozitivan aspekt zakonske definicije kapitalnih projekata, kojim se ističe da kapitalni projekti mogu biti projekti od interesa kako za Republiku Srbiju, tako i za lokalnu vlast.

Jedina primedba koju možemo uputiti zakonodavcu, jeste nedoslednost u pogledu upotrebe terminologije kojom se označavaju jedinice lokalne samouprave. Naime, pojam jedinice lokalne samouprave, definisan je Ustavom i Zakonom o lokalnoj samoupravi. Ni u jednom od ovih propisa se ne koristi termin lokalna vlast, pa nam je stoga nelogično zašto se zakonodavac opredelio da upotrebi navedenu terminologiju. Smatramo da bi zakonski opis kapitalnih projekata trebao da glasi «projekti od interesa za Republiku Srbiju, odnosno jedinice lokalne samouprave». Na ovaj način, terminološki bi se uskladile odredbe ovog zakona sa drugim propisima istog ili višeg ranga.

Emitovanjem municipalnih obveznica, jedinice lokalne samouprave se zadužuju na finansijskom tržištu. Da bi se zadužile, opštine i gradovi moraju imati pravni osnov u pozitivnopravnim propisima, kojima se definišu pojam i načini zaduženja, ograničenja i druga bitna obeležja. Zakonodavac je predvideo da u osnovi postoje dva oblika zaduženja⁹⁴, i to zaduženje putem ugovaranja kredita i

⁹⁴ Član 2. st. 34. Zakon o budžetskom sistemu ("Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015)

izdavanjem hartija od vrednosti. Zaduženje po osnovu kredita predstavlja ugovorni tj. obligacioni odnos između opštine odnosno grada i finansijske institucije ovlašćene da daje kredite. Drugi oblik zaduženja, nama mnogo interesantniji, jeste zaduženje nastalo po osnovu izdavanja hartija od vrednosti. Prethodno smo utvrdili da su municipalne obveznice dužničke hartije od vrednosti koje emituju jedinice lokalne samouprave. Analogno tome, u normativnom sistemu R. Srbije nedvosmisleno postoji pravni osnov koji omogućava pravo zaduženja po osnovu emitovanja hartija od vrednosti. Zakonodavac nije želeo da konkretizuje koje sve hartije od vrednosti mogu biti osnov zaduženja, što je sasvim razumljivo, s obzirom na jasne distinkcije između različitih hartija od vrednosti i njihovih realnih ograničenja. Zakonska definicija zaduženja ne zalazi u domen pitanja ko se može pojaviti kao subjekt zaduženja (Republika Srbija, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave), iz čega proističe i naše tumačenje da se ova odredba jednako primenjuje na sve nivoe vlasti.

Pored zakonskog definisanja pojma zaduženja, Zakon o budžetskom sistemu na detaljniji način uređuje fiskalna pravila u vezi sa obimom i načinima zaduženja jedinica lokalne samouprave. Odredbama ovog zakona definisani su prihodi odnosno primanja jedinica lokalne samouprave⁹⁵, gde je pod tačkom 7.5.

Zaduživanje predstavlja ugovaranje kredita, odnosno izdavanje hartija od vrednosti, u skladu sa posebnim zakonom

⁹⁵ Član 25. Zakon o budžetskom sistemu ("Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015) Za finansiranje nadležnosti jedinice lokalne samouprave, budžetu jedinice lokalne samouprave pripadaju javni prihodi i primanja, i to: 1) porezi u delu utvrđenom zakonom:(1) porez na dohodak građana;(2) porez na imovinu;(3) porez na nasleđe i poklon;(4) porez na prenos apsolutnih prava;(5) drugi porez, u skladu sa posebnim zakonom;2) takse:(1) lokalne administrativne takse;(2) lokalne komunalne takse;(3) boravišna taksa;3) naknade u skladu sa zakonom;4) samodoprinos;5) donacije i transferi;6) prihodi nastali upotrebom javnih sredstava:(1) prihodi od kamata;(2) prihodi od davanja u zakup, odnosno na korišćenje nepokretnosti i pokretnih stvari u svojini Republike Srbije, koje koristi jedinica lokalne samouprave, odnosno organi, organizacije i službe jedinice lokalne samouprave i indirektni korisnici njenog budžeta;(3) prihodi od davanja u zakup, odnosno na korišćenje nepokretnosti i pokretnih stvari u svojini jedinice lokalne samouprave, u skladu sa zakonom;(4) prihodi nastali prodajom usluga korisnika sredstava budžeta jedinice lokalne samouprave čije je pružanje ugovoreno sa fizičkim i pravnim licima na osnovu njihove slobodne volje;(5) prihodi od novčanih kazni izrečenih u prekršajnom postupku za prekršaje propisane aktom skupštine jedinice lokalne samouprave i oduzeta imovinska korist u tom postupku;(6) prihodi od koncesione naknade u skladu sa zakonom.7) primanja:(1) primanja od prodaje nepokretnosti u svojini jedinice lokalne samouprave; (2) primanja od prodaje pokretnih stvari u svojini Republike Srbije koje koriste organi, organizacije i službe jedinice lokalne samouprave;(3) primanja od prodaje pokretnih stvari u svojini jedinice lokalne samouprave koje

predviđeno da se za finansiranje nadležnosti jedinice lokalne samouprave, u okviru budžeta mogu koristiti i primanja po osnovu zaduženja. Ipak, posebno značajne odredbe, u kontekstu zaduženja, su one koje se odnose na fiskalna pravila sadržana u članu 27.ž Zakona o budžetskom sistemu. Naime, Zakon o budžetskom sistemu definiše veoma jasne zakonske odredbe u pogledu fiskalne politike zaduženja jedinica lokalne samouprave. Ovim članom zakona obuhvaćeni su i određeni razlozi nastanka fiskalnog deficita, pravna priroda takvog deficita, maksimalni iznos deficita u jednoj godini, kao i način odobrenja zahteva koji se od strane jedinice lokalne samouprave prosleđuje nadležnom ministarstvu⁹⁶. Smatramo da je, sa stanovišta istraživanja, neophodno ukazati na ovu odredbu zakona i donekle pojasniti njenu ulogu i značaj u odnosu na emitovanje municipalnih obveznica. Prvo, emitovanje municipalnih obveznica se vezuje za realizaciju kapitalnih projekata od javnog interesa za opštinu ili grad, što je u radu prethodno i analizirano. Zakonodavac u ovoj odredbi zakona određuje da fiskalni deficit može nastati isključivo kao rezultat javnih investicija. Ako uzmemo u obzir prethodno analiziranu definiciju kapitalnih investicija, sasvim je jasno da su kapitalne investicije pre svega javne investicije jer ih realizuje državna vlast na lokalnom nivou, tj. opštine i gradovi. Sa tim u vezi, opštini ili gradu se zakonski omogućava da probije granicu budžeta u pogledu ravnoteže prihoda i rashoda, i da se po

koriste organi, organizacije i službe jedinice lokalne samouprave:(4) primanja od prodaje robnih rezervi;(4a) primanja od prodaje dragocenosti;(4b) primanja od prodaje prirodne imovine;(5) primanja od zaduživanja;(6) primanja od prodaje finansijske imovine.

⁹⁶ Član 27.ž Zakon o budžetskom sistemu (*"Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015*) Fiskalni deficit lokalne vlasti može nastati samo kao rezultat javnih investicija. Fiskalni deficit lokalne vlasti je sastavni deo konsolidovanog deficita opšte države. Fiskalni deficit lokalne vlasti u određenoj godini ne može biti veći od 10% njenih prihoda u toj godini. Izvršni organ lokalne vlasti može da podnese zahtev Ministarstvu za odobrenje fiskalnog deficita iznad navedenog iznosa samo ukoliko je ono rezultat realizacije javnih investicija. Zahtev za prekoračenjem se podnosi Ministarstvu najkasnije do 1. maja tekuće godine, za narednu budžetsku godinu. Zahtev za prekoračenja treba da sadrži detaljno obrazloženje opravdanosti investicija zbog kojih nastaje prekoračenje, analizu dugoročne održivosti duga lokalne vlasti, kao i druge informacije koje zahteva Ministarstvo. Ministarstvo je dužno da najkasnije do 30. juna lokalnoj vlasti odgovori na zahtev uz odgovarajuće obrazloženje. Pri odobravanju prekoračenja Ministarstvo će voditi računa kako o opravdanosti zahteva, tako i o mogućnosti da se zahtev uklopi u planirani deficit konsolidovanog sektora države za narednu godinu. Ukoliko lokalna vlast prekorači limit za deficit u određenoj godini, bez odobrenja Ministarstva, ministar obustavlja prenos transfernih sredstava iz budžeta Republike Srbije, odnosno pripadajući deo poreza na zarade i poreza na dobit preduzeća u narednoj budžetskoj godini za iznos prekoračenja.

osnovu emitovanih municipalnih obveznica zaduži, ukoliko je reč o projektima od javnog interesa. Ova odredba omogućava opštinama i gradovima, da predvide fiskalni deficit unutar jedne budžetske godine, i da za to imaju pravni osnov. Takođe, država omogućava odstupanje od fiskalne discipline i daje pravo opštini odnosno gradu da se zaduži iznad svojih prihoda⁹⁷. Na taj način, omogućava se razvoj opštine ili grada koji je neostvariv bez javnih ulaganja, odnosno projekata od javnog značaja. Da bi ipak u određenoj meri održala fiskalnu disciplinu opština i gradova, država je odredbom ovog zakona ograničila iznos fiskalnog deficita, i to na način da prihod opštine ili grada ne može biti veći od 10% u protekloj godini. Međutim, već u sledećem članu, zakonodavac pravi izuzetak od prethodno definisanog kriterijuma, i ostavlja mogućnost zaduženja i preko ovog procenta, ali samo uz prethodno dobijenu saglasnost resornog ministarstva finansija. Ovde ponovo možemo uočiti prirodu zakona koja teži arbitrarnom delovanju u pojedinim situacijama. Tako, zakon jasno precizira granicu fiskalnog deficita od 10%, a ostavlja kao moguće i zaduženje iznad tog procenta uz dozvolu resornog ministarstva. U praksi, opštine ili gradovi koji imaju dobru komunikaciju sa centralnom vlašću, imaju i mogućnost kreiranja većeg fiskalnog deficita u odnosu na deficit predviđen zakonom, dok opštine koje nemaju takav vid komunikacije (česta praksa u Srbiji jeste različita politička vlast u opštinama i gradovima u odnosu na centralnu vlast), mogu ostati uskraćene za ovu priliku. Time se u korist dinamike progresa mogu favorizovati određene opštine, gradovi, pa čak i okruzi, jer kroz zakonsko ograničenje fiskalnog deficita sasvim je jasno da se ograničava i obim javnih investicija, što može dovesti u neravnopravan položaj opštine i gradove. Mišljenja smo da zakonodavac nije trebao da predvidi izuzetak od definisanog iznosa fiskalnog deficita od 10%. Ovu tvrdnju možemo dodatno pokrepići činjenicom, da je iznos od 10% fiskalnog deficita direktno vezan za ostvarene prihode opština odnosno gradova u prethodnoj godini. Posledica takvog rešenja doprinosi većem obimu javnih investicija u razvijenim opštinama i gradovima, jer po prirodi one generišu veće prihode u odnosu na one manje razvijene. Time se stvara još veći jaz između razvijenih i nerazvijenih opština ili

⁹⁷ Fiskalni deficit jeste manjak novčanih sredstava u budžetu, tj. budžetska neravnoteža na rashodnoj strani, koja je veća od prihodne

gradova u Srbiji. Celishodnije bi bilo da je zakonodavac predvideo veći stepen fiskalnog deficita, koji bi bio jednak za sve jedinice lokalne samouprave. Posebno je trebalo predvideti i mehanizme koji bi omogućili lakši i brži razvoj najmanje razvijenih opština odnosno gradova, i to prilagođavanjem fiskalnih pravila razvojnim kapacitetima takvih subjekata. Važnost odredbe koja je prethodno analizirana, ogleda se u činjenici da emitovanjem municipalnih obveznica nastaje zaduženje koje ima karakter javnog duga. Pored toga, projekti koji se finansiraju sredstvima od emitovanih municipalnih obveznica imaju karakter javnih kapitalnih projekata. Tako da opštine ili gradovi, prilikom emitovanja ovih obveznica, imaju na umu činjenicu da mogu da naprave fiskalni deficit od 10% u odnosu na prihode u toj godini, što utiče na način planiranja i izvršenja budžeta ovih subjekata. Fiskalni deficit koji ostvare jedinice lokalne samouprave, deo je opšteg konsolidovanog deficita države. Samim tim, država ima interes da ograniči iznos fiskalnog deficita na lokalnom nivou, jer se on preliva u ukupni fiskalni deficit države. Na osnovu ove odredbe zakona, možemo da uočimo da je država propisala, tj. predvidela izvesne mere prema opštinama i gradovima koji su prekoračili dozvoljeni fiskalni deficit. Ukoliko je prekoračenje fiskalnog deficita neodobreno, po nalogu resornog ministarstva obustaviće se prenos transfernih sredstava iz budžeta R. Srbije. Na taj način, država preventivno deluje na opštine i gradove da se pridržavaju propisanog iznosa fiskalnog deficita i predviđa mere koje, ukoliko se primene, mogu znatno otežati svakodnevno funkcionisanje opštine odnosno grada. Stoga je u najboljem interesu jedinica lokalne samouprave, da zakonski određen iznos fiskalnog deficita bude u granicama propisanog. Naravno, zakonodavac je predvideo da, usled vanrednih okolnosti, može doći do odstupanja od fiskalnih pravila.⁹⁸Iako se ova odredba zakona, koja predviđa da usled prirodnih katastrofa i eksternih šokova koji utiču na ugrožavanje zdravlja ljudi, nacionalnu bezbednost i

⁹⁸ Član 27z. Zakon o budžetskom sistemu (*"Sl. glasnik RS"*, br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015) Vlada može samo izuzetno i privremeno da odstupa od fiskalnih principa i pravila utvrđenih ovim zakonom, i to u slučajevima prirodnih katastrofa i eksternih šokova koji utiču na ugrožavanje zdravlja ljudi, nacionalne bezbednosti i pad privredne aktivnosti, o čemu donosi odluku. Vlada je dužna da podnese Narodnoj skupštini izveštaj u kome će jasno navesti: 1) razloge za odstupanje od fiskalnih principa ili pravila; 2) mere koje Vlada namerava da preduzme da bi ponovo poštovala fiskalne principe ili pravila; 3) vremenski period u kome Vlada očekuje da će početi ponovo da se pridržava fiskalnih principa ili pravila.

pad privredne aktivnosti, odnosi na Vladu R. Srbiju, smatramo da se primena ove odredbe može jednako odnositi i na jedinice lokalne samouprave. Ovo jeste ekstenzivno tumačenje ove odredbe, ali ne vidimo zašto se ona ne bi odnosila i na jedinice lokalne samouprave, naročito kada uzmemo u obzir faktor prirodnih katastrofa koje iako pogađaju R. Srbiju, suštinski svoje negativne efekte manifestuju na ograničenom lokalitetu određene opštine ili grada.

Kada govorimo o zaduženju jedinica lokalne samouprave, važna odredba jeste i utvrđivanje ukupnog suficita odnosno deficita u budžetu opštine ili grada⁹⁹. U prethodnom delu izlaganja smo se dotakli maksimalnog iznosa fiskalnog deficita u okviru budžeta jedinice lokalne samouprave. Ukazali smo na značaj ove odredbe u kontekstu emitovanja municipalnih obveznica, kao jednog od načina zaduženja. Shodno tome, ukupni fiskalni deficit predstavlja deo ukupnog deficita budžeta jedinice lokalne samouprave. Prvo, moramo naglasiti da budžet jedinice lokalne samouprave može biti u suficitu odnosno deficitu¹⁰⁰. Budući da se ova odredba zakona odnosi na budžet R. Srbije ali i na budžete jedinica lokalne samouprave, bavićemo se samo onim odredbama koje su od značaja za budžete jedinica lokalne samouprave. Zakonodavac je ostavio prostor jedinicama lokalne samouprave da utvrde iznos fiskalnog deficita u okviru budžeta, kroz usvajanje Odluke o budžetu jedinice lokalne samouprave. Ipak, opštine i gradovi moraju voditi računa da konsolidovani budžet države, u kojem su i budžeti jedinica lokalne samouprave, budu u saglasnosti sa fiskalnom strategijom¹⁰¹.

⁹⁹ Član 30. Zakon o budžetskom sistemu (*"Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015*) Iznos ukupnog fiskalnog suficita i način njegovog raspoređivanja utvrđuje se zakonom o budžetu Republike Srbije, odnosno odlukom o budžetu lokalne vlasti. Iznos ukupnog fiskalnog deficita i način njegovog finansiranja utvrđuje se zakonom o budžetu Republike Srbije, odnosno odlukom o budžetu lokalne vlasti. Konsolidovani budžet opšte države i ukupni fiskalni suficit, odnosno ukupni fiskalni deficit opšte države utvrđuje se u Fiskalnoj strategiji

¹⁰⁰ Suficit budžeta jeste stanje budžeta u kom su veći planirani prihodi od planiranih rashoda. Deficit budžeta podrazumeva da su planirani rashodi veći od planiranih prihoda.

¹⁰¹ Član 27.v. Zakon o budžetskom sistemu (*"Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015*) Glavni ciljevi Fiskalne strategije su: 1) utvrđivanje kratkoročnih i srednjoročnih ciljeva fiskalne politike Vlade za period od tri uzastopne fiskalne godine, počev od fiskalne godine za koju se Fiskalna strategija podnosi; 2) pružanje detaljnog objašnjenja o usklađenosti navedenih srednjoročnih ciljeva sa fiskalnim principima i pravilima utvrđenim ovim zakonom; 3) procena uticaja fiskalne politike na međugeneracijsku raspodelu dohotka, kao i procena održivosti fiskalne politike.

Opštine odnosno gradovi moraju imati u vidu i određena ograničenja koja su propisana odredbama Zakona o budžetskom sistemu. Tako je definisano da svako uvećanje rashoda i izdataka, mora da sadrži mere za uvećanje prihoda ili umanjenje rashoda i izdataka za isti iznos. Kakva je intencija zakonodavca propisivanjem ove odredbe sa aspekta emitovanja municipalnih obveznica?. Naime, emitovanje municipalnih obveznica predstavlja vid zaduženja, što je do sada adekvatno i obrazloženo. Takođe, definisano je da bi sredstva prikupljena emitovanjem municipalnih obveznica trebala da budu utrošena za finansiranje projekata od javnog interesa za opštinu ili grad, kao i da projekat mora imati karakter kapitalnog. Propisivanjem prethodno navedene odredbe, intencija države bila je da usmeri rashodovanje i zaduživanje po kriterijumima koji će kasnije imati uticaj na ekonomsku benefit opštine odnosno grada. Drugim rečima, država zabranjuje uvećanje rashoda odnosno izdataka koji nisu u funkciji razvoja opštine odnosno grada. Samim tim, uvećani fiskalni deficit mora biti u isključivoj funkciji ekonomskog razvoja jedinica lokalne samouprave. Iz nastavka ove zakonske odredbe jasno proizilazi da, tako nastalo uvećanje rashoda odnosno izdataka mora sadržati mere koje će uticati na povećanje prihoda ili umanjenje rashoda za isti iznos. Na taj način, sredstva koja su dobijena emitovanjem obveznica, u jednom trenutku predstavljaju prihod u budžetu emitenta, ali u narednim godinama (u zavisnosti od vremenskog okvira emitovanja obveznica) ona predstavljaju izdatak koji mora biti vraćen, a kao takav je deo fiskalnog duga koji se klasifikuje u okviru budžeta emitenta. Zato, sredstva dobijena emisijom obveznica moraju biti efektivno i strateški utrošena, kako bi nakon realizacije finansiranog projekta došlo do uvećanja prihoda u budžetu emitenta, kao direktne posledice realizacije tog projekta, ili pak smanjenja rashoda direktnim ulaganjem sredstava od emisije obveznica. Uzmimo za primer da je osnov zaduživanja projekat, koji ima za cilj efektivno upravljanje otpadom u gradu ili opštini. Realizacijom ovog projekta, opština ili grad bi smanjila troškove u vezi sa otpadom, time što bi se izgradio efikasan sistem upravljanja otpadom koji bi pored ekoloških benefita, ostvarivao i ekonomske benefite, naročito u domenu smanjenja budžetskih troškova po ovom osnovu. Ovo je samo jedan od načina na koji bi sredstva dobijena emisijom obveznica mogla biti utrošena, što bi ujedno rezultiralo smanjenjem rashoda u

budžetu emitenta obveznica. Ipak, moramo naglasiti da se prethodno analizirana pravila odnose isključivo na situacije, kada u budžetu opštine odnosno grada postoji fiskalni deficit. Ukoliko postoji suficit, ili pak budžetska ravnoteža rashodne i prihodne strane, onda ova ograničenja nisu pravno relevantna u pogledu emitovanja municipalnih obveznica.

Jedan od bitnih elemenata u vezi sa izdavanjem municipalnih obveznica kao oblika zaduženja opština ili gradova, odnosi se na garancije koje postoje da će sredstva uložena u kupovinu ovih obveznica biti vraćena. Odredbama Zakona o budžetskom sistemu, definisan je pojam državne garancije. Naime, propisano je da država u određenim situacijama može davati garancije, kojima se stavlja u položaj subjekta koji će, ujedno preuzeti i izvršenje obaveze garantovane osnovnim poslom. Državna garancija je instrument osiguranja kojim Republika Srbija garantuje ispunjenje obaveza za koje se garancija daje¹⁰². Iz kog razloga smatramo ovu odredbu relevantnom u pogledu emitovanja municipalnih obveznica? Naime, već smo definisali da je zaduženje jedinice lokalne samouprave deo konsolidovanog duga R. Srbije. Stoga, Republika Srbija je u obavezi da svoja dugovanja vraća na način i dinamikom koja je predviđena zakonom. Ipak, ukoliko su municipalne obveznice izdate sa posebnom garancijom R. Srbije, samim tim je njihova vrednost veća, što može značajno ubrzati isplatu obaveze za koju R. Srbija garantuje pred poveriocima. U slučaju kada je dug po osnovu emitovanja municipalnih obveznica opštine odnosno grada, deo ukupnog duga R. Srbije, onda je dinamika izvršenja obaveza definisana u skladu sa ukupnom dinamikom obaveza države. Ukoliko su municipalne obveznice emitovane od strane opštine ili grada, sa posebno izdatom garancijom R. Srbije, onda je država direktno uključena u ovaj posao, i automatski preuzima obavezu isplate duga nastalog po ovom osnovu. U suštini, reč je o bržem i lakšem načinu plaćanja obaveze nastale po osnovu emitovanih obveznica, u odnosu na one koje su izdate bez garancije R. Srbije. I u jednom i u drugom slučaju, poverioci će biti namireni, ali kod municipalnih obveznica koje su emitovane odnosno osigurane od strane Republike

¹⁰² Član 2. st. 33. Zakon o budžetskom sistemu ("Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015)

Srbije, isplata dospelih obaveza će biti znatno brža. Ovaj faktor može biti od značaja za kupce koji investitoraju u kupovinu municipalnih obveznica.

1.5. Zakon o javnom dugu

Dosadašnja normativna analiza imala je svoje metodološko utemeljenje, bazirano na hijerarhiji pravnih akata (ustav, pa zakoni) i na determinisanju određenih pojmova od značaja u vezi sa emitovanjem municipalnih obveznica. Stoga, morali smo da analiziramo zakone koji se suštinski vrlo malo odnose na sam postupak emitovanja municipalnih obveznica, a više na činjenice od značaja koje prethodno moraju biti definisane i analizirane da bi se uopšte mogli baviti normativnim izvorima prava koji su od neposrednog značaja za emitovanje municipalne obveznice¹⁰³. Ipak, od najvećeg značaja u vezi sa emitovanjem municipalnih obveznica jesu Zakon o javnom dugu¹⁰⁴ i Zakon o tržištu kapitala¹⁰⁵. Prvi, zato što predmet ovog zakona jesu uslovi, načini i postupak zaduženja jedinica lokalne samouprave, a drugi obzirom da je reč o zakonu koji za predmet ima regulisanje tržište kapitala, tržište na kojem se i trguje hartijama od vrednosti, što municipalne obveznice i jesu.

Značaj Zakona o javnom dugu iskazan je na način da su ovim normativnim aktom definisani određeni pojmovi od značaja za emitovanje obveznica, što podrazumeva da se bliže uređuju uslovi i načini zaduženja jedinica lokalne samouprave, davanje garancije od strane Republike Srbije, a samim tim način i postupak upravljanja javnim dugom i vođenje evidencije o istom. Značaj ovog zakona je svakako bitan u kontekstu emitovanja municipalnih obveznica. Kao što smo definisali, ove hartije od vrednosti jesu dužnički papiri koje emituje opština ili grad. Jedna od važnijih odredbi ovog zakona definišu dva pojma koja su od konceptualnog značaja za istraživanje ovog rada. Prvo, Zakon o javnom dugu definiše šta je javni dug. Zakonska definicija duga ukazuje da je to novčana obaveza

¹⁰³ Morali smo determinisati ko može biti emitent obveznica, njegov pravni status, osnov njegovog finansiranja, karakter zaduženja, osnovi zaduženja i čitav niz drugih pitanja koja su prethodno analizirana u ovom poglavlju

¹⁰⁴ Zakon o javnom dugu (Sl. glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)

¹⁰⁵ Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015)

ili obaveza otplaćivanja novčanog zaduženja¹⁰⁶. Za potrebe ovog istraživanja, relevantan nam je drugi deo ove odredbe. Ovaj deo odredbe definiše da otplaćivanje novčanog zaduženja jeste dug po osnovu ovog zakona. Ovo pitanje je naizgled sasvim jednostavno, i možda se po nekima i podrazumeva, ali je jako bitno da se zakonski opredeli šta može biti definisano kao dug. Značaj regulisanja ovog pitanja je jednako važan kako za emitenta obveznica, tako i za njihove kupce. Kupovinom ovih obveznica, subjekti stiču pravnu sigurnost da pravni sistem R. Srbije prepoznaje ovo zaduženje opštine ili grada kao dug. Drugo, zakon definiše i šta sve spada u javni dug¹⁰⁷, pa shodno tome, garancije koje su date jedinicama lokalne samouprave po osnovu zaduženja, imaju karakter javnog duga. Pored toga, definiše se i šta je zakonski opis zaduživanja, i šta predstavljaju garancije koje Republika Srbija daje. S obzirom da emitovanjem municipalnih obveznica nastaje novčano zaduženje, ono mora biti sadržano i definisano u konkretnom pravnom propisu. Upravo članom 2. stav 3. Zakona o javnom dugu, zaduženje se definiše kao uzimanje kredita odnosno zajmova i emitovanje državnih hartija od vrednosti. U pomenutom članu, ali u stavu 4., zakonodavac definiše garanciju kao uslovnu obavezu Republike Srbije da plati dospelu a neizmirenu novčanu obavezu, u slučaju da lokalna vlast, odnosno pravno lice za koje je Republika dala garanciju, ne izvrši plaćanje u roku dospeća. Zakonska definicija garancije nedvosmisleno potvrđuje tezu da emitovanje municipalnih obveznica, uistinu može da predstavlja jedan od najsigurnijih vidova ulaganja kapitala. Ukoliko je emisija ovih obveznica posebno garantovana od strane Republike, onda dolazi do uvećanja već dovoljno visokog stepena sigurnosti ulaganja odnosno povrata uloženog kapitala, uz definisan iznos uvećanja istog. Iako nisu sve emisije obveznica pogodne da budu garantovane od strane Republike Srbije, svakako da zakonski osnov za takvu garanciju postoji, što može biti pogodno, kada je u pitanju izuzetno velika vrednost

¹⁰⁶ Član 2. Zakon o javnom dugu (Sl. glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)

¹⁰⁷Dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi Republika, (2), dug Republike po osnovu hartija od vrednosti (državne hartije od vrednosti), (3) 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, (4) dug Republike koji nastaje po osnovu date garancije Republike (u daljem tekstu: garancija), ili po osnovu neposrednog preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika za isplatu duga po osnovu date garancije, odnosno po osnovu kontragarancije koju daje Republika, (5) dug lokalne vlasti, kao i pravnih lica iz člana 1. ovog zakona za koje je Republika dala garanciju.

emisije municipalnih obveznica, pa se kao garant pojavljuje i Republika. U odeljku sedam Zakona o javnom dugu, propisane su odredbe koje se odnose na zaduženje lokalne vlasti. Ovde ponovo uočavamo nedoslednost zakonodavca prilikom korišćenja termina «lokalna vlast». Ponovo naglašavamo da je u skladu sa Ustavom R. Srbije, kao i Zakonom o lokalnoj samoupravi, definisano da jedinice lokalne samouprave jesu opštine, gradovi i Grad Beograd. Stoga, smatramo nepotrebnim da se za iste upotrebljava termin «lokalna vlast». U odeljku o pitanju zaduživanja jedinica lokalne samouprave, propisane su i odredbe kojima se definiše ovlašćenje za zaduživanje, način zaduživanja, zaduživanje po osnovu finansiranja deficita tekuće likvidnosti i dugoročno zaduženje, kao i način plasiranja sredstava i regresno pravo. U daljem delu rada, analiziraćemo odredbe propisane u odeljku sedam Zakona o javnom dugu. Značaj ovih odredbi je nesumnjivo validan i realan, s obzirom da normativno reguliše spektar pitanja i situacija koje se nameću pred emitentom municipalnih obveznica, tj. opština i gradova. Prvo, zahtev koji se postavlja pred opštinu odnosno grad, koji pritom mora biti normativno ispoštovan, jeste ovlašćenje za zaduživanje. Ovom pitanju je već bila posvećena pažnja u radu, a analizom prethodnog zakona, ukazano je na osnovne zahteve u pogledu inicijalne realizacije emisije municipalnih obveznica. Iz nekog razloga, zakonodavac se ponavlja, tj. istu materiju reguliše putem dva različita zakona. Ipak, ne dolazi do kolizije ova dva akta, jer je suštinski reč o istom načinu regulisanja ovog pitanja, samo što je ono regulisano putem dva pravna akta jednaka po svom pravnom značaju. Stoga, da se u radu ne bi ponavljali, izdvojićemo najvažniji segment odredbe koja se tiče ovlašćenja za zaduživanje. Ovo pitanje je regulisano članom 33. Zakona o javnom dugu, u kojem zakonodavac propisuje proceduru odobrenja za zaduženje jedinici lokalne samouprave. Da bi donela odnosno kasnije usvojila odluku o zaduženju, jedinica lokalne samouprave mora da pribavi mišljenje resornog ministarstva, odnosno ministarstva finansija, po ovom zahtevu. Proceduralno je predviđeno da ministarstvo finansija dostavi svoje mišljenje u roku od 15 dana, te da se protekom ovog roka mišljenje uvaži kao prihvaćeno, ukoliko nije bilo odgovora od strane ministarstva. Uzimamo za pozitivnu činjenicu da je inkorporirano rešenje tzv. ćutanja administracije, gde u odsustvu odgovora nadležnog državnog organa ili tela u razumnom vremenskom intervalu, podnosilac

zahteva može smatrati da mu je zahtev odobren. Za opštine odnosno gradove, važno je da je zakonodavac propisao da je zaduživanje dozvoljeno svakom u zemlji i inostranstvu, i da ono može biti izraženo u domaćoj ili inostranoj valuti. Pored toga, dozvoljeno je i zaduženje kako na domaćim, tako i na inostranim tržištima¹⁰⁸. Smatramo da je zakonodavac bio krajnje liberalan po ovom pitanju, stoga jedinice lokalne samouprave zaista imaju mogućnost izbora kako načina zaduženja, tako i tržišta odnosno valute zaduženja. Time se omogućava širi spektar potencijalnih kreditora, odnosno kupaca hartija od vrednosti, pod uslovom da je zaduženje rezultat emitovanja municipalnih obveznica. Ukoliko zaduživanje posmatramo sa stanovišta vremenskog okvira, odredbama ovog zakona precizirana su dva modaliteta zaduženja. Prvo, moguće je zaduživanje za finansiranje deficita tekuće likvidnosti, dok drugo podrazumeva dugoročno zaduživanje opština odnosno gradova. Smatramo veoma relevantnim podatak, da je zakonodavac omogućio i kratkoročno zaduženje opština odnosno gradova za finansiranje deficita tekuće likvidnost. Dakle, u teoriji, zaduženje može postojati u okviru jedne kalendarske godine, što otvara mogućnost za emitovanje posebnih vrsta municipalnih obveznica, tzv. nota. U delu rada koji se bavi pitanjem vrsta i karakteristika municipalnih obveznica, definisano je da jedno od bitnijih obeležja municipalnih obveznica podrazumeva da su to dugoročne hartije od vrednosti. Ipak, postoji posebna vrsta ovih hartija od vrednosti, koje se emituju sa rokom dospeća do godinu dana. U pomenutom delu rada, istakli smo da mogućnost emitovanja ovih hartija od vrednosti zavisi od normativnog okvira koji reguliše dato pitanje. Odredba ovog zakona koja definiše da se zaduženje može vršiti u smislu deficita tekuće likvidnosti (zaduženje jeste po zakonu uzimanje kredita odnosno emitovanje hartija od vrednosti), po našem mišljenju pruža osnov za kratkoročno emitovanje ovih hartija od vrednosti. Ipak, s obzirom na relativno komplikovanu proceduru emitovanja ovih obveznica, malo tržište kapitala i skroman broj finansijskih investitora, smatramo da ovaj oblik zaduženja na kratkoročni period, ne treba da bude mehanizam kojim će se finansirati deficit tekuće likvidnost, te da je pogodniji kreditni aranžman sa finansijskim institucijama. Inače, osnov

¹⁰⁸ Član 34. Zakon o javnom dugu (Sl. glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)

zaduženja mora biti prepoznat u okviru same odluke o budžetu, odnosno izvršenju budžeta tokom jedne budžetske odnosno kalendarske godine. Do deficita tekuće likvidnosti dolazi usled neravnoteže budžetskih prihoda i budžetskih rashoda u jednom vremenskom ciklusu. Naime, dinamika priliva prihoda u budžet, kao i planirani rashodi po budžetskim stavkama, mogu biti u međusobnoj disproporciji. Posledica ovog stanja jeste deficit tekuće likvidnosti. U suštini, reč je o trenutnoj nemogućnosti opštine odnosno grada da ispunjava svoje obaveze na vreme, kako je to predviđeno budžetom. Iz tog razloga, opština odnosno grad može da se zaduži, ali ukupan iznos zaduženja mora se vratiti pre kraja budžetske godine, i ne može se refinansirati odnosno preneti u narednu godinu. Ova odredba je veoma značajna, jer se onemogućava nezakonito trošenje sredstava koja nisu budžetom precizirana. Zaduživanje za potrebe finansiranja deficita tekuće likvidnosti, ne sme preći 5% ukupno ostvarenih prihoda budžeta jedinice lokalne samouprave u prethodnoj godini¹⁰⁹. Možemo zaključiti da je država omogućila zakonski osnov kratkoročnog zaduživanja opština odnosno gradova usled problema sa tekućom likvidnošću, ali je to uradila na jedan relativno konzervativan način, time što je ovu vrstu zaduženja ograničila na 5% od ukupno ostvarenih prihoda u protekloj godini, što opet čini da cifra posmatrana kroz apsolutne brojeve, varira od jedne do druge opštine odnosno grada, imajući u vidu nejednak stepen razvoja, a samim tim i nejednake prihode u njihovim budžetima.

Ipak, suštinsko pitanje koje se nameće, jeste kako je zakonodavac u okviru ovog zakona uredio pitanje dugoročnog zaduženja jedinica lokalne samouprave. Iako je, u određenom kontekstu, analiza odredbi zakona u vezi sa finansiranjem deficita tekuće likvidnosti značajna, zaduživanje na dugoročnom vremenskom planu je, sa stanovišta predmeta istraživanja rada, ipak značajnije. Zakon o javnom dugu definiše esencijalna pitanja u pogledu dugoročnog zaduženja opština i gradova. Prvo, odredbama ovog zakona u kontekstu dugoročnog zaduženja, zakonodavac striktno predviđa karakter takvog zaduženja. Naime, za razliku od zaduženja u kratkoročnom smislu, gde se ostavlja mogućnost zaduženja i u pogledu finansiranja deficita tekuće likvidnosti, dugoročno zaduženje je moguće

¹⁰⁹ Član 36. Zakon o javnom dugu (Sl. glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)

samo ako je osnov zaduženja finansiranje odnosno refinansiranje kapitalnih investicionih rashoda predviđenih u budžetu lokalne vlasti¹¹⁰. U okviru ove odredbe, ponovo nailazimo na nedoslednost zakonodavca u vezi korišćenja određenih termina. Naime, termin «kapitalni investicioni rashodi» nije usklađen sa pozitivnopravnim propisima, odnosno Pravilnikom o standardnom klasifikovanom okviru i kontnom planu za budžetski sistem¹¹¹. U pomenutom pravilniku ne postoji ovaj termin, shodno tome, postavlja se pitanje kako se u okviru budžeta može dugoročno zaduženje klasifikovati na način koji je predviđen članom 36. Zakona o javnom dugu, ukoliko Pravilnik koji bliže uređuje klasifikaciju prihoda i primanja odnosno rashoda i izdataka ovaj termin ne prepoznaje. Analizom odredaba Pravilnika, uočeno je da najbliža terminološka odrednica jeste «kapitalni investicioni rashodi». Ipak, ovde moramo uzeti u obzir hijerarhiju pravnih akata, pa shodno tome, član 36. Zakona o javnom dugu terminološki nije adekvatan, već je to odredba Pravilnika. Niži pravni akti moraju biti u saglasnosti sa višim, a ovde imamo primer neadekvatne usaglašenosti odredbe Zakona o javnom dugu i Pravilnika o standardnom klasifikacionom okviru i kontnom planu za budžetski sistem, u pogledu definisanja pojma kapitalnih investicionih rashoda. Shodno tome, smatramo da su odredbe Pravilnika neusaglašene sa zakonom, te da se iste moraju izmeniti u skladu sa terminologijom koja je primenjena u Zakonu o javnom dugu.

Ukoliko zanemarimo neusaglašenost između pomenutih propisa, značaj člana 36. Zakona o javnom dugu ogleda se u definisanju ukupnog iznosa neizmirenog dugoročnog zaduženja za kapitalne investicione projekte. Ova odredba zakona je veoma značajna, jer se njome direktno utiče na obim odnosno visinu mogućeg dugoročnog zaduženja. Shodno tome, maksimalni dozvoljeni iznos dugoročnog zaduženja ne može biti veći od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta opštine ili grada u prethodnoj godini¹¹². Kao u slučaju nekih ranije

¹¹⁰ Član 36. st. 1. Zakon o javnom dugu (Sl. glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)

¹¹¹ Pravilnik o standardnom klasifikovanom okviru i kontnom planu za budžetski sistem ("Sl. glasnik RS", br. 103/2011, 10/2012, 18/2012, 95/2012, 99/2012, 22/2013, 48/2013, 61/2013, 63/2013 - ispr., 106/2013, 120/2013, 20/2014, 64/2014, 81/2014, 117/2014, 128/2014, 131/2014, 32/2015, 59/2015, 63/2015, 97/2015 i 105/2015)

¹¹² Član 36. st. 2. Zakon o javnom dugu (Sl. glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)

analiziranih odredbi, već u sledećem stavu zakona propisano je odstupanje od ovog iznosa, i ono može biti veće od 50%, gde je rok otplate najmanje pet godina¹¹³. Ukoliko analiziramo ove dve odredbe Zakona o javnom dugu, možemo uočiti određenu nelogičnost koja, po našem mišljenju, direktno utiče na mogućnost dugoročnog zaduženja opštine odnosno grada. Naime, zakonodavac je precizirao da iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja za kapitalne investicione rashode, ne može biti veći od 50% **ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini**. Ovde se kao pitanje nameće metoda izračunavanja ovakvog iznos, obzirom da je dugoročno zaduženje višegodišnje, a svake godine se donosi novi budžet. Samim tim, menjaju se i prihodi i rashodi, a što je još važnije, nemoguće ih je predvideti za period duži od godinu dana. Shodno tome, da li opština odnosno grad ima obavezu da predvidi prihode i rashode za period trajanja dugoročnog zaduženja, imajući u vidu da je iznos zaduženja vezan za ostvarene prihode u prethodnoj godini. Analogno tome, dugoročno zaduženje za period od pet godina bi trebalo da predvidi ostvarene prihode, ili prihode koji će se ostvariti za sledećih pet godina. Mišljenja smo da je ovakvo tumačenje vrlo diskutabilno. Drugo, tumačenje ove odredbe podrazumeva da se u obzir uzima prethodna godina, u odnosu na godinu kada je zaduženje zasnovano. **Ukoliko bi na ovaj način tumačili intenciju zakonodavca, smatramo da se ova odredba mogla još dodatno precizirati, pa bi ista glasila: «Iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja za kapitalne investicione rashode predviđen u budžetu lokalne vlasti, ne može biti veći od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini, koja će biti osnov za izračunavanje ovog iznosa za ceo period trajanja zaduženja»**. Smatramo da iznos zaduženja treba da se izračunava samo u trenutku zaduženja, te da se smatra relevantnim za ceo period trajanja zaduženja. Ovako definisana odredba zakona unosi dileme prilikom tumačenja. Sasvim je evidentno da je odredba terminološki

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

¹¹³Izuzetno od stava 2. ovog člana, 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.

formulisana na krajnje neprecizan način. Ako ovaj način definisanja odgovara u slučaju finansiranja deficita tekuće likvidnosti, gde se kao maksimalan iznos zaduženja takođe uzima ostvareni prihod u prethodnoj godini (ali ovo zaduženje je vremenski ograničeno do kraja jedne kalendarske godine, i ne prenosi se u sledeću), isti način definisanja ovog iznosa se primenjuje i kada je zaduženje preko jedne godine, pa shodno tome se i izračunavanje prihoda mora svake godine raditi zasebno, što je svakako krajnje i u najmanju ruku nelogično i pogrešno. Drugi aspekt ove odredbe jeste ponovno definisanje izuzetaka od pravila, odnosno propisivanje odstupanja od maksimalnog iznosa, ukoliko se radi o dugoročnom zaduživanju čiji je rok otplate, ne računajući period mirovanja, najmanje pet godina. Iako smatramo da je ova odredba pozitivna i da zaista treba da postoji izuzetak ovakvog tipa, shodno zaduživanjima koja uistinu mogu biti dugoročna i sa ekonomskog stanovišta značajno veća, ono što po našem mišljenju predstavlja nedostatak ove odredbe jeste nedefinisanost gornje granice maksimalnog iznosa. Zakonodavac je samo precizirao slučaj u kom iznos zaduženja može biti veći od maksimalnog definisanog iznosa zaduženja od 50%, ali nije definisao gornju granicu ovog iznosa. *Time je ostavio jednu značajnu prazninu, koju ne možemo drugačije tumačiti, osim da u slučaju kada je rok otplate najmanje pet godina, maksimalan iznos zaduženja i ne postoji.* Ovim je ostavljena mogućnost jedinicama lokalne samouprave, opštinama i gradovima da se dugoročno mogu zadužiti i preko zakonom utvrđenog maksimalnog iznosa, ukoliko je rok otplate najmanje pet godina. Ovakvo zakonsko rešenje ostavlja prostora za nekontrolisano dugoročno zaduženje opština i gradova.

Zakon o javnom dugu bliže definiše i pitanja u vezi sa otplatom glavnice i kamate po osnovu dugoročnog zaduženja¹¹⁴. Osnovna intencija zakonodavca je da propisivanjem maksimalnih iznosa u vezi sa otplatom glavnice i kamate po osnovu dugoročnog zaduženja, dodatno fiskalno uredi politiku zaduživanja opština i

¹¹⁴Član 36. st.4. Zakon o javnom dugu (Sl. glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)

Iznos glavnice i kamate koji dospeva u svakoj godini na sva neizmirena dugoročna zaduživanja za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda iz stava 1. ovog člana, ne može biti veći od 15% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini.

Izuzetno od stava 4. ovog člana, za dugoročna zaduživanja iz stava 3. ovog člana, 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%.

gradova. Takođe, intencija zakonodavca jeste da iznos glavnice i kamate koji dospevaju svake godine, a proizilaze iz dugoročnog ulaganja koja su rezultat kapitalnih investicionih rashoda, ne mogu biti veći od 15% ostvarenih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini, izuzev ako dve trećine tekućeg suficita u odnosu na ukupno ostvarene prihode čini udeo veći od 15 %. Ovako propisana procedura za izračunavanje kreditnog opterećenja je donekle konfuzna, obzirom da zakonodavac upotrebljava termine koji nisu zastupljeni ni u ovom, niti u drugim zakonima. Tako se upotrebljava termin «tekući suficit», koji u okviru ovog zakona kao i drugih relevantnih propisa, uopšte nije definisan, niti se gde spominje. Ekonomska teorija definiše suficit kao stanje u budžetu u kom prihodi nadmašuju rashode. Analogno tome, tekući suficit jeste trenutni ekonomski indikator u budžetu emitenta, koji ukazuje na trenutno veće prihode od rashoda. Međutim, ostaje nejasno kako je zakonodavac upotrebio ovaj termin, a da pritom nije dao zakonsku definiciju ili opis u ovom ili drugom zakonu. Pored ovog termina, zakonodavac koristi i termin «operativni suficit», koji je takođe nepoznat, odnosno nedefinisan od strane zakonodavca u ovom i u drugim zakonima. Smatramo da je ovaj normativni propust nedefinisanja pojmova koji se koriste kao opis određenog stanja u odredbama ovog zakona, neprihvatljiv sa stanovišta pravnog sistema jedne države. Zato smatramo da zakonodavac treba da u okviru Zakona o javnom dugu, definiše prethodno spomenute pojmove.

Na kraju ovog segmenta rada, možemo zaključiti da je zakonodavac propisao niz odredbi od značaja za postupak emitovanja municipalnih obveznica kao modela dugoročnog zaduživanja, ali izdavanje ovih obveznica u suštini ide na teret budućih prihoda. Ono što je diskutabilno, jeste način na koji je zakonodavac definisao ograničenja po ovom osnovu zaduženja. Izdavanjem ovih obveznica na teret budućih prihoda, ne može se u datom trenutku predvideti njihov obim, jer se shodno primeni odredaba Zakona o budžetskom sistemu, budžet, pa i prihodi i primanja usvajaju samo za narednu budžetsku godinu. Upravo zbog nemogućnosti predviđanja budućih prihoda u budžetu za period duži od godinu dana, smatramo da je način izračunavanja maksimalnog iznosa dugoročnog zaduživanja loše koncipiran i krajnje nepraktičan u svojoj aplikativnoj prirodi. Zakonodavac bi trebao da revidira zakonski opis navedenih situacija, da kreira mehanizam

izračunavanja maksimalnog nivoa zaduženja koji ne unosi toliko konfuzije, i da pritom koriguje terminologiju za koju postoji zakonski opis. Ovim bi se u značajnoj meri i normativno preciznije definisale intencije države na ovom polju. Činjenica da je u R. Srbiji još uvek aktuelan ovaj oblik zaduživanja, ukazuje upravo i na normativne nelogičnosti i nepreciznosti zakonodavca.

Municipalne obveznice predstavljaju dugoročne hartije od vrednosti, i u skladu sa pravnim sistemom Republike Srbije, emituju se od strane opština odnosno gradova. Emitovanjem ovih hartija od vrednosti, teret dugovanja pada na opštine i gradove, koje otplatu glavnice i kamate po osnovu emitovanih obveznica klasifikuju u okviru budžeta. Kupcima obveznica se garantuje isplata duga po osnovu obaveze opštine odnosno grada, da takav dug klasifikuje za definisanu namenu u okviru budžeta. Dakle, budžet opštine odnosno grada jeste izvor iz kojeg se vrši otplata duga nastalog po ovom osnovu. Međutim, postavlja se pitanje šta se dešava kada je budžet opštine ili grada blokiran, odnosno kada emitent obveznica nije u mogućnosti da izvrši plaćanja o dospelosti. U tom slučaju, dug opštine ili grada u svojstvu dužnika mora preuzeti Republika Srbija. Ukoliko dođe do ove situacije, Republika ima pravo na povraćaj glavnica, kamate, kao i ostalih troškova koji nastanu usled neizvršenja obaveze emitenta obveznica. Pored toga, Republika Srbija ima pravo i na zateznu kamatu. Ovo pravo je tzv. regresno pravo, koje se aktivira po osnovu izdatih garancija, kontragarancija, kao i u slučaju preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika¹¹⁵. Iako Republika Srbija ne mora biti deo obligacionog odnosa koji nastaje izdavanjem municipalnih obveznica, ona se može naći u položaju dužnika, čak i ako nije formalno izdala garanciju po osnovu emisije ovih obveznica. Možemo zaključiti da jedina razlika za kupce obveznica, jeste protek vremenskog perioda između aktiviranja garancije kao sredstva obezbeđenja, i

¹¹⁵ Ako je po osnovu izdate garancije, odnosno kontragarancije, kao i u slučaju neposrednog preuzimanja obaveza u svojstvu dužnika, Republika izvršila tu obavezu umesto lokalne vlasti, Republika ima pravo na povraćaj glavnice, kamate i ostalih troškova koji nastanu zbog neizvršenja, odnosno neblagovremenog izvršenja obaveza, kao i pravo da od lokalne vlasti naplati zakonsku zateznu kamatu.

Republika ostvaruje pravo na povraćaj sredstava iz stava 1. ovog člana obustavom prava učešća opština, gradova, odnosno grada Beograda, u porezima koje im ustupa Republika, odnosno transferima utvrđenim posebnim zakonom, do visine iznosa izmirene obaveze i obračunate zakonske zatezne kamate do dana izmirenja obaveze, ili aktiviranjem drugih instrumenata obezbeđenja.

neposrednog preuzimanja obaveze R. Srbije u svojstvu dužnika. Ipak, i u jednom i drugom slučaju, kupci municipalnih obveznica su relativno dobro obezbeđeni, i sigurni u isplatu garantovanih sredstava po osnovu emisije obveznica opštine odnosno grada.

1.6. Zakon o tržištu kapitala

Tržište kapitala mora zakonski biti uređeno tako da pruža sigurnost trgovine svim subjektima na tržištu. Svako tržište kapitala mora biti normativno regulisano tako da uskladi potrebe učesnika na tržištu i zakonitost njihovog postupanja. Tržište kapitala je normativno uređeno Zakonom o tržištu kapitala¹¹⁶, koji predstavlja krovni sistemski zakon, a čiji je cilj da zaštiti interese investitora na tržištu kapitala uz obezbeđivanje pravednog, efikasnog i transparentnog tržišta kapitala. Pored toga, svrha ovog zakona jeste smanjenje sistemskog rizika na tržištu kapitala, čime se generiše povećan stepen sigurnosti za subjekte koji učestvuju u trgovini. Donošenjem Zakona o tržištu kapitala, prestao je da važi Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Relevantnost ovog zakona, kao normativnog akta značajnog za emitovanje municipalnih obveznica je višestruk. Odredbama ovog zakona, definisani su pojmovi od značaja u vezi sa municipalnim obveznicama, procedura izdavanja ovih hartija od vrednosti, način trgovanja na sekundarnom tržištu kapitala, i niz drugih pitanja kao što je pojam javne ponude, pružanje investicionih usluga, kao i organizacija i nadležnost Komisije za hartije od vrednosti. Sa stanovišta predmeta istraživanja, odredbe ovog zakona predstavljaju validan normativni izvor za dva poglavlja ove disertacije. Prvo poglavlje se odnosi na analizu opšteg normativnog okvira u vezi municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti, dok se drugo odnosi na postupak izdavanja municipalnih obveznica od strane opštine odnosno grada. U tom smisli, odredbe zakona koje imaju opšti normativni značaj biće analizirane u ovom delu disertacije, dok one koje se odnose na postupak izdavanja municipalnih

¹¹⁶ Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31\2011)

obveznica biće predmet istraživanja drugog dela disertacije, koji se bavi tim aspektom ovih hartija od vrednosti.

Prva odredba, kojom su definisani pojmovi od značaja za ovaj segment istraživanja, jeste član 2. Zakona o tržištu kapitala. Reč je o veoma obimnom članu zakona, koji definiše sve relevantne pojmove od značaja u smislu Zakona o tržištu kapitala. Fokus istraživanja ne može biti usmeren na sve segmente ovog zakona, stoga ćemo izdvojiti samo one odredbe koje su od posrednog ili neposrednog značaja za ovaj segment rada. U već pomenutom članu zakona, određen je zakonski opis **za prenosive hartije od vrednosti. Prenosive hartije od vrednosti jesu sve vrste hartija od vrednosti s kojima se može trgovati na tržištu kapitala, izuzev instrumenata plaćanja**¹¹⁷. U prenosive hartije od vrednosti, zakonodavac je uvrstio i obveznice, kao i druge oblike sekjuritizovanog duga. Značaj klasifikacije prenosivih hartija od vrednosti u smislu ovog zakona, jeste da se pod njima podrazumevaju i obveznice kao hartije od vrednosti, dok se pod pojmom finansijskog instrumenta u istom članu ovog zakona podrazumevaju upravo i prenosive hartije od vrednosti. Stoga, obveznice kao prenosive hartije od vrednosti su takođe i finansijski instrumenti. Finansijski instrumenti, u smislu ovog zakona, predstavljaju predmet trgovanja na finansijskom tržištu. Posledično, obveznice kao hartije od vrednosti jesu finansijski instrumenti sa kojima se trguje na sekundarnom finansijskom tržištu. Istovremeno, obveznice kao hartije od vrednosti imaju karakter dužničkih vrednosnih hartija, i takođe su pojmovno definisane u članu 2. ovog zakona¹¹⁸. Odredbama zakona, definisan je još jedan

¹¹⁷ Član 2. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31\2011)

Prenosive hartije od vrednosti su sve vrste hartija od vrednosti kojima se može trgovati na tržištu kapitala, izuzev instrumenata plaćanja. Prenosive hartije od vrednosti uključuju naročito:

(1) akcije društava ili druge hartije od vrednosti ekvivalentne akcijama društava, a predstavljaju učešće u kapitalu ili u pravima glasa tog pravnog lica, kao i depozitne potvrde koje se odnose na akcije;

(2) obveznice i druge oblike sekjuritizovanog duga, uključujući i depozitne potvrde koje se odnose na navedene hartije;

(3) drugu hartiju od vrednosti koja daje pravo na sticanje i prodaju takve prenosive hartije od vrednosti ili na osnovu koje se može obavljati plaćanje u novcu, a čiji se iznos utvrđuje na osnovu prenosive hartije od vrednosti, valute, kamatne stope, prinosa, robe, indeksa ili drugih odredivih vrednosti;

¹¹⁸ Član 2. Zakona o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31\2011)

Dužničke hartije od vrednosti su obveznice i drugi prenosivi sekjuritizovani instrumenti duga, izuzimajući hartije od vrednosti koje su ekvivalenti akcijama društava ili koje, ukoliko se

veoma značajan pojam u smislu ovog istraživanja, a to je **izdavalac hartije od vrednosti**. U skladu sa ovim zakonom, **izdavalac hartije od vrednosti jeste domaće ili strano pravno lice koje izdaje ili predlaže izdavanje hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata**¹¹⁹. Posebno se definiše da su izdavaoci hartija od vrednosti u smislu ovog zakona, i Republika, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja u Republici. Ono što u prvi mah primećujemo jeste terminologija koju zakonodavac primenjuje, a koja je za razliku od nekih drugih prethodno analiziranih zakona, u skladu sa terminima koji se koriste u Ustavu i Zakonu o lokalnoj samoupravi. Tako, u smislu ovog zakona, zakonodavac terminološki adekvatno upotrebljava termin «jedinice lokalne samouprave», za razliku od Zakona o javnom dugu i Zakona o budžetskom sistemu, gde se koristi termin «lokalna vlast». Pored toga, ova odredba jasno definiše da u smislu ovog zakona, jedinice lokalne samouprave odnosno opštine i gradovi u Republici Srbiji mogu izdavati hartije od vrednosti, pa shodno tome i municipalne obveznice kao takve.

Hartije od vrednosti, pod kojima se podrazumevaju i obveznice, jesu finansijski instrumenti sa kojima se trguje na sekundarnom finansijskom tržištu. U tom smislu, važan je način prenosa prava iz finansijskih instrumenata. Glavno obeležje u pogledu prenosa prava jeste neograničena mogućnost prenošenja u pravnom prometu. S obzirom da je prenos prava iz ovih hartija od vrednosti neograničenog obima, važno je istaći glavno obeležje ovih hartija od vrednosti, a to je njihova dematerijalizacija. **Dematerijalizovani finansijski instrumenti se registruju kao elektronski zapisi na računima hartija od vrednosti u Centralnom registru**¹²⁰, a na osnovu kojih zakoniti imalac finansijskog instrumenta ima određena prava u odnosu na izdavaoca¹²¹. Dematerijalizacija finansijskih

konvertuju ili ukoliko se ostvaruju prava koja iz njih proizilaze, daju pravo sticanja akcija ili hartija od vrednosti ekvivalentnim akcijama

¹¹⁹ Član 2. Zakona o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31\2011)

¹²⁰ Član 215. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31\2011)

Centralni registar je pravno lice koje se organizuje i posluje kao akcionarsko društvo u skladu sa ovim zakonom i zakonom kojim se uređuju privredna društva. Osnovna delatnost Centralnog registra jeste vođenje registra finansijskih instrumenata. Pored ovog poverenog posla, ovim članom je definisan 15 drugih poslova koji su zakonom dati u nadležnost Centralnom registru.

¹²¹ Član 7. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31\2011)

instrumenata¹²² u velikoj meri je olakšala trgovinu na finansijskom tržištu. Saglasno sa ovom odredbom, municipalne obveznice jesu dematerijalizovani finansijski instrumenti, koji su registrovani kao elektronski zapis u Centralnom registru. Municipalne obveznice koje su registrovane kao elektronski zapis u Centralnom registru, moraju da imaju zakonom utvrđene elemente, i to:

- oznaka vrste finansijskog instrumenta. U ovom slučaju treba da bude naznačeno da je reč o municipalnim obveznicama kao dužničkim hartijama od vrednosti.
- identifikacione podatke o izdavaocu. S obzirom da je reč o municipalnim obveznicama, uvek se kao izdavalac pojavljuje naziv opštine odnosno grada u R. Srbiji, koja je izdala konkretnu emisiju obveznica.
- ukupan broj izdatih finansijskih instrumenata. Emitovanjem municipalnih obveznica, emitent izdaje tačan broj obveznica koje se nude na tržištu u okviru konkretne emisije.
- ukupni nominalni iznos izdatih finansijskih instrumenata, ako finansijski instrument glasi na nominalni iznos. Prilikom izdavanja, municipalne obveznice moraju imati svoj nominalni iznos koji je definisan u prospektu emisije obveznica.
- datum upisa finansijskog instrumenta u Centralni registar. Način upisa emisije obveznica u Centralni registar biće predmet analize u drugom poglavlju.

Osim prethodno navedenih elemenata koji moraju biti deo svakog dematerijalizovanog finansijskog instrumenta, obveznica mora sadržati i elemente, kao što su: nominalni iznos na koji glasi, kao i iznos glavnice; podatke o kamatnoj stopi i načinu izračunavanja kamatne stope, kao i o rokovima za otplatu iste; podatke o dospeću obaveza izdavaoca po osnovu izdate hartije od vrednosti; pravo prevremenog otkupa (samo ako je predviđeno)¹²³.

¹²² Član 8. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31\2011)

Dematerijalizovani finansijski instrument mora imati sledeće elemente upisane u Centralni registar:1) oznaku vrste finansijskog instrumenta; 2) identifikacione podatke o izdavaocu;3) ukupan broj izdatih finansijskih instrumenata;4) ukupni nominalni iznos izdatih finansijskih instrumenata, ako finansijski instrument glasi na nominalni iznos;5) datum upisa finansijskog instrumenta u Centralni registar.

¹²³ Član 8. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31\2011)

Ostale podatke od značaja, Centralni registar bliže propisuje obavezujućim aktima. Smatramo da, iako je Zakon o tržištu kapitala važan normativni akt značajan za emisiju i trgovinu municipalnih obveznica, smatramo da bi dalja analiza odredaba ovog zakona bila u suprotnosti sa definisanim ciljevima i zadacima istraživanja. Svakako da je analiza pojedinih odredaba zakona bila korisna, ali bi njeno širenje istovremeno predstavljalo devijaciju od naučno definisanog cilja istraživanja. Ostaje činjenica da Zakon o tržištu kapitala, uistinu reguliše značajna pitanja iz domena predmeta istraživanja, pa i šire. Način izdavanja ovih hartija od vrednosti, kao i druga pitanja od značaja u vezi sa samim postupkom jesu deo Zakona o tržištu kapitala, ali će biti predmet analize u sledećem poglavlju.

1.7. Odluka o budžetu jedinice lokalne samouprave

Zakonom o finansiranju lokalne samouprave, kao i Zakonom o lokalnoj samoupravi propisano je da svi prihodi i plaćanja, kao i svi rashodi i izdaci moraju biti klasifikovani, prema odredbama Zakona o budžetskom sistemu, u jedinstveni dokument koji donosi skupština grada ili opštine, koji ima pravni karakter odluke pomenutih subjekata u vidu budžeta. Shodno tome, Odluka o budžetu predstavlja pravni osnov zaduženja, s obzirom da ono prethodno mora biti klasifikovano u odluci pod stavkom – primanja od prodaje finansijske imovine i zaduživanja i izdaci za nabavku finansijske imovine i za otplatu kredita i zajmova. Odlukom o budžetu za godinu, iako važnim formalnim aktom, propisuje se samo iznos zaduženja, kao i klasifikacija prihoda koji su nastali po ovom osnovu, iz čega se može videti na šta će sredstva biti utrošena. Ovaj pravni akt je strogo formalnog karaktera i nije od posebnog značaja za postupak izdavanja municipalnih obveznica, niti sa njihovu trgovinu. Stoga, smatramo da, iako je pravno formalno relevantan i potreban, u odnosu na njegov karakter i sadržinu, smatramo da osim tog značaja, Odluka o budžetu jedinice lokalne samouprave nema drugi pravni značaj koji bi bio predmet analize u pogledu njenog normativnog značaja u postupku izdavanja municipalnih obveznica.

DEO IV – POSTUPAK EMITOVANJA MUNICIPALNIH OBVEZNICA

1. Postupak emitovanja municipalnih obveznica

Postupak emitovanja municipalnih obveznica je proces u kojem opština ili grad obavlja niz administrativnopravnih poslova, sa ciljem da se na finansijskom tržištu zaduži po najpovoljnijim uslovima. Cilj izdavanja municipalnih obveznica, po našem mišljenju, ne podrazumeva uspešno realizovanu emisiju ovih obveznica, već prikupljanje potrebnih novčanih sredstava po najpovoljnijim uslovima u pogledu cene zaduženja, rokova isplate, i strukture zaduženja. Zato, smatramo da emisija municipalnih obveznica ne pretpostavlja samo administrativnopravnu proceduru koja mora biti ispoštovana da bi se obveznice uspešno emitovale. Drugim rečima, procedura emitovanja ovih obveznica se ne mora nužno posmatrati sa administrativnopravnih aspekata, već mora i treba da obuhvati i druge radnje koje uključuju ekonomske i druge analize u funkciji zaduženja opštine odnosno grada. U ovom delu rada, predmet analize jesu normativni zahtevi u vezi sa procedurom izdavanja odnosno prodaje municipalnih obveznica, ali pored toga, osvrnućemo se i na ostale aspekte emisije obveznica. Cilj ovog dela rada je da se identifikuje i analizira normativni okvir koji je propisan od strane države, a tiče se postupka emitovanja municipalnih obveznica. Pored toga, analiziraće se uloga i značaj određenih subjekata koji se angažuju u toku različitih faza realizacije emisije obveznica, kao i ekonomski i drugi faktori koji moraju biti predmet istraživanja radi kvalitetnijeg sagledavanja celokupnog postupka emisije obveznica. Realizacijom ovog dela istraživanja, determinisaće se kompletna procedura izdavanja municipalnih obveznica, kao i različita uloga i značaj subjekata koji se angažuju na ovom poslu.

Metodologija istraživanja koja će biti primenjena u ovom segmentu rada, podrazumeva analizu procedure od prve do poslednje faze, uz komentar normativnih rešenja. Shodno tome, normativni okvir jeste Zakon o lokalnoj samoupravi, Zakon o finansiranju lokalne samouprave, Zakon o budžetskom sistemu, Zakon o javnom dugu, kao i Zakon o tržištu kapitala. Pored normativnog

aspekta realizacije emisije obveznica, paralelno će se, u zavisnosti od faze istraživanja, ukazati na ulogu i značaj faze pripreme emisije obveznica, kao i analizu tržišta. Ove dve faze, iako nisu normativno uređene, sa stanovišta emisije obveznica su izuzetno značajne, i deo su celokupnog procesa izdavanja municipalnih obveznica.

U nastavku istraživanja sledi analiza svih faza postupka izdavanja municipalnih obveznica.

1.1. Angažovanje finansijskog savetnika

Početak emitovanja municipalnih obveznica je formalnopravno vezan za usvajanje Odluke o zaduživanju i pribavljanju mišljenja nadležnog ministarstva. Ipak, prva faza u postupku emisije municipalnih obveznica podrazumeva preliminarno angažovanje finansijskog savetnika¹²⁴. Uloga i značaj finansijskog savetnika je nezaobilazan element u proceduri emitovanja obveznica. Postupak izbora finansijskog savetnika podrazumeva angažovanje kompetentnog subjekta koji će stručnim savetima obavljati poslove iz domena svojih finansijskih kompetencija. Uloga finansijskog savetnika se ne vezuje samo za njegove stručne kompetencije tokom realizacije emisije obveznica. Njegovo angažovanje treba da bude realizovano odmah nakon formalnog donošenja odluke da se određeni projekat mora finansirati sredstvima koja će biti prikupljena zaduživanjem opštine odnosno grada na finansijskom tržištu. S tim u vezi, uloga finansijskog savetnika jeste da na osnovu analiza stanja na finansijskom tržištu, kao i analiza potrebnih iznosa novčanih sredstava za realizaciju projekta, ustanovi najpovoljnije uslove zaduživanja¹²⁵. ***Finansijski savetnik može biti investicioni bankar, brokerska kuća, diler, ali i samostalni stručnjak za emisiju municipalnih obveznica. Pored toga, ulogu finansijskog savetnika mogu obavljati i druge finansijske organizacije, u domenu poslova konsultantske prirode iz oblasti finansija i***

¹²⁴ Momirović, D. (2009): *Municipalne obveznice – novina ili finansijska inovacija na tržištu kapitala Srbije*, Finansije, vol. 64, br. 1-6., str. 226-255.

¹²⁵ Momirović, D. (2009): *Municipalne obveznice – novina ili finansijska inovacija na tržištu kapitala Srbije*, Finansije, vol. 64, br. 1-6., str. 226-255.

bankarstva. Angažovanje finansijskog savetnika je neophodno iz više razloga. Prvo, opštine i gradovi nemaju dovoljno iskustva, niti kadrovskih kapaciteta za samostalnu realizaciju emisije municipalnih obveznica. Emitovanje municipalnih obveznica je složen postupak, koji iziskuje kompetencije koje objektivno prevazilaze kadrovske mogućnosti bilo koje opštine odnosno grada u R. Srbiji. Finansijski savetnici imaju uže kompetencije iz oblasti tržišta kapitala, ekonomskog planiranja, bankarstva, berzanskog poslovanja, i niza drugih graničnih oblasti. Ovaj nivo kompetencija, odnosno veština i znanja nije moguće imati unutar individualnog segmenta državnog administrativnog aparata. Čak, i ako postoje stručnjaci, uvek se savetuje da opština odnosno grad angažuje finansijskog savetnika. Drugo, angažovanjem finansijskog savetnika, pruža se objektivna procena svih aspekata zaduženja. Finansijski savetnik je nezavisan u svom radu i odgovara za pružene usluge. Ovaj nivo samostalnosti u radu ga čini izuzetno važnim za pružanje objektivne analize koju je neophodno sprovesti. Pored toga, njegovim angažovanjem se umnogome olakšava sam postupak realizacije emisije municipalnih obveznica. Kompetentnost finansijskog stručnjaka olakšava proces donošenja odluka koje su u delokrugu emitenta, čime se ujedno i postupak značajno ubrzava.

Uloga finansijskog savetnika podrazumeva njegovo angažovanje na realizaciji svih zadataka koji moraju biti obavljani, da bi emisija municipalnih obveznica bila uspešna. Najznačajni poslovi koji su povereni finansijskom savetniku su:

- Izrada finansijskog plana;
- Izbor ugovornih stranaka;
- Koordiniranje različitih analiza u smislu prezentacije emisije obveznica;
- Stručni saveti u vezi sa strukturom emisije obveznica
- Stručni saveti u vezi sa pravnim i regulatornim zahtevima u pogledu emisije obveznica;
- Obezbeđivanje maksimalne koristi za emitenta obveznica;

- Krajnja uloga finansijskog savetnika jeste efikasno sprovođenje kompletnog procesa emisije obveznica.¹²⁶

Imajući u vidu sve navedene poslove iz domena nadležnosti finansijskog savetnika, sasvim je jasno i opravdano da emitent obveznica mnoge poslove u vezi sa postupkom emisije obveznica mora poveriti finansijskom savetniku. Osim toga, svojim kompetencijama iz oblasti finansija i bankarstva, finansijski savetnik predlaže rešenja koja imaju za cilj maksimiziranje efikasnosti samog procesa emisije. Posebno važni poslovi iz nadležnosti finansijskog savetnika jesu izrada finansijskog plana, izbor ugovornih stranaka, kao i saveti u vezi sa strukturom emisije obveznica i prezentacija emisije obveznica potencijalnim investitorima.

Nakon odabira savetnika, prvi zadatak koji emitent ovom subjektu poverava jeste izrada finansijskog plana. Izradom finansijskog plana daje se okvir svih neophodnih troškova za realizaciju emisije obveznica, kao i preporuka konkretnih potencijalnih investitora za kupovinu ovih obveznica. Izrada finansijskog plana predstavlja generalni okvir, koji sadrži finansijske podatke od krucijalnog značaja za uspeh emisije obveznica. Takođe, finansijskim planom se determiniše približni vremenski okvir za realizaciju emisije obveznica, vrši se preliminarno ispitivanje tržišta, kao i potencijalne zainteresovanosti investitora na tržištu, i daje se preliminarna preporuka u pogledu plasmana obveznica.¹²⁷ Pored izrade finansijskog plana, odabir ugovornih strana u vezi sa kupovinom municipalnih obveznica ima veoma izražen značaj. Uloga finansijskog savetnika je da zajedno sa predstavnicima opštine ili grada, odnosno emitentom obveznica obavlja preliminarne i završne pregovore sa potencijalnim investitorima, sa kojima se kasnije može potpisati i ugovor o kupovini obveznica. Naravno, postoji niz faktora koji utiču na to da li će se emisija obveznica, odnosno njena prodaja obaviti putem privatnog plasmana (kada proces pregovaranja sa potencijalnim investitorima ima izuzetan značaj), ili će se emitent odlučiti na direktnu prodaju obveznica na organizovanom tržištu kapitala, tj. direktnu prodaju obveznica na berzi efekata. Posebno značajna savetodavna uloga izabranog finansijskog

¹²⁶ The role of the financial advisor. The Bond Market Association (2003): *An Investors Guide to Municipal Bonds*, New York.

¹²⁷ Momirović, D. (2009): *Municipalne obveznice – novina ili finansijska inovacija na tržištu kapitala Srbije*, Finansije, vol. 64, br. 1-6., str. 226-255.

savetnika, podrazumeva prezentovanje same emisije obveznica, kako potencijalnim investitorima, tako i lokalnoj i široj javnosti. Njegova uloga je u ovoj situaciji od velikog značaja, s obzirom da emitent nema iskustva na datom području, pa shodno tome dolaze do izražaja njegove stručne kompetencije za uspešno i kvalitetno prezentovanje emisije municipalnih obveznica.

Uvažavajući sve prethodno navedene činjenice, možemo konstatovati da je uloga i značaj finansijskog savetnika nesumnjivo značajna. Angažovanjem kompetentnog lica za poslove iz navedenih oblasti, definitivno se ubrzava proces emitovanja municipalnih obveznica. Pored toga, savetodavna funkcija iz oblasti finansija, bankarstva, risk menadžmenta, analize tržišta kapitala, definitivno jesu poslovi iz oblasti za koje emitent nema dovoljno kadrovskih resursa, ili preciznije rečeno, nema uopšte. Angažovanjem finansijskog savetnika proces se kvalitativno podiže na viši nivo.

Naglašavajući sve prethodne pozitivne aspekte angažovanja finansijskog savetnika, moramo istaći da ipak postoje i određeni «negativni aspekti» njihovog angažovanja. Naime, finansijski savetnici pružaju usluge koje se od njih zahtevaju, ali cena tih usluga nije mala. Zato se i savetuje da se, ukoliko određeni projekat ima više faza realizacije, jednom emisijom obveznica pokušaju obezbediti finansijska sredstva za njegovu realizaciju, obzirom da su troškovi finansijskog savetnika fiksni i vezani za konkretnu emisiju obveznica. U tom slučaju, ukoliko bi emitent u roku od godinu dana dva puta vršio emisiju obveznica, onda bi oba puta morao da angažuje finansijskog savetnika, što podrazumeva dupliranje troškova. Zato se savetuje da opština ili grad pažljivo isplanira faze realizacije projekta, i da, ako je moguće jednom emisijom obveznica zatvori celu finansijsku konstrukciju. Time će se smanjiti fiksni troškovi emisije, nevezano samo za troškove finansijskog savetnika, već i za druge troškove koji će u nastavku rada biti predloženi. Takođe, angažovanje finansijskog savetnika nije jednostavan proces, jer razvijenost finansijskog tržišta utiče na broj subjekata koji se bave ovom uslužnom delatnošću, samim tim i na kvalitet rada ovih subjekata, kao i njihova cena angažovanja.

1.2. ***Usvajanje Odluke o zaduživanju i pribavljanje mišljenja Ministarstva finansija***

Nakon angažovanja finansijskog savetnika, prvi pravno-formalni korak u pravcu otpočinjanja postupka izdavanja municipalnih obveznica, jeste usvajanje ***Odluke o zaduživanju*** od strane nadležnog organa emitenta, tj. opštine ili grada. Odluka o zaduživanju je pravni akt koji donosi organ odnosno telo nadležno za donošenje takve odluke. Ipak, iskustva su pokazala da opštine odnosno gradovi moraju prethodno imati neki dokument koji se tiče ***politike zaduživanja***. Značaj postojanja definisane politike zaduženja na srednjoročnom i dugoročnom nivou, ogleda se u efikasnom upravljanju lokalnim finansijama. Politika zaduživanja mora da definiše maksimalne limite zaduživanja (nezavisno od zakonom definisanih limita), kao i postojeće načine zaduživanja na finansijskom tržištu.¹²⁸ Danas, opštine i gradovi imaju mogućnost za dva vida zaduživanja: sklapanje ugovora o kreditu, i putem emitovanja municipalnih obveznica. Kod oba načina zaduživanja, opština ili grad treba paralelno da radi kako na kreditnom aranžmanu, tako i na emitovanju obveznica. Inicijalni koraci koji se moraju preduzeti nakon donošenja odluke o zaduživanju, relativno su slični kod oba modela prikupljanja finansijskih sredstava. Takođe, uloga finansijskog savetnika je da paralelno radi na oba scenarija zaduživanja, jer je reč o istim ili sličnim podacima i radnjama koje se inicijalno preduzimaju nakon donošenja odluke o zaduživanju. S obzirom da je interes opštine odnosno grada da se zaduži po najpovoljnijim uslovima, uloga finansijskog savetnika je da determiniše koji su vidovi zaduživanja najpovoljniji za njegovog klijenta, tj. opštinu odnosno grad. Osim toga, dokument koji definiše politiku zaduživanja opštine odnosno grada, dobar je signal za investitore na finansijskom tržištu. Ovaj dokument ukazuje na postojanje političke volje lokalne vlasti da sprovodi odgovorno i održivo upravljanje finansijama.

Donošenje *Odluke o zaduživanju* je formalan proces. Odluku donosi nadležni organ opštine odnosno grada. Kada je reč o gradu, nadležnost za donošenje Odluke

¹²⁸ Dokument kojim je definisana Politika zaduživanja mora da pruži odgovore na određena pitanja, kao što su: koji je prihvatljiv nivo kratkoročnog i dugoročnog duga (opet nezavisno od Zakona o javnom dugu koji definiše maksimalni iznos zaduženja); za kakve namene se opština ili grad može i treba zadužiti; u kojoj meri je moguće zaduživanje i kako će ono uticati na opšti nivo duga, kao i na servisiranje drugih dugova.

o zaduživanju spada u domen skupštine grada. Ukoliko je reč o opštini, nadležno je isto predstavničko telo, tj. skupština opštine. Odluka o zaduživanju prethodi *Mišljenju resornog ministarstva*, jer ona predstavlja samo inicijalni dokument iza kojeg se kasnije usvaja i Odluka o načinu zaduživanja, kao i Odluka o emisiji obveznica (ukoliko se opština odnosno grad odluči za ovaj vid zaduživanja). Odluka o zaduživanju je akt kojim se definiše iznos potrebnih novčanih sredstava, način trošenja prikupljenih sredstava, ukoliko je reč o projektu onda i osnovne informacije u vezi sa predloženim projektom, period u kojem sredstva koja su prikupljena po osnovu zaduživanja moraju da se vrate. Ovaj dokument sadrži samo preliminarne informacije koje su neophodne za dobijanje pozitivnog Mišljenja resornog ministarstva. U ovoj fazi postupka emisije, još se ne definišu bliži uslovi zaduživanja (oni se definišu Odlukom o načinu zaduživanja), ali se ipak mogu definisati druga pitanja od značaja u vezi sa početkom i uspešnim završetkom emisije municipalnih obveznica. Odlukom skupštine se gradonačelnik ili predsednik opštine može ovlastiti da sprovodi aktivnosti u cilju realizacije zaduživanja. Pored toga, isto lice se može ovlastiti da u ime opštine odnosno grada vodi pregovore u cilju dobijanja najpovoljnijih uslova za zaduženje. Neophodnost donošenja odluke o zaduživanju je sasvim logična, jer se pravno formalno mora doneti odluka, na osnovu koje će se dalji vršiti proces zaduženja, odnosno emitovanja municipalnih obveznica.

Nakon sprovedene aktivnosti donošenja odnosno usvajanja Odluke o zaduženju, ista se upućuje nadležnom republičkom ministarstvu na razmatranje i usvajanje. Nadležno ministarstvo kojem se ovaj dokument upućuje na odobrenje je Ministarstvo finansija. Nadležnosti ovog ministarstva su vezane za sprovođenje politike javnih finansija, poreske i budžetske politike, kao i politike zaduživanja kako Republike Srbije, tako i jedinica lokalne samouprave. Nakon dobijanja zahteva za zaduženje, resorno ministarstvo se može ponašati na tri načina.¹²⁹ Prvi, može analizirati sadržaj dokumenta u kojem je naznačen iznos zaduživanja, svrha i period za otplatu duga, i nakon izvršene analize odobriti zahtev koji je upućen od strane opštine odnosno grada. Drugi, na osnovu sprovedene analize može zaključiti

¹²⁹ Todorović, N. (2012): *Municipalne obveznice i novi zakonski okvir u Srbiji*, Pravna misao u srcu Šumadije, str. 707-718.

da zaduženje nije u saglasnosti sa odredbama Zakona o bužetskom sistemu i Zakona o javnom dugu, te zahtev može odbaciti. Razlozi za ovakvu odluku mogu biti: nepoštovanje maksimalno predviđenih procenata zaduženja u odnosu na prihode opštine odnosno grada, koji su definisani Zakonom o javnom dugu; način trošenja sredstava dobijenih posredstvom zaduživanja (karakter predloženog projekta ne spada u javne investicione kapitalne projekte); period otplate duga (znatno duži vremenski period otplate duga) i administrativnopravni nedostaci same odluke o zaduženju (nije donešena od strane nadležnog tela opštine odnosno grada, nije potpisana, nije pečatirana, ne postoje svi elementi odluke). Ukoliko je zahtev odbijen, opština ili grad može u skladu sa obrazloženjem koje sadržano u odgovoru ministarstva, da pristupi otklanjanju nedostataka u podnešenom zahtevu, te ponovo podnese zahtev za odobrenje za zaduživanje. Treći scenario podrazumeva da u datom vremenskom okviru, a nakon formalno podnešenog zahteva za zaduživanje, Ministarstvo finansija ne postupi po dobijenom zahtevu. Zakonodavac je predvideo da u slučajevima kada je potrebna dozvola određenog državnog organa, u ovom slučaju ministarstva finansija, a zahtev je formalno stigao u ministarstvo, ukoliko opština odnosno grad u datom vremenskom okviru (60 dana) ne dobije odgovor po zahtevu, smatraće se da je zahtev odobren od strane ministarstva za finansije. Ova situacija je poznata pod terminom *ćutanje administracije*, i predstavlja normativno rešenje koje je usvojeno za zakonom predviđene situacije kada je nadležni državni organ propustio da izvrši određenu radnju. U tim slučajevima, protekom definisanog roka, smatraće se da je nadležni državni organ, telo, ili organizacija saglasna sa onim što joj je bilo dato na razmatranje. Ovim rešenjem se omogućava efikasniji rad državnih organa i institucija.

Smatramo pozitivnim što postoji formalni akt odobrenja, koji se zahteva za dugoročno zaduživanje jedinica lokalne samouprave. Opštine i gradovi se mogu zaduživati na način i u iznosu koji je definisan u Zakonu o finansiranju lokalne samouprave, Zakonu o budžetskom sistemu, kao i Zakonu o javnom dugu. Ipak, ono što je po našem mišljenju važnije od samih odredbi, jeste intencija države da ograniči maksimalni iznos fiskalnog zaduženja opštine odnosno grada u procentima, u odnosu na ukupno ostvarene prihode. O ovome je bilo reči u delu

rada koji se bavio analizom normativnog okvira u vezi sa izdavanjem municipalnih obveznica. Na osnovu sprovedenog istraživanja, zaključeno je da država prepoznaje dva oblika zaduživanja: kreditno zaduživanje i zaduživanje emitovanjem dugoročnih hartija od vrednosti (obveznica). Država izjednačava ova dva oblika zaduživanja, i ostavlja opštinama i gradovima da izaberu za njih najpovoljniji i najefikasniji metod zaduživanja. U fokusu interesa opštine ili grada jeste definisanje maksimalnog iznosa zaduženja u odnosu na ukupne prihode koji su ostvareni u prethodnoj budžetskoj godini. Država nema interes da favorizuje jedan od dva načina zaduživanja, ali ima interes da kontroliše ukupan nivo duga, kako na republičkom, tako i na nivou jedinica lokalne samouprave. Ukupan iznos državnog javnog duga R. Srbije je, ujedno, i dug koji prikazuju sve jedinice lokalne samouprave u R. Srbiji. Stoga, dugovanja gradova i opština deo su ukupnog javnog duga R. Srbije. Samim tim, država je veoma zainteresovana da reguliše maksimalni iznos zaduživanja opština i gradova u Srbiji, kao i način upravljanja ovim dugovima. Ukoliko opština ili grad ne postupa u skladu sa zakonskim odredbama o maksimalnom obimu dugoročnog zaduživanja, onda država ima pravo da uskrati transfer novčanih sredstava sa budžetskog računa Republike Srbije na račun opština odnosno gradova koji ne poštuju zakonske odredbe. O ovom pitanju smo već raspravljali u okviru disertacije. Pitanje koje ostaje kao jedno od onih o kojem bi se moralo raspravljati, jeste pitanje definisanja maksimalnog iznosa zaduženja. Ovde se kao element za izračunavanje koristi iznos prihoda opštine odnosno grada u prethodnoj budžetskoj godini. Već smo napomenuli da, iako razumemo intenciju zakonodavca, smatramo da se ovim stvara još veći jaz između razvijenih i slabo razvijenih opština i gradova u Srbiji, jer maksimalni iznosi zaduživanja direktno zavise od ukupnih prihoda u njihovim budžetima. Opštine i gradovi sa većim приходima, samim tim i razvijeniji, imaju mogućnost za finansiranje većih infrastrukturnih projekata. Sa druge strane, opštine i gradovi sa relativno skromnim приходima u budžetu nemaju takvu mogućnost, usled primene metodologije za izračunavanje maksimalnog iznosa zaduženja u jednoj budžetskoj godini. Smatramo da zakonodavac treba da, ili izmeni metodologiju koju koristi za izračunavanje maksimalnog iznosa zaduženja, ili da drugim fiskalnim merama omogući ravnomerniji i pravedniji način zaduživanja za slabo razvijene opštine i

gradove, koji nemaju adekvatan nivo prihoda koji bi im omogućio veći stepen zaduživanja, pa samim tim i brži privredni rast.

1.3. Pokretanje postupka javne nabavke kredita

Opravdano se može postaviti pitanje, zašto se analizira postupak javne nabavke kredita, kada je predmet istraživanja ovog dela rada postupak emitovanja municipalnih obveznica. Jedan deo istraživanja (sledeći deo rada) bavi se uporedno analizom dva oblika zaduživanja, zaduživanje putem kredita i zaduživanje putem municipalnih obveznica. Ova dva vida zaduživanja se najčešće koriste prilikom finansiranja projekata od značaja za opštinu odnosno grad. Prilikom donošenja Odluke o zaduživanju, o kojoj je prethodno bilo reči, konstatovali smo da u početnom stadijumu, opština odnosno grad ne poseduje sve potrebne informacije na osnovu kojih bi donela odluku o izboru najpovoljnijeg načina zaduživanja. Iz tog razloga, Odluka o zaduženju ne sadrži unapred definisan način zaduženja, već isključivo iznos potrebnih sredstava, predviđeni vremenski rok kada se sredstva moraju vratiti, okvirni iznos kamatne stope i drugih troškova, kao i svrhu zaduživanja. Stoga, najcelishodnije je da se odmah po pribavljenom pozitivnom mišljenju Ministarstva za finansije, pristupi otpočinjanju procedure za zaduživanje i emitovanje obveznica, ali i za zaduživanje putem kredita. Iako je reč o dva različita modela zaduživanja, inicijalne radnje koje se preduzimaju radi otpočinjanja oba procesa zaduživanja su relativno slične. Podaci koji se traže, kao i potrebne analize, u najvećoj meri se međusobno podudaraju. Iz tog razloga, opština ili grad započinje i postupak javne nabavke kredita. Iz istog razloga, ali i zbog relativno sličnih podataka koji se traže, potrebno je analizirati pravnu prirodu ove procedure i njena osnovna obeležja.

Emitovanje municipalnih obveznica nije regulisano odredbama **Zakona o javnim nabavkama**¹³⁰. Za postupak odobrenja kredita, zahteva se pokretanje postupka javne nabavke – kredita. Procedura za pokretanje javne nabavke kredita

¹³⁰ Čl. 7. stav 1. tačka 11. Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015)

je regulisana Zakonom o javnim nabavkama¹³¹. Ovim zakonom se uređuje planiranje javnih nabavki, uslovi, način i postupak javnih nabavki. Zakon o javnim nabavkama je se primenjuje na naručioce javnih nabavki, i to: državne organe, organe lokalne samouprave i organe autonomne pokrajine; kao i na pravna lica koja su osnovana u cilju zadovoljenja potreba od opšteg javnog interesa. S obzirom da opštine odnosno gradovi jesu lokalne samouprave u smislu Ustava R. Srbije i Zakona o lokalnoj samoupravi, odredbe ovog zakona se primenjuju u slučaju svih javnih nabavki koje se vrše, a koje su predviđene kao obavezne¹³². Da bi adekvatnije razumeli šta je predmet regulisanja ovog zakona i kako je on povezan sa predmetom istraživanja, neophodno je da se osvrnemo na zakonske definicije određenih pojmova od značaja. U smislu Zakona o javnim nabavkama, javne nabavke podrazumevaju svaku nabavku dobara, usluga ili radova od strane naručioca, na način i pod uslovima koji su propisani pomenutim zakonom¹³³. S obzirom da opština odnosno grad ima preliminarnu intenciju da se zaduži putem kredita, evidentno je da je reč o nabavci finansijskih usluga za koje se mora raspisati tender. Zakonom je predviđen ugovorni odnos koji nastaje između naručioca posla i ponuđača. Shodno tome, Zakon definiše ovaj ugovorni odnos kao odnos koji ima karakter teretnog ugovora, a koji je sastavljen u pisanoj odnosno elektronskoj formi. Lice odnosno subjekt koji vršu ponudu dobara, usluga ili radova u smislu ovog zakona jeste ponuđač. Zakon definiše preko trideset različitih pojmova od značaja, ali smatramo da iste nije neophodno analizirati, imajući u vidu predmet istraživanja.

Da bi postupak javne nabavke kredita bio što transparentniji, neophodno je da se primeni jedan od zakonom definisanih postupaka nabavke. U slučaju javne nabavke kredita, primenjuje se otvoreni postupak¹³⁴. Sam postupak javnih nabavki treba da bude efikasan i ekonomičan, da obezbedi konkurentnost i transparentnost u postupku, kao i da svi ponuđači imaju isti tretman od strane naručioca. Postavlja se pitanje da li je opština ili grad u obavezi da raspiše konkurs za javnu nabavku

¹³¹ Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015)

¹³² Čl. 2. Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015)

¹³³ Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015)

¹³⁴ Čl. 32. Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015). Otvoreni postupak je postupak u kojem sva zainteresovana lica mogu podneti ponudu.

kredita. Zakon eksplicitno ne navodi koji su to poslovi za koje je propisano da moraju biti sprovedeni u skladu sa odredbama ovog zakona. Umesto toga, zakonodavac je propisao novčani iznos za koji nije potrebno da se raspiše javni konkurs. Shodno članu 39. Zakona o javnim nabavkama, ukoliko nabavka odnosno njena procenjena vrednost nije veća od 500.000 dinara, odnosno ukupna vrednost istovrsnih nabavki na godišnjem nivou nije veća od 500.000 dinara, onda naručilac posla (u našem slučaju opština odnosno grad), nije u obavezi da raspiše javnu nabavku za kredit¹³⁵. Sasvim je jasno da, ukoliko opština ili grad se zadužuju radi finansiranja određenog infrastrukturnog projekta koji ima javni značaj, potrebna novčana sredstva za realizaciju ovog projekta će biti daleko veća od zakonskog minimuma koji je propisan odredbama Zakona o javnim nabavkama. Zato, opština ili grad mora da raspiše javni poziv za kredit, i to na način koji je definisan članom 32. ovog zakona. Shodno članu 60. Zakona o javnim nabavkama, opština odnosno grad je u obavezi da objavi poziv za podnošenje ponude za kredit. Poziv mora biti upućen svim subjektima koji obavljaju delatnost iz domena kreditnog poslovanja. Poziv je oglas o javnoj nabavci, i kao takav je definisan ovim zakonom. On sadrži poziv za dostavljanje ponuda, kao i prijava¹³⁶. Poziv za nabavku finansijske usluge kredita mora da sadrži sledeće elemente:

- Naziv naručioca;
- Adresa naručioca;
- Vrsta naručioca;
- Vrsta postupka javne nabavke;
- Vrsta predmeta;
- Naziv i oznaka iz opšteg rečnika nabavke;
- Kriterijum, elementi kriterijima za dodelu ugovora;
- Način preuzimanja konkursne dokumentacije;
- Način i rok za podnošenje ponude;
- Mesto, vreme i način otvaranja ponude;

¹³⁵ Čl. 39. Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015)

¹³⁶ Čl. 57. i 58. Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015). Oglasi o javnoj nabavci objavljuju se na Portalu javnih nabavki i na internet stranici naručioca. Naručilac može da objavi poziv za podnošenje ponuda ili prijava i u nekom specijalizovanom listu prema predmetu konkretne javne nabavke.

- Uslovi pod kojima predstavnici ponuđača mogu učestvovati u postupku otvaranja ponuda;
- Rok za donošenje odluke;
- Lice za kontakt;
- Članovi komisije.

U smislu elemenata koji moraju biti sastavni deo poziva, možemo razlikovati tri grupe elemenata. Prva, se odnosi na naručioca i sadrži elemente kojima se on bliže određuje, kao i predmet javne nabavke. Druga grupa elemenata se tiče kriterijuma za dodelu ugovora koji su definisani pozivom, a koje ponuđači moraju da ispune. Treći deo poziva se odnosi na proceduru podnošenja ponude, njenu evaluaciju i rokove za donošenje odluke.

Nakon formalnog pokretanja javne nabavke kredita, koja podrazumeva upućivanje poziva svim subjektima da dostave ponudu u vezi sa predmetom nabavke i uslovima definisanim u pozivu, potrebno je da prođe definisani rok u pozivu, da bi se ponude otvorile, i da bi opština odnosno grad mogla da proceni da li su ponude za kredit povoljnije od emitovanja municipalnih obveznica. U periodu dok se čeka odgovor ponuđača na upućen poziv za nabavku kredita, opština ili grad paralelno radi na definisanju elemenata emisije municipalnih obveznica. Realizacija ovog posla mora vremenski da se poklopi sa trenutkom kada su poznate ponude za kredit. U tom trenutku, opština ili grad ima pred sobom dve mogućnosti zaduživanja, putem kredita, ili pak putem emitovanja municipalnih obveznica. Opština odnosno grad će se odlučiti za onu vrstu zaduživanja koja je najpovoljnija, ali istovremeno i najcelishodnija za realizaciju projekta koji se finansira.

S obzirom na tok izdavanja municipalnih obveznica, kao i na obavezu opštine odnosno grada da se zaduži na finansijskom tržištu pod najpovoljnijim uslovima, sasvim je opravdano da se nakon donošenja odluke o zaduživanju, pokrenu paralelno dva procesa zaduživanja, kreditno zaduženje i emitovanje municipalnih obveznica. Kako procedura u vezi sa kreditnim zaduživanjem spada domen javnih nabavki u smislu zakona, potrebno je prvo započeti ovu proceduru, pa tek onda onu koja je vezana za emitovanje municipalnih obveznica. U

određenom vremenskom trenutku, opština ili grad će se odlučiti za jednu od dve moguće varijante zaduživanja, što je i po nama najcelishodniji pristup, s obzirom da emitovanje municipalnih obveznica, iako povoljniji način zaduživanja, može da bude i skuplje ukoliko kretanja na finansijskom tržištu nisu povoljna. Opština ili grad u trenutku donošenja odluke o zaduživanju nema ove podatke, pa je zato i neophodno da joj prilikom zaduživanja obe opcije budu na raspolaganju, kako bi prihvatila onu koja je za nju od najboljeg interesa. U nastavku istraživanja, akcentat će biti stavljen na analizu procedure u vezi sa emitovanjem municipalnih obveznica, koja je rađena na pretpostavci, da se opština odnosno grad opredelila za ovaj vid zaduživanja.

1.4. Elementi i preliminarno utvrđivanje strukture municipalnih obveznica

Iako je reč o početnoj fazi u procesu izdavanja obveznica, poželjno je da u saradnji sa finansijskim savetnikom, emitent obveznice preliminarno utvrdi određene elemente municipalnih obveznica, tj. njihovu strukturu¹³⁷. Obveznice kao hartije od vrednosti mogu biti materijalizovane i dematerijalizovane. Shodno odredbama Zakona o tržištu kapitala, obveznice kao hartije od vrednosti su dematerijalizovane i postoje u elektronskom zapisu koji se vodi u Centralnom registru. Ipak, svi elementi materijalizovanih obveznica se mogu naći i kod dematerijalizovanih. Drugim rečima, kada govorimo o strukturi municipalnih obveznica, govorimo o **plaštu i kamatnom kuponu**. Pored toga, u strukturi municipalnih obveznica definisan je rok dospeća obveznica, valuta u kojoj se obveznica izdaje, vrsta kupona, i broj serije. **Plašt municipalne obveznice** jeste jedan od dva najvažnija elementa obveznice. U njemu su inkorporirani sledeći podaci:

- oznaka je hartija od vrednosti obveznica;

¹³⁷ Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiranih sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8.

- oznaka koja vrsta obveznice je u pitanju (u našem slučaju reč je o municipalnoj obveznici);
- naziv i sedište emitenta obveznica;
- ukoliko je kupac unapred poznat, onda naziv i sedište kupca;
- ukoliko je kupac nepoznat, onda oznaka da glasi na donosioca;
- novčani iznos na koji glasi obveznica (nominalna vrednost obveznice);
- visina kamatne stope;
- datum i mesto plaćanja kamate i glavnice (nominalne vrednosti);
- mesto i datum izdavanja;
- oznaka serije;
- kontrolni broj obveznice;
- faksimil potpisa ovlašćenog lica; i
- pečat emitenta.

Pored **plašta** koji sadrži elemente koji su prethodno navedeni, municipalne obveznice sadrže i **kamatni kupon**. Kamatni kupon je deo obveznice i sadrži sledeće podatke:

- oznaka serije;
- broj kupona;
- visina kamate;
- datum dospeća;
- mesto, datum i način plaćanja kamate;
- potpis ovlašćenog lica, i
- pečat.

U zavisnosti od stepena razvijenosti finansijskog tržišta, tačnije tržišta kapitala na kojem se trguje obveznicama, isplata kamate se vrši dva puta godišnje. Dosadašnja praksa u Republici Srbiji u pogledu isplate kamate po osnovu emitovanih municipalnih obveznica, nalaže da se isplata vrši na godišnjem nivou

(jednom godišnje), a u retkim slučajevima po dospeću obveznica na naplatu¹³⁸. Elementi municipalnih obveznica su najvećim delom ekvivalentni sa elementima drugih vrsta obveznica. Reč je obaveznim elementima.

Određivanje strukture municipalnih obveznica je veoma zahtevan posao, koji se mora realizovati u saradnji sa izabranim finansijskim savetnikom. S obzirom da u ovoj fazi emisije obveznica, dok se paralelno vrši procedura javne nabavke kredita, potrebno je samo preliminarno utvrditi osnovnu strukturu obveznica¹³⁹. Kasnije se ona može korigovati, sve do donošenja Odluke o emisiji. Ipak, smatra se poželjnim, da preliminarno utvrđena struktura obveznica nema mnogo devijacija u odnosu na onu koja je definisana u okviru Odluke o emisiji.

Prilikom definisanja preliminarne strukture municipalnih obveznica, potrebno je definisati **rok dospeća obveznica**. Rok dospeća obveznica je budući trenutak u vremenu, čijim nastupom, obveznica koja je izdata dolazi na naplatu¹⁴⁰. Definisane roka dospeća obveznica, mora se odrediti u saradnji između emitenta obveznica i angažovanog finansijskog savetnika. Takođe, prilikom definisanja roka dospeća, moraju se uzeti u obzir određeni faktori od značaja. Prvo, ukoliko se finansira infrastrukturni projekat od javnog značaja, poželjno je da obveznice ne dolaze na naplatu sve dok projekat ne bude realizovan. Stoga, mora se prethodno definisati rok u kojem će projekat biti realizovan, te će se tako definisan rok uzeti u obzir prilikom definisanja roka dospeća obveznica na naplatu. Drugo, definisanje roka dospeća obveznica na naplatu, u najvećoj meri zavisi od niza različitih faktora koji se javljaju na finansijskom tržištu. S obzirom da su municipalne obveznice dugoročne hartije od vrednosti, rok dospeća mora biti duži od jedne godine. Pored toga, rok dospeća obveznica mora biti tako određene da se isplata obaveze po osnovu izdatih obveznica, realizuje u najpovoljnijem mogućem trenutku za emitenta. Zato je neophodno adekvatno analizirati budžet opštine odnosno grada, a naročito nivo zaduženosti, kao i dinamiku otplate drugih dugova koji dolaze na naplatu. Treće, moraju se uzeti u obzir i interesi potencijalnih investitora, pa bi u

¹³⁸ Trpčevski, M. (2015): *Kamatni rizik ulaganja u obveznice - nekonvencionalne metode merenja*, Bankarstvo, ISSN: 1451-4354.- god. 44, br. 2, str. 104-117.

¹³⁹ Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiranih sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8.

¹⁴⁰ Trajković, M. (2007): *Vodič kroz municipalne obveznice*, Novi Sad.

preliminarnim razgovorima bilo poželjno ispuniti koji su rokovi u skladu sa njihovim interesima. Dakle, emitent mora da razmotri sve ove faktore prilikom preliminarnog određivanja roka dospeća obveznica. Uloga i značaj finansijskog savetnika u ovoj fazi emisije je veoma značajna, jer upravo njegova stručnost i kompetentnost u analizama i predlozima mogu biti od velikog značaja za budući uspeh emisije obveznica.

Nakon definisanja roka dospeća municipalnih obveznica, potrebno je preliminarno odrediti i valutu na koju će obveznica glasiti.¹⁴¹ Određivanje valute, takođe je jedan od poslova koje bi izabrani finansijski savetnik trebao da obavi. Zakon o finansiranju lokalne samouprave i Zakon o javnom dugu propisuju, da se opština odnosno grad može zadužiti u dinarima i u drugoj inostranoj valuti. Opština odnosno grad može odlučiti da obveznice glase na dinarski iznos, ili na iznos u određenoj stranoj valuti (uglavnom je reč o evru ili dolaru). Uloga finansijskog savetnika je da na osnovu trendova tržišta novca, kao i kretanja domaće valute u odnosu na referentne inostrane, predloži model emitovanja municipalnih obveznica. Dosadašnja iskustva pokazala su da su se opštine i gradovi u R. Srbiji odlučivali za emisiju obveznica u domaćoj valuti, tj. u dinarima.¹⁴² Razlog za ovo treba tražiti u relativno stabilnom i predvidivom kretanju domaće valute u odnosu na dolar i evro. Pored toga, u poslednje četiri godine zabeležen je pad referentne kamatne stope koju određuje Narodna banka Srbije. Još jedan od razloga koji je uticao na izbor valute, jesu kupci municipalnih obveznica. Emisije obveznica su se uglavnom realizovale putem privatnog plasmana, unapred poznatom kupcu. Reč je o finansijskim organizacijama koje posluju na finansijskom tržištu R. Srbije, a koje su bile zainteresovane za obveznice u dinarima. Poslednja emisija municipalnih obveznica u R. Srbiji, obveznice Grada Šabac, bile su ponuđene putem javnog poziva svim zainteresovanim licima (prvi put su i građani bili u mogućnosti da kupuju obveznice). I ova emisija obveznica je bila u emitovana u domaćoj valuti. Iako ne postoje ograničenja u pogledu izbora

¹⁴¹ Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiram sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8.

¹⁴² Trpčevski, M. (2015): *Kamatni rizik ulaganja u obveznice - nekonvencionalne metode merenja*, Bankarstvo, ISSN: 1451-4354.- god. 44, br. 2, str. 104-117.

valute, sasvim je evidentno da za trenutno stanje na tržištu kapitala, kao i kretanja na inostranim tržištima, najpragmatičnije je da obveznice budu emitovane u domaćoj valuti.

Preliminarna struktura municipalnih obveznica, upravo podrazumeva početno definisanje buduće strukture obveznica. Cena, valuta, kamata jesu elementi obveznice, koje je potrebno okvirno definisati u ovoj fazi postupka emitovanja obveznica. Svakako da je u komunikaciji sa potencijalnim investitorima i finansijskim savetnikom moguće izvršiti određene promene, sve do donošenja formalne Odluke o emisiji obveznica. Ipak, naše mišljenje je da ova faza treba da bude kvalitetno realizovana, jer se upravo na osnovu preliminarne strukture emisije obveznica vrši i komparacija ovog načina zaduživanja. Podaci koji imaju preliminarni karakter treba da budu što približniji onim podacima koji će biti sadržani u Odluci o emisiji obveznica. U suprotnom, na bazi pogrešno urađene preliminarne strukture emisije obveznica, donete odluke su bazirane na pogrešno definisanim pretpostavkama, što može dovesti do zaduživanja po nepovoljnijim uslovima. Uloga i značaj finansijskog savetnika ogleda se upravo u izbegavanju ovog scenarija. Zato se i angažuje savetnik, da bi se predupredio ovaj scenario, i omogućilo opštini odnosno gradu da na osnovu relevantnih i preciznih projekcija i analiza izabere najoptimalniji metod zaduživanja.

1.5. Preliminarno utvrđivanje indikativnih uslova

Nakon uspešno realizovane prve faze u postupku emitovanja municipalnih obveznica, emitent se priprema za realizaciju druge faze emisije. Uspešno definisana preliminarna struktura municipalnih obveznica obavezuje na dalje potrebne analize, kako bi emisija obveznica bila uspešno realizovana. U tom smislu, emitent mora utvrditi prethodno i aktuelno stanje na domaćem i inostranom finansijskom tržištu¹⁴³. Analiza domaćeg i inostranog finansijskog tržišta treba da ukaže na podatke o emisijama municipalnih obveznica u

¹⁴³ Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiranih sredstvia EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8.

prethodnom periodu. U zavisnosti od veličine finansijskog tržišta, kao i njegove povezanosti sa finansijskim tržištima u okruženju, fokus analize može obuhvatiti samo domaće tržište municipalnih obveznica, ili i domaće i tržište municipalnih obveznica u okruženju. Ukoliko je finansijsko tržište razvijeno, ukoliko je reč o tržištu značajnog obima trgovanja, sa velikim brojem investitora i značajnim brojem realizovanih emisija municipalnih obveznica, onda emitent analizira isključivo domaće tržište municipalnih obveznica. Najbolji primer jeste tržište municipalnih obveznica u SAD, gde u svakom momentu postoji značajan broj opština i gradova koji emituju municipalne obveznice. Ako je pak tržište i privreda jedne zemlje slabo razvijeno, onda to tržište nije dovoljno referentno za utvrđivanje indikativnih uslova za realizaciju emisije. U tom slučaju, potrebno je analizirati i lokalna tržišta u okruženju, koja mogu pružiti više podataka od značaja za utvrđivanje uslova emisije obveznica. U ovoj fazi, emitent se takođe oslanja na kompetencije angažovanog finansijskog stručnjaka, čiji je zadatak da analizira domaće tržište i tržišta u okruženju. Cilj istraživanja je da se utvrde slične karakteristike i sličan kreditni rizik, koji je postojao kod već realizovanih emisija municipalnih obveznica¹⁴⁴. Na taj način, emitent municipalnih obveznica će se upoznati sa sličnim obveznicama koje su u prethodnom periodu emitovane. Samim tim će adekvatnije i potpunije identifikovati rizike koji postoje, naročito one koji se tiču kreditnog rizika. Pored toga, cilj dobijanja ovih podataka je da se dođe i do informacija u vezi sa samim postupkom realizacije ovih emisija, posebno u pogledu angažovanja međunarodne rejting agencije koja bi izdavaocu i, ili samoj emisiji obveznica dodelila kreditni rejting.

Pitanje angažovanja međunarodne rejting agencije može biti značajno sa stanovišta interesa emitenta obveznica.¹⁴⁵ Smatramo da je postojanje kreditnog rejtinga poželjno, ali se ono mora razmatrati sa stanovišta potencijalnih kupaca municipalnih obveznica. Finansijski savetnik mora prilikom definisanja preliminarne strukture emisije obveznica, da ima u vidu i prethodno

¹⁴⁴ Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiranih sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8.

¹⁴⁵ Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiranih sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8.

identifikovane uslove emisije, a naročito one koji se odnose na potencijalne kupce. Definisane mogućih potencijalnih kupaca municipalnih obveznica, pružiće odgovor i na pitanje da li treba angažovati rejting agenciju, koja bi definisala kreditni rejting emitenta obveznica i/ili emisiju obveznica. Ako ovom pitanju pristupimo sa stanovišta interesa kupaca, onda je sasvim sigurno da će municipalne obveznice koje imaju kreditni rejting ili isti postoji za emitenta, biti daleko privlačnije i sigurnije za ulaganje nego one koje nemaju. Međutim, ovde se postavlja pitanje celishodnosti angažovanja agencije za rejting. Naime, ako je procenjeno da su potencijalni kupci investitori kako domaći tako i inostrani subjekti, te da je ukupna vrednost emisije značajna i za inostrane investitore, onda je svakako poželjno angažovati rejting agenciju koja bi, ili rangirala emitenta obveznica, ili i emitenta i obveznice. Ipak, angažovanje međunarodne rejting agencije povlači za sobom relativno visoke troškove. Ovi troškovi ulaze u ukupan iznos troškova koji su namenjeni za realizaciju emisije obveznica, i zajedno sa nominalnim zaduženjem čine ukupno zaduženje opštine odnosno grada. Ukoliko su potencijalni kupci obveznica već unapred poznati, i ukoliko je reč o domaćim investitorima na finansijskom tržištu, ili pak individualnim kupcima, onda smatramo da je ekonomski necelishodno izdvojiti značajna finansijska sredstva za ovu namenu. Ovo je jedno od pitanja koje mora biti razmotreno zajedno sa finansijskim savetnikom, a odluka mora biti bazirana na jasnim projekcijama i pokazateljima. Na taj način će svaka odluka koja bude donešena po ovom pitanju biti ispravna, pod uslovom da je bazirana na prethodno definisanim kriterijumima.

1.6. Ispitivanje tržišta i analiza tražnje

U uvodnom delu ovog poglavlja, naglasismo daće u fokusu istraživanja biti postupak emitovanja municipalnih obveznica, u kome će pored normativnog, odnosno pravnoadministrativnog aspekta ovog pitanja, biti izvršeno istraživanje koje će ukazati i na druge faze odnosno elemente postupka emitovanja obveznica. Upravo ovaj segment poglavlja se, jednim delom, bavi istraživanjem koje će ukazati na značaj određenih analiza, a koje se moraju obaviti od strane emitenta kako bi

emisija municipalnih obveznica bila što uspješnija. Moramo naglasiti da je uglavnom reč o ispitivanjima, analizama i projekcijama koje spadaju u domen poslova angažovanog finansijskog savetnika. Ekonomska priroda ovih istraživanja zahteva nivo kompetentnosti i znanja zbog kojih je finansijski savetnik i angažovan. Ipak, ponovno moramo istaći da sve navedeno predstavlja preliminarnu fazu u postupku izdavanja obveznica, koja treba da pruži što potpunije podatke o emisiji municipalnih obveznica, kako bi se opština odnosno grad zadužila na najpovoljniji mogući način.

Ispitivanje tržišta je direktno u funkciji prikupljanja preliminarnih podataka, koji će da posluže kao osnov za definisanje konačne strukture emisije obveznica. Ispitivanje tržišta se sprovodi u cilju prikupljanja relevantnih podataka o trenutnom stanju na tržištu kapitala, u okviru njega i tržištu municipalnih obveznica, o kretanju ponude i tražnje za ovim hartijama od vrednosti, njihovom kotiranju u odnosu na druge vrednosne hartije, stepenu zainteresovanosti investitora da ulažu svoj kapital u ove obveznice, i projekcijama budućih kretanja na ovom tržištu¹⁴⁶. U zavisnosti od stepena razvoja privrede jedne države, kao i njene fiskalne decentralizacije, kao i kapaciteta opština i gradova, zavisi i stepen razvoja tržišta municipalnih obveznica. Zemlje u razvoju, među kojima je i R. Srbija imaju relativno nerazvijeno tržište ovih hartija od vrednosti. Osnovna karakteristika ovih tržišta, je da postoji mnogo veća tražnja u odnosu na ponudu ovih vrednosnih hartija.

Drugi parametar koji se mora uzeti u obzir, jesu kretanja na ovom tržištu u prethodnom periodu. Naime, ukoliko su tendencije poslovanja na ovom tržištu pozitivne i stabilne, onda je jasno da postoji dovoljan stepen sigurnosti ulaganja, što utiče i na nivo njihove tražnje na tržištu. Ukoliko je tržište slabo i nerazvijeno, a pritom su skorija kretanja na istom bila negativna ili nestabilna, onda je ovo indikator investitorima da ne ulažu svoj kapital u ove hartije od vrednosti. Shodno tome, finansijski savetnik mora izvršiti ispitivanje tržišta, i na osnovu prethodno navedenih pokazatelja determinisati perspektivu buduće emisije obveznica.

¹⁴⁶ Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiranih sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8.

Ukoliko su trendovi negativni, onda je celishodnije da se emisija obveznica odloži za kasniji period, kada okolnosti na ovom tržištu postanu pozitivne. Ako je projekat takve prirode i značaja da se mora u datom roku realizovati, onda je ovo odličan trenutak da se opština odnosno grad opredeli za kreditni aranžman putem kojeg će doći do potrebnih novčanih sredstava. Ukoliko su pak trendovi na tržištu pozitivni, i zasnovani na jasnim pokazateljima, onda bi predlog finansijskog savetnika trebao da ide u pravcu izbora zaduživanja putem emitovanja municipalnih obveznica u odnosu na kreditno zaduživanje.

Drugi faktor koji se mora uzeti u obzir u ovom stadijumu postupka emitovanja obveznica, jeste analiza i projekcija tražnje za ovim hartijama od vrednosti¹⁴⁷. I ovaj posao je u nadležnosti finansijskog savetnika, pa je sasvim očigledno da, iako nije pravnoformalno potrebno da se imenuje finansijski savetnik, poslovi koji se moraju odraditi, naročito u inicijalnom periodu nakon donošenja odluke o zaduživanju, veoma su zahtevni i iziskuju niz analiza, projekcija i izveštaja. Cilj analize tražnje je ispitivanje tržišta, na kom posluju investitori koji su spremni da svoj kapital ulože u ove vrednosne hartije. Tražnja na tržištu kapitala zavisi od mnogih faktora, ali su dosadašnja iskustva opština i gradova u R. Srbiji pokazala da postoji dovoljan broj finansijskih investitora koji su zainteresovani za ulaganje u municipalne obveznice. Potencijalni investitori su investicioni fondovi, privatni penzijski fondovi, različite finansijske organizacije, kako domaće tako i inostrane, osiguravajuća društva. Na tražnju svakako utiče i stabilnost celokupnog finansijskog tržišta u prethodnom periodu, kao i buduće projekcije koje daju renomirane domaće i međunarodne institucije. Zadatak finansijskog savetnika je da prepozna momenat u kom se trenutno posluje na ovom tržištu, i da predloži da se emisija realizuju odmah, da se odloži za neki budući period u kom se prognoziraju bolja kretanja na tržištu, ili da se u potpunosti odustane od ideje emitovanja municipalnih obveznica. Svaka od ove tri preporuke mora biti donošena na osnovu relevantnih podataka i indikatora, tako da interes opštine odnosno grada bude maksimalno zaštićen. Stoga, smatramo da

¹⁴⁷ 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., ISBN 978-86-6047-096-8.

opština odnosno grad koji se odluči za zaduživanje, ne sme da pravi kompromise u pogledu izbora finansijskog savetnika. Kompromisi ove prirode, koji su uglavnom rezultat potrebe da se određene usluge dobiju pod povoljnijim uslovima, mogu se pokazati kao veoma pogrešni, jer je uloga i značaj izabranog finansijskog savetnika od neprocenjivog uticaja ne samo za postupak emitovanja municipalnih obveznica, već i za izbor najpovoljnijeg metoda zaduživanja.

1.7. Odluka o agentu – pokrovitelju emisije

Veoma značajna odluka koju je potrebno doneti je odluka o agentu odnosno pokrovitelju emisije. Preciznije, opština ili grad mora odlučiti da li agent emisije može imati i ulogu pokrovitelja emisije, ili će on biti samo agent emisije. Reč je o dve veoma različite uloge koje mogu biti od izuzetnog značaja za uspešnu realizaciju emisije obveznica. Odluka o modalitetu angažovanja agenta odnosno pokrovitelja emisije, prepuštena je emitentu obveznica¹⁴⁸. Postoji veoma značajna razlika između subjekta koji je agent emisije obveznica, i subjekta kome je poveren posao pokrovitelja emisije. Potrebno je jasno razgraničiti ulogu i značaj pokrovitelja emisije obveznica, u odnosu na agenta emisije obveznica.

Pokrovitelj emisije obveznica je investiciono društvo koje vrši ulogu pokroviteljstva u vezi sa ponudom i prodajom finansijskih instrumenata uz obavezu otkupa¹⁴⁹. Uloga i značaj pokrovitelja emisije obveznica je da na osnovu ugovornog odnosa sa emitentom obveznica obezbedi da se, po prethodno utvrđenim uslovima, izvrši otkup svih obveznica koje nisu prodate, a emitovane su u okviru jedne serije. Dakle, reč je o pružanju finansijske usluge, za koju se angažuje investiciono društvo. Pružanje usluge pokroviteljstva emisije, opština ili grad se obezbeđuje u slučaju da ne uspe da proda sve emitovane obveznice po utvrđenoj ceni. U tom slučaju, sve neprodate a izdate municipalne obveznice otkupljuje pokrovitelj emisije, po prethodno utvrđenoj ceni obveznice. Važno je

¹⁴⁸ 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., ISBN 978-86-6047-096-8.

¹⁴⁹ Čl. 2. st. 14. Zakon o tržištu kapitala (*"Sl. glasnik RS"*, br. 31/2011 i 112/2015)

napomenuti da je cena otkupa obveznica koje nisu prodate od strane pokrovitelja, uvek niža od one koja se prodavala drugim kupcima. Tako se emitent obezbeđuje u slučaju da ne uspe da proda sve obveznice po određenoj ceni, odnosno preostale neprodane obveznice otkupiće po nižoj i prethodno ugovorenoj ceni pokrovitelj emisije. Pravna priroda ovog posla jeste ugovorni odnos između emitenta obveznica i pokrovitelja koji je dvostrano obavezujući, ali i aleatorni ugovorni odnos. Naime, emitent obveznica plaća uslugu pokroviteljstva drugoj ugovornoj strani (investiciono društvo), ali u slučaju da se ne prodaju sve obveznice koje su izdate, investiciono društvo iz uloge pružaoca finansijske usluge, prelazi u ulogu kupca obveznica. Da li će do ovog posla doći, isključivo zavisi od toga da li će emitent prodati sve emitovane obveznice.

Investiciono društvo jeste privredno društvo koje je kao takvo definisano odredbama Zakona o tržištu kapitala. Shodno tome, ne može svako privredno društvo koje se bavi poslovima iz domena bankarstva da bude angažovano kao pokrovitelj emisije. ***Investiciono društvo je lice u čije redovne aktivnosti ili poslovanje spada pružanje jedne ili više investicionih usluga trećim licima, odnosno profesionalno obavljanje jedne ili više investicionih aktivnosti***¹⁵⁰. Dakle, da bi jedno pravno lice moglo da bude investiciono društvo, ono mora da se bavi pružanjem jedne ili više investicionih usluga trećim licima, ili da profesionalno obavlja jednu ili više investicionih aktivnosti. Stoga, nisu sve finansijske organizacije u poziciji da obavljaju navedene funkcije, pa samim tim ni da se pojavljuju u ulozi pokrovitelja emisije obveznica. Da bi se jedno lice moglo identifikovati kao investiciono društvo, ono mora generisati relativno veliku svotu kapitala sa kojom može da obavlja investicione aktivnosti. Zakon o tržištu kapitala prepoznaje dve vrste investicionih društava, i to: brokersko-dilerska društva i ovlašćene banke¹⁵¹. S obzirom da je zakonodavac sam definisao koja su to lica koja mogu biti investiciona društva, poslove iz domena pokroviteljstva emisije obveznica mogu obavljaju samo ova lica.

Brokersko-dilersko društvo je investiciono društvo u čije redovne aktivnosti ili poslovanje spada pružanje jedne ili više investicionih usluga trećim

¹⁵⁰ Čl. 2. st. 4. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015)

¹⁵¹ Čl. 2. st. 4. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015)

licima, odnosno profesionalno obavljanje jedne ili više investicionih aktivnosti¹⁵². Zakonski opis brokersko-dilerskog društva je identičan zakonskom opisu investicionog društva. Da ne bi bilo zabune, brokersko-dilersko društvo jeste investiciono društvo. Kada je u prethodno navedenom članu dat zakonski opis pojma investicionog društva, zakonodavac je samo pristupio adekvatnom definisanju ovog pojma. Pravni sistem R. Srbije ne poznaje posebnu pravnu formu privrednog društva, odnosno pravnog lica koje se identifikuje u pravnom prometu pod nazivom – investiciono društvo. Stoga, investiciono društvo kao pravno lice pod tim pojmom, ne postoji. Ali, zakonodavac je u Zakonu o tržištu kapitala definisao opšti okvir pod koji može da se svede i određeno pravno lice, kao privredni subjekt koji obavlja poslove iz domena koji se, po osnovu zakona, mogu smatrati poslovima investicionog društva. ***Da zaključimo, ne postoji investiciono društvo kao posebno pravno lice ili forma određenog subjekta.*** Investiciona društva su pravna lica registrovana za obavljanje određenih delatnosti, a koje su zakonom definisane kao delatnosti koje obavlja investiciono društvo. Brokersko-dilersko društvo jeste pravno lice koje je registrovano za obavljanje poslova iz domena brokerskog odnosno dilerskog sektora. Pored brokersko-dilerskih poslova, ovo lice može biti i investiciono društvo, ukoliko u svojim redovnim aktivnostima obavlja investicione usluge u skladu sa članom 2. st. 4. Zakona o tržištu kapitala. Brokersko-dilersko društvo već samom svojom registracijom stiče pravo da obavlja posao pokrovitelja emisija, ali samo ako je u svom dosadašnjem poslovanju obavljalo poslove koji su definisani pomenutom odredbom zakona. Pravno-formalno, svako brokersko-dilersko društvo može obavljati posao pokrovitelja emisije, ali ono istovremeno mora biti i investiciono društvo - status koji dobija samo ako obavlja poslove definisane zakonom.

*Ovlašćena banka je investiciono društvo koje predstavlja organizacionu jedinicu kreditne institucije, u čije redovne aktivnosti ili poslovanje spada pružanje jedne ili više investicionih usluga trećim licima, odnosno profesionalno obavljanje jedne ili više investicionih aktivnosti u vezi sa jednim ili više finansijskih instrumenata*¹⁵³. Da bi jedna banka imala status ovlašćene, u skladu sa pozitivnim

¹⁵² Čl. 2. st. 5. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015)

¹⁵³ Čl. 2. st. 6. Zakona o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015)

propisima R. Srbije, ona mora biti prvo kreditna institucija. Kreditna institucija je lice koje obavlja poslove u skladu sa odredbama zakona kojim se uređuju banke, odnosno kreditne institucije¹⁵⁴. Analogno tome, banka jeste kreditna institucija koja je po osnovu Zakona o bankama registrovana kao akcionarsko društvo i koja obavlja kreditne poslove¹⁵⁵. Naravno, to ne podrazumeva da je svaka banka koja je registrovana kao takva, istovremeno i ovlašćena banka. Analizirajući odredbe Zakona o tržištu kapitala, u ulozi pokrovitelja emisije može se pojaviti samo banka koja ima status investicionog društva, odnosno koja u okviru svojih redovnih aktivnosti u poslovanju pruža investicione usluge u smislu odredbi Zakona o tržištu kapitala. S obzirom na poslove koje imaju investicionu prirodu, sasvim je jasno da ne mogu sve banke da budu istovremeno i kreditne institucije sa statusom investicionog društva. Banke moraju raspolagati sa značajnim obimom kapitala, da bi mogle da obavljaju poslove iz oblasti investicionih usluga. Iz tog razloga, veoma je česta situacija da se u ulozi pokrovitelja emisije obveznica ne pojavljuje samo jedna banka, već konzorcijum banaka. Obim finansijskih sredstava potrebnih za realizaciju usluge pokroviteljstva emisije obveznica, često prevazilazi finansijske kapacitete jedne banke. Ukoliko postoji interes na finansijskom tržištu, stvara se konzorcijum banaka koji će finansijski moći da isprati realizaciju usluge pokrovitelja emisije. Ovlašćena banka, odnosno konzorcijum banaka mora da otkupi sve obveznice koje emitent nije prodao¹⁵⁶. Obim ove finansijske usluge može da varira u zavisnosti od uspeha primarne prodaje. Ukoliko emitent prilikom inicijalne prodaje ne uspe obveznice da proda drugim kupcima, pokrovitelj mora finansijski biti spreman da ako je potrebno otkupi vrednost kompletne emisije obveznica. Zato pokrovitelj mora raspolagati sa finansijskim sredstvima, koja su ekvivalentna ukupnoj vrednosti svih emitovanih municipalnih obveznica. Naravno, može se desiti da pokrovitelj i ne dođe u situaciju da otkupljuje izdate obveznice, ali samo ukoliko je emitent uspeo da proda sve obveznice koje je izdao. U tom slučaju, pokrovitelj emisije će naplatiti samo finansijsku uslugu pokroviteljstva, bez

¹⁵⁴ Bejatović, M. (2009): *Privredno pravo*, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad.

¹⁵⁵ Bejatović, M. (2008): *Bankarsko pravo i hartije od vrednosti*, Novi Sad : Privredna akademija, 2008 (Novi Sad : Alfa-graf NS) ISBN 978-86-84613-79-2 (broš.)UDK 347.734/.735(075.8)COBISS.SR-ID 228459783

¹⁵⁶ Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.

aktiviranja obaveze otkupa preostalih neprodanih obveznica po određenoj ceni. Sa stanovišta emitenta obveznica, važno je da se adekvatno analizira stepen potražnje za municipalnim obveznicama, kao i da se obave konsultacije sa finansijskim savetnikom u vezi angažovanja pokrovitelja emisije. Iako je njegovim angažovanjem emitent u potpunosti siguran da će prodati sve emitovane obveznice, cena koja se ugovara sa pokroviteljem, niža je od cene koja se ugovara sa drugim kupcima. Pored toga, ova finansijska usluga jeste dodatni novčani trošak za emitenta, što uvećava ukupne troškove emisije obveznica. Zato je izuzetno važno da se usluge pokrovitelja traže samo kada postoji nedovoljno informacija u vezi sa potencijalnim kupcima obveznica, kao i u slučaju kada kupac istih nije unapred poznat.

Agent emisije se angažuje u situacijama kada je emitent relativno siguran da postoji dovoljna tražnja na tržištu kapitala za obimom obveznica i vrednosti po kojoj će biti prodane. Agent emisije se stara i koordinira čitav proces emisije obveznica bez finansijske obaveze prema emitentu obveznica¹⁵⁷. Najveći i jedini rizik izbora agenta umesto pokrovitelja emisije, je rizik da se ne prodaju sve obveznice koje su emitovane. Zato je važno da emitent municipalnih obveznica adekvatno sprovede sve pripremne radnje koje smo u radu prethodno analizirali, i da se u skladu sa dostupnim podacima odluči za jednu od dve moguće opcije. Mišljenja smo, da kada je u pitanju emitovanje municipalnih obveznica na domaćem finansijskom tržištu kao što je tržište R. Srbije, da je sa stanovišta rizika prodaje prihvatljivije angažovati pokrovitelja emisije, bez obzira na uvećane troškove samog postupka izdavanja. Ovu tezu ćemo proveriti prilikom analize studije slučaja opština i gradova koje su do sada emitovale municipalne obveznice u R. Srbiji.

¹⁵⁷ Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiranih sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8 .

1.8. Javna prodaja ili privatni plasman

Ukoliko jedinica lokalne samouprave odluči da sredstva koja su joj neophodna za finansiranje projekta pribavi emitovanjem municipalnih obveznica, onda sledeća faza realizacije postupka jeste donošenje Odluke o načinu prodaje emisije obveznica. S obzirom da smo već paralelno analizirali i postupak u vezi sa pribavljanjem sredstava posredstvom kredita, važno je istaći da u ovoj fazi opština odnosno grad poseduje relevantne podatke o ukupnim troškovima zaduživanja, koja su vezana za kreditno zaduženje i zaduženje putem emisije obveznica. Ova faza podrazumeva dostupnost svih relevantnih podataka i okončanje svih radnji vezanih za oba načina zaduženja, pa opštini odnosno gradu ostaje da se odluči u tom smislu. Nastavak rada posvetićemo daljoj analizi postupka izdavanja municipalnih obveznica. Smatramo da nije celishodno analizirati i nastavak postupka kreditnog zaduženja, s obzirom da je on bio predmet analize samo u kontekstu šire predmetne orijentacije rada.

Metod odnosno način prodaje municipalnih obveznica jeste odluka koju donosi emitent obveznica¹⁵⁸. Ova odluka mora biti donešena u skladu sa najboljim interesima emitenta, uz uvažavanje drugih faktora koji su od uticaja na donošenje odluke. Emitent municipalnih obveznica ima diskreciono pravo da se odluči koji od dva modele prodaje obveznica je u skladu sa njegovim interesima. Ipak, ovo diskreciono pravo je donekle ograničenog dejstva, obzirom da postoje drugi relevantni faktori koji utiču na donosioca ove odluke. Faktori koji su od uticaja na odabir modela prodaje emisije obveznica jesu: regulatorni faktori, razvijenost finansijskog tržišta, nivo potražnje¹⁵⁹.

Regulatorni faktori su propisi koji važe u okviru pravnog sistema u kojem se obavlja postupak emitovanja obveznica. Propisi mogu biti takve prirode da emitent obveznica ili nema mogućnost izbora metoda prodaje, ili je postupak realizacije

¹⁵⁸ Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, *Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region*, str. 33-43.

¹⁵⁹ 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.

jednog od ova dva metoda znatno komplikovaniji od drugog. Propisi koji uređuju emitovanje municipalnih obveznica mogu biti takvi, da ne dozvoljavaju javnu prodaju ovih obveznica, ili u određenoj meri otežavaju samu realizaciju tog postupka. Javna ponuda podrazumeva otvoren poziv svim zainteresovanim subjektima da otkupe municipalne obveznice po određenoj ceni.¹⁶⁰ Privatni plasman podrazumeva prodaju obveznica unapred poznatom kupcu, po ceni i uslovima koji su prethodno definisani. Kada je u pitanju regulatorni okvir vezan za emitovanje obveznica u R. Srbiji do 2011., metod prodaje koji je mogao da se primenjuje je bio samo metod privatnog plasmana. Donošenjem Zakona o tržištu kapitala, omogućeno je da metod prodaje, pored privatnog plasmana, bude i putem javnog poziva. Odluka o metodu prodaje obveznica, posledično utiče i na samu dokumentaciju koja se mora dostaviti Komisiji za hartije od vrednosti. Ukoliko se emitent odluči za javnu prodaju, prilikom dostavljanja dokumentacije mora izraditi i Prospekt emisije municipalnih obveznica. Ako se odluči za privatni plasman, emitent u tom slučaju dostavlja samo Obaveštenje o emisiji obveznica. Ove obaveza su definisane Zakonom o tržištu kapitala, i kao takve, biće predmet analize u sledećem poglavlju. Fokus istraživanja biće usmeren na Prospekt, kao dokument koji se izrađuje od strane emitenta obveznica.

Faktor koji je od uticaja na izbor načina prodaje municipalnih obveznica jeste i razvijenost finansijskog tržišta¹⁶¹. Ukoliko ne postoje regulatorni faktori koji utiču na donošenje odluke emitenta o izboru načina prodaje obveznica, stepen razvijenosti finansijskog tržišta zaista predstavlja značajan faktor za donošenje ove odluke. Postoje različiti elementi koji se mogu uzeti u obzir prilikom analize da li je jedno finansijsko tržište razvijeno ili nije. Element koji je od značaja u kontekstu donošenja odluke o načinu prodaje obveznica, a odnosi se na stepen razvijenosti finansijskog tržišta, jeste broj učesnika na tržištu. Naime, izbor modela prodaje obveznica uslovljen je brojem učesnika koji se pojavljuju na finansijskom tržištu, a koji mogu biti potencijalni kupci obveznica. Ukoliko analiziramo tržište R. Srbije, kao kupci municipalnih obveznica pojavljuju se: osiguravajuće kompanije, penzioneri

¹⁶⁰ Vidi više: Zakon o tržištu kapitala (*"Sl. glasnik RS"*, br. 31/2011 i 112/2015)

¹⁶¹ 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., ISBN 978-86-6047-096-8.

fondovi, investicioni fondovi, brokersko-dilerska društva, banke i građani. Broj potencijalnih investitora zavisi od stepena razvoja pojedinačnih sektora poslovanja navedenih investitora. Stepenn razvoja tržišta osiguranja, obim poslovanja, broj učesnika, ostvarena dobit kao i drugi faktori, utiču na finansijske kapacitete osiguravajućih društava kao potencijalnih kupaca. Isti ovi faktori utiču i na ostale investitore. Stepenn razvoja određenih sektora finansijskog tržišta utiče na kapacitete i mogućnosti tih učesnika da investiraju u kupovinu municipalnih obveznica. Što su ovi sektori razvijeniji i njihovo poslovanje uspešnije, njihova uloga kao kupaca obveznica značajnija. Shodno tome, posledično se povećava i broj potencijalnih kupaca obveznica, što utiče na povećanje opšte tražnje za ovim hartijama od vrednosti. Povećanjem tražnje, emitent stiče širi spektar potencijalnih kupaca, što u najvećem broju slučajeva rezultira odlukom da se hartije od vrednosti ponude na javnu prodaju. Ukoliko pak finansijsko tržište ne sadrži sva obeležja koja smo istakli kao bitna, onda emitent raspolaže ograničenim brojem potencijalnih kupaca, pa je preporuka da prodaju prilagodi ovom stanju, i da u direktnim pregovorima sa potencijalnim kupcima definiše uslove otkupa obveznica. U tom slučaju, reč je o privatnom plasmanu.

Faktor potražnje, takođe je jedan od onih koji mogu uticati na odluku emitenta u vezi sa odabirom modela prodaje municipalnih obveznica¹⁶². Ukoliko je finansijsko tržište razvijeno, potražnja za municipalnim obveznicama će uvek biti značajna. Kupci obveznica smatraju da ulaganje u ove hartije od vrednosti na srednjoročnom i dugoročnom nivou, jeste u skladu sa njihovom politikom ulaganja i razvoja. Ovo se naročito odnosi na privatne penziona fondove, kao i investicione fondove. Ovi kupci najveći deo svog ulaganja investiraju u ovu vrstu hartija od vrednosti¹⁶³. Takođe, ukoliko tržište nije razvijeno, ali postoje jasne projekcije pozitivnog rasta u narednom periodu, i u tom slučaju će potražnja biti na visokom nivou. Obzirom da je emitentu u interesu da dobije najbolju moguću cenu za svoje obveznice, izbor javne prodaje ujedno predstavlja najbolje rešenje. U suprotnom,

¹⁶² 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., ISBN 978-86-6047-096-8.

¹⁶³ Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest

ukoliko nivo potražnje za ovim hartijama nije na visokom nivou, te ako je stabilnost poslovanja učesnika na tržištu upitna, u tom slučaju savetuje se odabir prodaje putem privatnog plasmana. Ekonomski je sasvim jasno da stepen potražnje diktira formiranje cene obveznica, pa je iz tog razloga potrebno adekvatno analizirati tržište i učesnike na istom, što smo u prethodnom segmentu rada i obrazložili.

Pitanje odabira modela prodaje je jedno od značajnijih pitanja sa kojim se emitent susreće u realizaciji postupka emisije obveznica. Ukoliko ostavimo na stranu prethodnu argumentaciju u vezi sa faktorima koji utiču na ovu odluku, i istu posmatramo sa isključivo ekonomskog stanovišta, sasvim je jasno da emitent uvek treba da odabere metod javne prodaje obveznica. Više je razloga za ovu tvrdnju. Prvo, metod javne prodaje predstavlja najtransparentniji oblik prodaje. Prodaja koja se obavlja putem javnog poziva upućenog svim zainteresovanim učesnicima na tržištu, je istovremeno i metod koji osigurava najveći stepen konkurentnosti. Drugo, transparentnost ovog modela prodaje smanjuje rizike nastanka korupcije. Ovo pitanje je veoma važno, imajući u vidu da se kao emitent pojavljuje opština odnosno grad. Korupcija kao fenomenološka pojava, vezana je za javni odnosno državni sektor. Treće, javni poziv povećava stepen informisanosti šireg društva, s obzirom da se kao obavezan dokument zahteva Prospekt emisije, koji sadrži podatke mnogo šireg obima od onih koji se dostavljaju prilikom prodaje obveznica putem privatnog plasmana. Ipak, odluka o načinu prodaje jeste kompleksna odluka koju emitent mora da donese. Emitent nije uvek u mogućnosti da donese odluku za koju smatra da je sa stanovišta njegovih interesa najpovoljnija. Reč je o kompromisnoj odluci koja uvek uzima u obzir interese emitenta obveznica, ali i faktora koje smo prethodno definisali i analizirali.

1.9. *Prospekt emisije municipalnih obveznica*

U prethodnom delu rada smo zaključili da emitent ima dve mogućnosti u pogledu načina prodaje municipalnih obveznica, putem javne prodaje ili putem privatnog plasmana. U zavisnosti od izbora koji učini, a koji je uslovljen i

određenim faktorima o koje smo u prethodnom poglavlju apostrofirali, zavise i dalji postupci i radnje koje je emitent u obavezi da izvrši. Izborom metoda javne prodaje kao načina prodaje emitovanih obveznica, emitent je u obavezi da sastavi dokument – Prospekt, koji sadrži detaljne podatke u vezi sa emisijom municipalnih obveznica. Pravni akt koji reguliše sadržinu prospekta jeste Zakon o tržištu kapitala. Odredbama ovog zakona, regulisana su sva pitanja od značaja u vezi sa sadržinom ovog dokumenta. Pored toga, zakon definiše i pojam javne ponude, pod kojim podrazumeva objavljivanje javne ponude na način na koji je to zakonodavac predvideo. *Javna ponuda hartija od vrednosti je svako obaveštenje dato u bilo kom obliku i putem bilo kog sredstva, a koje pruža 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 i ponuda i prodaja hartija od vrednosti preko finansijskih posrednika, odnosno pokrovitelja i agenta*¹⁶⁴. Zakonska definicija javne ponude nudi jedno vrlo precizno i nedvosmisleno tumačenje ovog pojma, i sastoji iz više segmenata.¹⁶⁵ Prvi definiše da je javna ponuda vid obaveštavanja. Ono može biti plasirano putem bilo kog sredstva i u bilo kom obliku. Zakonodavac nije imao intenciju da taksativno nabroji koja su sredstva informisanja adekvatna i u kom obliku, već je pristupio definisanju javne ponude u kontekstu informacija koje ona pruža. Stoga, emitent nema posebnu obavezu da ponudu objavi u novinama, ili putem nekog drugog sredstva informisanja. Zakonodavac se umesto toga fokusira na podatke koje obaveštenje mora da sadrži. Drugi segment definicije jeste i najznačajniji u pogledu definisanja javne ponude. Javna ponuda će biti ono obaveštenje koje daje dovoljno podataka o uslovima ponude i o hartijama od vrednosti iz ponude.¹⁶⁶ Na osnovu takvih podataka, investitor raspolaže sa dovoljno relevantnih informacija koje će mu omogućiti da investira u kupovinu ovih hartija od vrednosti. Alternativno, zakonodavac predviđa da se, u smislu člana ovog zakona, javnom ponudom smatra i prodaja hartija od vrednosti preko finansijskih posrednika, agenata odnosno

¹⁶⁴ Čl. 2. st. 37. Zakon o tržištu kapitala

¹⁶⁵ Komentar novog Pravilnika o sadržinici zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta i dokumentaciji koja se dostavlja uz zahtev za odobrenje prospekta ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011)

¹⁶⁶ Komentar novog Pravilnika o sadržinici zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta i dokumentaciji koja se dostavlja uz zahtev za odobrenje prospekta ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011)

pokrovitelja emisije. Sagledavanjem zakonskog opisa javne ponude, evidentno je da je zakonodavac pristupio definisanju koji se fokusira na kvalitet i dostupnost informacija zainteresovanim investitorima. Dispozitivno je pravo emitenta obveznica da sam odluči na koji način i putem kog sredstva informisanja će investitore obavestiti o emisiji obveznica. U smislu zakona, samo obaveštenja koja pored toga sadrže i relevantne informacije u vezi sa kupovinom ovih hartija od vrednosti, smatraće se javnom ponudom.

Prospekt u smislu zakona jeste dokument koji sadrži sve informacije od značaja za emisiju municipalnih obveznica i emitenta obveznica, a koje su propisane odredbama zakona. Zakon o tržištu kapitala reguliše sadržinu osnovnog i skraćenog prospekta. Prospekt sadrži sve relevantne informacije u vezi sa municipalnim obveznicama kao hartijama od vrednosti, kao i podatke o izdavaocu obveznica. Prospekt se izdaje kao zvaničan dokument u slučaju javne prodaje obveznica, odnosno njihovog uključivanja u trgovanje. Ukoliko je reč o privatnom plasmanu, emitent je u obavezi da objavi samo obaveštenje. Uloga i značaj prospekta je da pruži potpunu, preciznu i tačnu informaciju u vezi sa obveznicama koje se izdaju, kao i podatke o emitentu. Na osnovu sadržaja prospekta, investitori dobijaju sve relevantne informacije koje su od značaja za kupovinu ovih hartija od vrednosti. Moramo istaći da prospekt, kao obavezan dokument koji se dostavlja Komisiji za hartije od vrednosti, predstavlja veoma kompleksan i obiman dokument. Empirijski deo istraživanja ove disertacije obuhvatiće primere prospekta emisije municipalnih obveznica u R. Srbiji. Prikupljeni prospekti emisije municipalnih obveznica u R. Srbiji, opštinama i gradovima (Stara Pazova, Šabac, Pančevo), značajnog su obima, što je direktno uslovljeno odredbama Zakona o tržištu kapitala kojim se bliže definiše njegov sadržaj. U nastavku rada analiziraćemo odredbe koje bliže određuju sadržaj prospekta, i u tom smislu značaj podataka koje je emitent dužan da prikaže.

Da bi adekvatno razumeli značaj prospekta kao dokumenta koji sastavlja emitent municipalnih obveznica, moramo istaći da je njegova sadržina, način objavljivanje, pravna sigurnost i druga pitanja regulisana u preko dvadeset članova

Zakona o tržištu kapitala, kao i posebnim pravilnikom¹⁶⁷. Shodno tome, osnovni izvori koji regulišu ovu materiju jesu odredbe Zakona o tržištu kapitala i Pravilnika Komisije za hartije od vrednosti. Prospekt je najznačajniji i najobimniji dokument koji sastavlja emitent obveznica ili ponuđač. Podaci sadržani u ovom dokumentu čine najrelevantniji izvor podataka, kako u vezi sa obveznicama koje se nude, tako i u vezi sa izdavaocima istih. Značaj informacija sadržanih u prospektu ga čini najvažnijim dokumentom koji izdavalac sastavlja. Način njegovog objavljivanja, sadržaj podataka i odobrenje istog, regulisani su Zakonom o tržištu kapitala. Prospekt je dokument koji mora da sadrži sve informacije koje investitorima omogućavaju objektivnu procenu ulaganja u kupovinu municipalnih obveznica. Informacije sadržane u prospektu omogućuju investitoru da donese odluku o kupovini, a sve na temelju podataka koji mu pružaju uvid u finansijsko stanje emitenta obveznica, procenu imovine i obaveza emitenta, podatke o poslovnim dobitcima i gubicima, poslovne rezultate emitenta ukoliko postoje, i garancije ukoliko postoje. Informacije u prospektu moraju biti tačne i potpune¹⁶⁸. U vezi sa ovom odredbom zakona, važno je konstatovati sledeće. Iako je prospekt najznačajniji dokument koji je vezan za podatke od značaja za investitora, i iako ova odredba zakona definiše obavezu emitenta da dostavi tačne i potpune podatke, Komisija za hartije od vrednosti koja odobrava prospekt kao dokument, ne odgovara za tačnost podataka koji su u njemu sadržani.¹⁶⁹ Drugim rečima, iako je pravno-formalno jasno definisano da podaci moraju biti tačni, Komisija za hartije od vrednosti ne ulazi u proveru tačnosti ovih podataka, i ograđuje se od odgovornosti za netačnost istih. Njena uloga je da se sa formalnog aspekta pobrine da prospekt sadrži sve neophodne podatke, ali odobravanjem prospekta ona ne daje validnost podataka koji su u njemu sadržani. Stoga, iako se ovaj dokument dostavlja državnoj komisiji na odobrenje, isti ne znači i pravnu i ekonomsku verifikaciju podataka sadržanih u dokumentu. Ovo je eksplicitno propisano zakonom. Iz tog razloga, zakonodavac je propisao odgovornost subjekata koji

¹⁶⁷ Pravilnikom o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011 i 14/2013).

¹⁶⁸ Čl. 15. st. 2. Zakona o tržištu kapitala

¹⁶⁹ Komentar novog Pravilnika o sadržinici zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta i dokumentaciji koja se dostavlja uz zahtev za odobrenje prospekta ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011)

učestvuju u sastavljanju prospekta, u slučaju kada podaci sadržani u istom nisu saobrazni sa faktičkim stanjem. Drugim rečima, zakonodavac je predvideo odgovornost za prikazivanje podataka koji nisu tačni, a kao takvi su deo prospekta koji je odobren i objavljen.

Odgovornost za sadržaj prospekta je na subjektima, odnosno licima koja su učestvovala u sastavljanju ovog dokumenta¹⁷⁰. Odgovornost postoji za podatke koji su netačni, pogrešni ili pak takve prirode da dovode u zabludu. Pored toga, odgovornost postoji i u slučaju izostavljanja bitnih činjenica. Odgovornost za podatke se odnosi kako na one u vezi sa municipalnim obveznicama, tako i na podatke u vezi sa emitentom obveznica. U suštini, predviđena je odgovornost za sve podatke koji su u dokumentu sadržani. Postavlja se pitanje da li postoji odgovornost za one podatke koji su netačni, pogrešni, ili dovode u zabludu, ali je njihov značaj takav da nisu mogli biti od uticaja na donošenje odluke investitora u vezi sa kupovinom (npr. netačni podaci u vezi sa odgovornim licem, adresom emitenta, žiro-računom). Mišljenja smo da odgovornost postoji samo za one podatke, koji su direktno uticali na formiranje odluke emitenta u vezi sa kupovinom ovih obveznica. U drugim slučajevima, odgovornost u smislu ovog zakona ne postoji. Ukoliko su, pak, podaci takve prirode da mogu i utiču na donošenje odluke o kupovini, onda jeste reč o odgovornosti u smislu ovog zakona. Odgovornost u smislu ovog zakon 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;
- 5) nezavisni revizori izdavaoca, isključivo u vezi sa finansijskim izveštajima koji su uključeni u prospekt, a obuhvaćeni su njihovim izveštajem o reviziji;

¹⁷⁰ Komentar novog Pravilnika o sadržinici zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta i dokumentaciji koja se dostavlja uz zahtev za odobrenje prospekta ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011)

6) drugo lice koje preuzima odgovornost za tačnost i potpunost informacija u delu prospekta za koji je preuzelo odgovornost, isključivo u vezi sa tim podacima.¹⁷¹

Ova odredba zakona definitivno upućuje na odgovornost svih subjekata koji mogu biti povezani sa informacijama sadržanim u prospektu. Odgovornost je predviđena kako za pravna, tako i za fizička lica. Pored toga, iako je prospekt kao dokument sastavio emitent municipalnih obveznica, pojedini podaci sadržani u istom ne moraju biti podaci za čiju je tačnost odgovoran emitent. Primer za to su podaci, prikupljeni na osnovu nezavisne analize poslovanja emitenta od strane revizorske kuće koja je na tom poslu angažovana. Ukoliko se podaci iz izveštaja revizora pokažu netačnim u smislu ovog zakona, onda odgovornost pada na onog ko je tu procenu izvršio, tj. na revizora. S obzirom da je reč o podacima koje ne prikuplja isključivo emitent obveznica, bitno je spoznati objektivnu odgovornost onog koji je takve podatke dostavio. Upravo na primeru nezavisnog revizora, možemo zaključiti da odgovornost postoji prema subjektima odnosno licima koji su objektivno nadležni za podatke sadržane u prospektu. Radi podizanja stepena pravne sigurnosti u vezi sa podacima koji su sadržani u prospektu, zakonodavac je predvideo i potpisanu i overenu izjavu svakog lica koje je odgovorno za tačnost i potpunost informacija sadržanih u prospektu¹⁷². Pored toga, prospekt mora da sadrži i sve informacije o licima koja su odgovorna za tačnost i potpunost informacija u prospektu¹⁷³. Mišljenja smo da su zakonske odredbe, u smislu odgovornosti za podatke u prospektu, adekvatno definisane i da pružaju dovoljan stepen pravne sigurnosti. Komisija za hartije od vrednosti ne može biti odgovorna za tačnost podataka u prospektu, i takva praksa je propisana u većini država¹⁷⁴. Njena uloga jeste samo da se stara o potpunosti prospekta kao dokumenta, u smislu regulative. Veća odgovornost Komisije, u smislu tačnosti podataka, ne može biti propisana, niti je kao takva moguća. Pored toga, emitent mora u potpunosti prospekt uskladiti i sa odredbama pravilnika koji detaljnije reguliše ovo pitanje.¹⁷⁵

¹⁷¹ Čl. 19. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015)

¹⁷² Komentar novog Pravilnika o sadržinici zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta i dokumentaciji koja se dostavlja uz zahtev za odobrenje prospekta ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011)

¹⁷³ Čl. 19. st. 3. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015)

¹⁷⁴ Worlington, J.(2010): *Municipal bonds – Comparative Analysis*, European economic researche

¹⁷⁵ Pravilnikom o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011 i 14/2013).

Zahtev za odobrenje objavljivanja prospekta radi javne ponude, Komisiji podnosi izdavalac hartija od vrednosti ili ponuđač, a zahtev za odobrenje prospekta za uključivanje hartija od vrednosti na regulisano tržište, odnosno MTP - multilateralnu trgovačku platformu - podnosi izdavalac hartija od vrednosti.

Podnosilac zahteva dužan je da uz zahtev, u skladu sa članom 26. Zakona, dostavi sledeću dokumentaciju:

- odluku izdavaoca o izdavanju hartija od vrednosti, odnosno uključanju u trgovanje, sa svim dodatnim informacijama koje se dostavljaju regulisanom tržištu, odnosno MTP na koje se zahteva uključanje u trgovanje,
- prospekt koji može da se sastoji iz jednog ili više dokumenata i skraćenog prospekta,
- osnivački akt i statut izdavaoca,
- saglasnost nadležnog organa, ako je Zakonom ili drugim zakonom određeno da je izdavanje hartija od vrednosti dozvoljeno samo uz prethodnu saglasnost tog organa,
- akt o ispunjenju uslova za uključivanje hartija od vrednosti na regulisano tržište, odnosno MTP po odobrenju prospekta za uključanje hartija od vrednosti na regulisano, odnosno MTP tržište,
- ostalu dokumentaciju propisanu aktom Komisije.

U skladu sa Pravilnikom, uz zahtev je potrebno dostaviti:

- izvod iz registra privrednih subjekata za domaćeg izdavaoca, odnosno odgovarajući dokument s apostilom, ne stariji od 6 meseci sa overenim prevodom za stranog izdavaoca,
- rešenje o dodeli ISIN broja za hartiju od vrednosti, u slučaju izdavanja novih hartija od vrednosti,
- dokaz o uplati naknade Komisiji,
- drugu dokumentaciju po zahtevu Komisije.¹⁷⁶

¹⁷⁶ Pravilniko o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011 i 14/2013).

Potrebno je istaći da se prospekt od strane podnosioca mora dostaviti u dve verzije, pisanoj i elektronskoj verziji dokumenta. U skladu sa Pravilnikom, zahtev za odobrenje jedinstvenog prospekta sadrži sledeće podatke:

- poslovno ime, matični broj i sedište podnosioca zahteva koji je domaće pravno lice, odnosno poslovno ime, broj registracije ili identifikacioni broj i sedište podnosioca zahteva koji je strano pravno lice, odnosno ime, prezime, jedinstveni matični broj i prebivalište podnosioca zahteva koji je domaće lice, odnosno ime, prezime, broj pasoša ili drugi identifikacioni broj i sedište podnosioca zahteva koji je strano fizičko lice,
- podatke o vrsti, klasi i broju akcija koje se nude i opis prava koja proizilaze iz akcija ako se prospekt odnosi na akcije,
- podatke o vrsti, klasi, valuti izdanja i opis prava koja proizilaze iz hartije od vrednosti u slučaju da se prospekt odnosi i na dužničke hartije od vrednosti,
- ako se prospekt odnosi na vlasničke hartije od vrednosti koje nisu akcije, opis hartija od vrednosti koje se nude, podatke o vrsti, klasi i broju akcija na koje ta hartija od vrednosti daje pravo sticanja,
- ukupni predviđeni novčani iznos izdanja ili ponude, ukoliko je to moguće navesti,
- popis dokumentacije dostavljene u prilogu.

Podnosilac zahteva je u obavezi da priloži potrebnu dokumentaciju, nezavisno od toga da li traži odobrenje za objavljivanje prospekta, skraćenog prospekta ili dodatka prospektu.

Zahtev podnosioca se razmatra unutar nadležnosti Komisije za hartije od vrednosti¹⁷⁷. Pored dokumentacije koja je propisana odredbom zakona, sastavni deo prospekta čine finansijski izveštaji za poslednje dve godine sa izveštajem revizora, kao i godišnji izveštaj o poslovanju menadžmenta. Sastavni deo prospekta čine i konsolidovani finansijski izveštaji, kada je izdavalac obavezan da ih izradi u skladu sa zakonom kojim se uređuju računovodstvo i revizija. Moramo istaći da je podnošenje finansijskih izveštaja za poslednje dve godine od strane revizora neophodno. Pritom ne mislimo na zakonsku obavezu koja kao takva postoji.

¹⁷⁷ Komentar novog Pravilnika o sadržini zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta i dokumentaciji koja se dostavlja uz zahtev za odobrenje prospekta ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011)

Podnošenje finansijskih izveštaja je jedini način da se investitor uveri u način poslovanja emitenta i stepen njegovih finansijskih obaveza. Na osnovu ovih dokumenata, investitor može sagledati finansijske kapacitete emitenta, odnosno njegove mogućnosti u pogledu ispunjavanja obaveze nastale po osnovu izdavanja municipalnih obveznica. Pored toga, revizija se vrši od strane nezavisne revizorske institucije, koja je kao takva registrovana za poslovanje. Na taj način se podiže stepen sigurnosti investiranja u ove hartije od vrednosti, jer revizorska institucija garantuje za tačnost podataka koji su u izveštajima navedeni. *Komisija donosi rešenje o odobrenju objavljivanja prospekta, dokumenta o registraciji, dokumenta o hartijama od vrednosti i skraćenog prospekta u vezi sa hartijama od vrednosti koje će biti ponuđene javnosti ili uključene na regulisano tržište, odnosno MTP*¹⁷⁸. Komisija za hartije od vrednosti donosi rešenje koje se isključivo odnosi na hartije od vrednosti koje će biti ponuđene ili javnosti, ili uključene na regulisano tržište. Znači, odluka komisije u vidu rešenja, odnosi se samo na hartije koje su ponuđene javnosti ili se traži njihovo uključivanje na regulisano tržište. Ukoliko je metod prodaje privatni plasman unapred poznatom kupcu, u tom slučaju Komisija ne izdaje ovakvo rešenje. Ipak, ukoliko je predviđena mogućnost naknadnog uključivanja ovih hartija od vrednosti na regulisano tržište, onda se mora izdati prospekt za uključivanje već izdatih hartija od vrednosti na regulisano tržište kapitala. Rešenje, komisija donosi na osnovu odredaba Zakona o tržištu kapitala i Zakona o opštem upravnom postupku. Prilikom donošenja rešenja, Komisija za hartije od vrednosti se poziva na odredbe Zakona o tržištu kapitala¹⁷⁹ i odredbe Zakona o upravnom postupku¹⁸⁰. Formalni osnov za donošenje rešenja je sadržan u odredbama navedenih zakona. Ipak, donošenju rešenja prethodi formalni zahtev opštine ili grada za odobrenje objavljivanja prospekta, radi ili javne ponude, ili uključivanja na regulisano tržište kapitala. Uključivanje na regulisano tržište kapitala, kada je u pitanju finansijsko tržište R. Srbije, podrazumeva uključivanje ovih hartija od vrednosti na regulisano tržište Beogradske berze a.d. Beograd.

¹⁷⁸ Čl. 27. st. 1. Zakon o tržištu kapitala (*"Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015*)

¹⁷⁹ Na osnovu člana 262. st.1 tačka 2. Zakona o tržištu kapitala - Komisija, u okviru svojih nadležnosti i u skladu sa odredbama zakona nadležna je između ostalog i da odobrava objavljivanje prospekta za javnu ponudu i uključivanje finansijskih instrumenata u trgovanje.

¹⁸⁰ Na osnovu člana 192. Zakona o upravnom postupku - Na osnovu odlučnih činjenica utvrđenih u postupku, organ nadležan za rešavanje donosi rešenje o upravnoj stvari koja je predmet postupka.

Rešenje Komisije može biti odobravanje, odbacivanje i odbijanje prospekta. Rešenje kojim se odobrava izdavanje prospekta, sadrži četiri člana. Komisija u rešenju navodi:

- naziv opštine odnosno grada kom se odobrava objavljivanje prospekta;
- broj emisije;
- ukupan broj municipalnih obveznica;
- pojedinačna nominalna vrednost jedne municipalne obveznice;
- ukupan obim vrednosti municipalnih obveznica;
- njihovo uključivanje na segment regulisanog tržišta Beogradske berze (opciono);
- dostavljanje Rešenja Komisije Centralnom registru, depou i kliringu hartija od vrednosti i organizatoru tržišta; i
- objavljivanje Rešenja na sajtu Komisije za hartije od vrednosti.

Ukoliko se podnosiocu zahteva iz određenih razloga ne može pozitivno odgovoriti, Komisija za hartije od vrednosti ima dve mogućnosti: *da odbaci zahtev za odobravanje prospekta, ili da odbije zahtev za odobravanje prospekta*¹⁸¹. Odbacivanje odnosno odbijanje za odobravanje prospekta, predstavljaju rešenja koja nisu pozitivna za podnosioca zahteva, te za posledicu imaju nemogućnost objavljivanja prospekta. Ipak, postoje razlike između odbacivanja i odbijanja zahteva za izdavanje prospekta. *Odbacivanje zahteva za objavljivanje prospekta je moguće iz sledećih razloga:*

- 1) zahtev je podnelo neovlašćeno lice;
- 2) sam zahtev je nepotpun iz drugih razloga i podnosilac nije u ostavljenom roku dopunio zahtev;
- 3) nije pribavljena obavezna saglasnost nadležnog organa iz člana 26. stav 3. tačka 4) ovog zakona;

¹⁸¹ Komentar novog Pravilnika o sadržinici zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta i dokumentaciji koja se dostavlja uz zahtev za odobrenje prospekta ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011)

4) nije pribavljena potvrda da je regulisano tržište, odnosno MTP spremno da uključi hartije od vrednosti u trgovanje, a ukoliko je zahtev podnešen u tu svrhu;

5) obavezne naknade propisane tarifnikom Komisije nisu plaćene;

6) nisu ispunjene druge pretpostavke za vođenje postupka¹⁸²

Odbacivanje zahteva za objavljivanje prospekta, vezano je za formalno-pravne pretpostavke koje su u vezi sa emitovanjem municipalnih obveznica. Odbacivanjem zahteva, Komisija za hartije od vrednosti ne ulazi u suštinske elemente zahteva, već konstatuje samo njegove formalne nedostatke. Da bi mogla da pokrene postupak u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala i Zakonom o opštem upravnom postupku, zahtev mora ispunjavati formalne pretpostavke da bi se o njemu moglo raspravljati. Odbacivanjem zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta, komisija u rešenju navodi osnov za donošenje ovakve odluke. S obzirom da su u pitanju formalne pretpostavke koje su otklonjive prirode, podnosilac zahteva može otklanjanjem ovih razloga ponovo podneti zahtev za odobrenje prospekta. Razlozi koji su navedeni u rešenju o odbijanju zahteva za odobrenje prospekta, otklonjive su prirode, stoga podnosilac zahteva mora pristupiti njihovom otklanjanju. *Odbijanje zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta, zasnovano je na nedostacima sadržanim u samom prospektu*¹⁸³. Za razliku od odbacivanja zahteva, kod odbijanja zahteva Komisija za hartije od vrednosti analizira podnešeni zahtev opštine odnosno grada, tj. prospekt koji je podnešen uz zahtev. Odbijanjem zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta, Komisija u rešenju konstatuje određene razloge kao osnov za donošenje odluke, i to:

1) prospekt ili informacije dostavljene uz zahtev nisu u skladu sa zahtevima propisanim ovim zakonom ili aktima Komisije, a podnosilac ih nije u ostavljenom roku dopunio;

2) prospekt sadrži informacije koje su značajno pogrešne, netačne, dovode u zabludu ili su izostavljene značajne činjenice, što za posledicu ima pogrešno,

¹⁸² Član 28. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015)

¹⁸³ Komentar novog Pravilnika o sadržinici zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta i dokumentaciji koja se dostavlja uz zahtev za odobrenje prospekta ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011)

netačno ili obmanjujuće informisanje investitora, a podnosilac ih nije u ostavljenom roku dopunio;

3) podnosilac zahteva je izdavalac kome je Komisija izrekla neku od nadzornih mera zbog nepoštovanja odredbi poglavlja V. ovog zakona, a izdavalac nije postupio u skladu sa izrečenom merom;

4) podaci iz prospekta nisu u skladu sa odlukom izdavaoca o izdavanju hartija od vrednosti, njihovom uključenju u trgovanje ili ti podaci nisu u saglasnosti sa drugim podacima koje je potrebno dostaviti uz zahtev;

5) kada se prospekt odnosi na javnu ponudu hartija od vrednosti, a odluka nadležnog organa izdavaoca o izdavanju hartija od vrednosti je ništavna ili stavljena van snage;

6) nad izdavaocem je pokrenut postupak stečaja¹⁸⁴.

Rešenjem Komisije, konstatuje se neispunjenje određenih zahteva koji su definisani Zakonom o tržištu kapitala, odnosno Pravilnikom o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom. Rešenje Komisije precizira razloge odbijanja zahteva za dobijanje dozvole, i u zavisnosti od navedenih razloga, podnosilac zahteva može pristupiti otklanjanju istih. Komisija je ovlašćena da u postupku odobrenja prospekta zatraži dopune ili izmene koje se dostavljaju u pisanoj ili elektronskoj formi, pri čemu moraju biti potpisane od strane istih lica koja su potpisala prospekt i druga dokumenta ranije dostavljena Komisiji. Komisiji se dostavlja i izjava lica koja su potpisala prospekt, dokument o registraciji ili dokument o hartijama od vrednosti i skraćeni prospekt kojim se potvrđuje da nisu menjani delovi ranije dostavljene dokumentacije. Podnosilac zahteva mora, ukoliko ima intenciju da realizuje emisiju municipalnih obveznica, da postupi po rešenju i preduzme odgovarajuće mere i aktivnosti sa ciljem otklanjanja navedenih razloga u rešenju. Bez odobrenja prospekta od strane Komisije, nije moguće nastaviti dalji postupak emitovanja municipalnih obveznica. Stoga, ukoliko je

¹⁸⁴ Čl. 29. Zakon o tržištu kapitala (*"Sl. glasnik RS", br. 31/2011 i 112/2015*)

rešenje Komisije negativno, grad ili opština mora pristupiti otklanjanju razloga navedenih u rešenju.

Nakon dobijanja pozitivnog rešenja, kojim se odobrava zvanično objavljivanje prospekta od strane Komisije za hartije od vrednosti, podnosilac zahteva mora u predviđenom roku prospekt da objavi. Objavljivanje prospekta mora biti urađeno u relativno kratkom roku, u odnosu na rešenje koje je Komisija izdala. Rok u kojem podnosilac zahteva mora da objavi prethodno odobreni prospekt je 15 radnih dana. Ipak, mora se voditi računa da podnosilac zahteva ne zakasni sa objavljivanjem prospekta. Odobreni prospekt se mora objaviti pre početka javne ponude, odnosno pre uključivanja hartija od vrednosti na regulisano tržište¹⁸⁵. Veoma je važno da izdavalac municipalnih obveznica, opština ili grad, postupi u datom vremenskom okviru koji je predviđen za objavljivanje prospekta. Ukoliko u datom vremenskom periodu izdavalac municipalnih obveznica ne učini prospekt dostupnim javnosti, onda će i rešenje koje je doneto od strane Komisije, a kojim se odobrava objavljivanje prospekta, biti ništavo. U tom slučaju, protekom predviđenog roka a neobjavlivanjem prospekta, izdavalac gubi pravo da objavi prethodno odobreni prospekt, jer rešenje neće prozvoditi pravno dejstvo. U tom slučaju, izdavalac bi prospekt koji je već odobren, objavio u suprotnosti sa Zakonom o tržištu kapitala. Iako je reč o formalnom aspektu, važno je da podnosilac zahteva ima na umu ovu činjenicu, jer pravna validnost pozitivnog rešenja o odobravanju objavljivanja prospekta važi samo 15 dana od dana dobijanja rešenja. Protekom ovog roka, izdavalac municipalnih obveznica ili ponuđač mora ponovo podneti zahtev za odobrenje objavljivanja prospekta kod Komisije za hartije od vrednosti.

U prethodnom delu rada, ukazili smo na činjenicu da podnosilac zahteva prospekt mora učiniti javnim. Sam zakonodavac je definisao značenje ovog pojma, i pritom bliže definisao načine objavljivanja prospekta koji se smatraju javnim, u smislu odredbi Zakona o tržištu kapitala. Smatra se da je prospekt stavljen na raspolaganje javnosti, ukoliko je objavljen na jedan od sledećih načina, i to:

¹⁸⁵ Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiranih sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8

- 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;
- 4) u elektronskom obliku na internet stranici regulisanog tržišta, odnosno MTP na koje se traži uključivanje tih hartija u trgovanje¹⁸⁶.

Možemo zaključiti da prilikom definisanja načina objavljivanja prospekta, zakonodavac je malo detaljnije precizirao načine koji se smatraju javnom objavom u smislu ovog zakona, u odnosu na prethodnu analizu pojma javne ponude. Kada je u pitanju javna ponuda, zakonodavac je istu definisao na relativno opšti način, bez ulaženja u konkretne modalitete. U slučaju javnog objavljivanja prospekta, zakonodavac je donekle precizirao koji su to načini. Iako je ovo urađeno na malo konkretniji način, smatramo da je zakonodavac ipak trebao još detaljnije da precizira ove načine. Izuzetno je važno da prospekt koji se objavljuje bude dostupan najširem krugu subjekata, jer dostupnost ovog dokumenta utiče kako na potencijalni broj investitora kupaca obveznica, tako i na širu društvenu javnost. Smatramo da bi bilo adekvatno precizirati da jedan od načina objavljivanja prospekta obuhvati i medije, odnosno medijski prostor na teritoriji opštine odnosno grada koji izdaje municipalne obveznice. Time bi se stanovništvo ali i drugi subjekti na tom lokalitetu bliže upoznali sa ovim oblikom zaduživanja, kao i sa namenom sredstava, ukupnim troškovima i drugim aspektima emisije obveznica. Ovo rešenje je po nama svakako pozitivno, a sa stanovišta samog Zakona o tržištu kapitala, relativno lako sprovodljivo.

¹⁸⁶ Čl. 31. st. 1. Zakona o tržištu kapitala

Postoje određene situacije u kojima odobren prospekt od strane Komisije i trenutak okončanja javne ponude za hartije od vrednosti, obuhvataju vremenski interval u okviru kog mogu da nastupe određene činjenice od značaja u vezi sa emisijom municipalnih obveznica. Ukoliko u ovom periodu nastupe određene činjenice od značaja koje su sadržane u prospektu municipalnih obveznica, izdavalac obveznica ili ponuđač dužan je da odmah sačini dodatak prospektu. Ovaj dodatak on dostavlja Komisiji za hartije od vrednosti na način koji je predviđen zakonom odnosno pravilnikom, a Komisija postupa po istom na način kao i prilikom razmatranja prospekta. Ukoliko se podnese dodatak prospekta Komisiji, ne može se okončati postupak emisije obveznica, sve dok Komisija rešenjem ne odobri dodatak prospekta na način na koji je odobrila i sam prospekt. Podnosilac zahteva ne sme da preduzima dalje radnje u smislu realizacije emisije obveznica, sve dok ne dobije pozitivno rešenje Komisije. Izdavalac municipalnih obveznica odnosno ponuđač, dužan je da, ukoliko nastanu nove činjenice od značaja, ili se pak utvrdi postojanje bitne greške ili nepreciznosti informacija iz prospekta, a iste utiču ili mogu uticati na procenu hartija od vrednosti, ovi subjekti su u obavezi da sastave dodatak prospekta i isti dostave Komisiji na odobrenje.

Smatramo pozitivnim što je zakonodavac predvideo mogući scenario i normativno uredio način dostavljanja informacija od značaja svim subjektima. Precizirano je da se dodatak prospektu odobrava na isti način kao i prospekt, u roku koji nije duži od sedam radnih dana od dana prijema zahteva za odobrenje dodatka i objavljuje se prvog narednog radnog dana od dana odobrenja, na isti način na koji je objavljen prospekt.¹⁸⁷ Postavlja se pitanje šta je sa zaštitom interesa investitora, koji su se obavezali da kupe ili upišu hartije od vrednosti pre objavljivanja prospekta. U tom slučaju, predviđene su dve mogućnosti za ove investitore koje na jednak način vode računa o interesima investitora. Prvo, investitor ima pravo da odustane od kupovine municipalnih obveznica. Pravo da odustane od kupovine, upravo je povezano sa objavljivanjem i odobravanjem dodatka prospekta. U tom slučaju, investitor neće trpeti sankcije usled odustajanja od kupovine obveznica. Drugo, investitor može, pod novim uslovima ukoliko su

¹⁸⁷ Čl. 33. Zakona o tržištu kapitala

takvi definisani u dodatku prospekta, da odluči da i pod tim uslovima investira u kupovinu municipalnih obveznica. Zakonodavac nije precizirao u kom roku investitor ima pravo da donese odluku, s tim da taj rok ne može biti kraći od dva radna dana od dana objavljivanja dodatka. Mišljenja smo da je, usled novih informacija koje su sadržane u dodatku prospekta, a koje su od značaja za donošenje odluke u vezi sa kupovinom municipalnih obveznica, precizirani rok previše kratak. Smatramo da ovaj rok ne može biti kraći od pet radnih dana, jer izmene u prospektu koje se vrše mogu biti veoma značajne, te se za njihovo adekvatno razumevanje sa stanovišta investitora i njihovih ulaganja mogu zahtevati određene analize i istraživanja.

1.10. Odluka o načinu zaduživanja i Odluka o emitovanju municipalnih obveznica

Nakon sprovedene faze u realizaciji prikupljanja potrebnih novčanih sredstava, opština ili grad donosi odluku o načinu zaduživanja. Odluka o načinu zaduživanja je formalnopravni akt koji donosi nadležni organ opštine ili grada, a kojim se utvrđuje jedan od dva modaliteta zaduživanja. Usvajanjem odluke o načinu zaduživanja, opština ili grad se opredeljuje između kreditnog aranžmana i emitovanja municipalnih obveznica. Odluku o načinu zaduživanja donosi nadležni organ opštine odnosno grada, a to je skupština. Skupština Grada ili opštine na predlog gradskog odnosno opštinskog veća razmatra predloženi model zaduživanja, kao i uslove zaduživanja. U prethodnom delu rada zaključili smo da je skupština grada odnosno opštine nadležni organ za donošenje ove odluke. Ovoj odluci prethodi odluka o postupku zaduživanja, kojom se definišu osnovni parametri u vezi sa finansijskim sredstvima koja se traže, kao i modeli prikupljanja potrebnih sredstava. Na osnovu ove odluke skupštine, paralelno se pokreću dva postupka za prikupljanje novčanih sredstava – kreditni aranžman i postupak emitovanja municipalnih obveznica. Istakli smo da je ovo neophodno radi dobijanja najpovoljnijih uslova zaduženja na finansijskom tržištu. Usvajanje Odluke o načinu zaduživanja, skupština grada ili opštine sprovodi na jedan od dva

prethodno definisana modela zaduživanja, te se na osnovu ove odluke stiču pravni uslovi za odabir modela zaduživanja. Odluka o načinu zaduživanja je akt skupštine, na osnovu koje se dalje sprovode radnje u vezi sa okončanjem postupka zaduživanja. Odluka o zaduživanju bliže definiše uslove kapitalnih investicionih rashoda koji se finansiraju putem prikupljenih novčanih sredstava. Odluka o zaduživanju precizira metod zaduživanja - dugoročne hartije od vrednosti, tj. municipalne obveznice.

Odluka o emitovanju municipalnih obveznica bliže definiše uslove pod kojim se vrši emitovanje ovih obveznica. U odluci se mora definisati ukupan iznos novčanih sredstava koja će biti prikupljena po osnovu emitovanih municipalnih obveznica. Zatim se u odluci bliže definišu uslovi pod kojima se vrši emisija obveznica, i to:

- valuta u kojoj se obveznice emituju;
- broj serija emisije obveznica;
- rok dospeća;
- trajanje grejs perioda (ukoliko ga ima);
- kamatna stopa (fiksna ili varijabilna);
- nominalni iznos kamatne stope;
- efektivni iznos kamatne stope; i
- troškovi izdavanja municipalnih obveznica.

U zavisnosti od modela prodaje, odluka može da sadrži odredbu kojom je predviđeno da će se obveznice prodati putem javne ponude, ili pak putem privatnog plasmana. Ukoliko je reč o privatnom plasmanu, u odluci se precizira kupac odnosno kupci municipalnih obveznica. Bez obzira da li je reč o potpuno privatnom plasmanu ili javnoj ponudi, grad ili opština takođe odlučuje o angažovanju pokrovitelja emisije ili samo agenta emisije.¹⁸⁸ Odluka mora da sadrži i odredbu kojom se imenuje lice koje će u ime opštine odnosno grada zaključiti pravni posao. Pored toga, odluka Skupštine treba da sadrži i odredbu kojom će se

¹⁸⁸ Više o ovome na strani...

ovlastiti gradsko ili opštinsko veće za donošenje potrebnih odluka radi okončanja postupka emisije municipalnih obveznica.

1.11. Postupak upisa i uplate

Finalna faza u okončanju postupka emitovanja municipalnih obveznica je realizacija postupka upisa municipalnih obveznica i realizacija uplate. Poslednja faza postupka jeste realizacija postavljenog cilja od strane opštine odnosno grada, a koja podrazumeva prikupljanje potrebnih novčanih sredstava. Okončanjem ove faze u postupku emisije municipalnih obveznica, emitent obveznica na račun dobija predviđena novčana sredstva.

U zavisnosti od načina prodaje, koji je prethodno definisan zajedno sa izabranim finansijskim savetnikom, zavisi i pravni modalitet u vezi sa okončanjem postupka prodaje municipalnih obveznica. U slučaju prodaje municipalnih obveznica putem privatnog plasmana, emitent obveznica (opština ili grad) zaključuje Ugovor o kupovini obveznica sa pojedinačnim investitorima. Ugovor o kupovini obveznica se mora zaključiti sa svim pojedinačnim investitorima. Ugovor o kupovini obveznica je dvostrano obavezujući ugovor. Ugovorom se definišu međusobna prava i obaveze ugovornih strana. Osnovna obaveza prodavca obveznica je da na osnovu obaveze iz ugovora omogući kupcu obveznica – investitoru, neograničeno i neopozivo pravo nad municipalnim obveznicama koje su predmet kupovine. Prodavac se obavezuje da će nakon uplate ugovorom definisanih novčanih sredstava, izvršiti upis vlasničkog prava nad obveznicama kod Centralnog registra. Ugovorom se precizira cena jedne municipalne obveznice, broj municipalnih obveznica koje su predmet prodaje po osnovu ovog ugovora, ukupni novčani iznos koji je kupac u obavezi da plati, rok za plaćanje, kao i mesto i vreme sklapanja ugovora. Na osnovu plaćanja koje je kupac izvršio na račun prodavca, isti se obavezuje da će u zakonskom roku dostaviti Centralnom registru ugovor sa kupcem, na osnovu kog će ova finansijska institucija izvršiti upis vlasničkog prava nad izdatim municipalnim obveznicama. Ovo je osnovna obaveza

prodavca obveznica, te njenim ispunjenjem kupac obveznica – investitor, stiče vlasničko pravo nad emitovanim municipalnim obveznicama.

Kada je postupak prodaje obavljen putem javne ponude, svaki pojedinačni kupac municipalnih obveznica popunjava upisnicu i uplaćuje navedena novčana sredstva na uplatni račun u banci koja je za to zadužena. Rok za početak upisa i uplate hartija od vrednosti počinje najkasnije u roku od 15 dana od dana prijema rešenja o odobrenju objavljivanja prospekta. Zakonodavac je definisao rok u kojem se mora izvršiti uplata u odnosu na prethodno odobreni prospekt. Tako je definisano, da rok za upis i uplatu hartija od vrednosti ne može biti duži od tri meseca od dana označenog u prospektu.¹⁸⁹ Dakle, emitent obveznica ima zakonsku obavezu da u definisanom roku izvrši upis i uplatu hartija od vrednosti, tj. u ovom slučaju municipalnih obveznica. Postavlja se pitanje kakva je pravna sudbina emitovanih municipalnih obveznica, za koje u datom roku nije izvršen upis odnosno uplata. Zakonodavac je predvideo da ovaj rok od 90 dana, na zahtev izdavaoca prospekta bude produžen za još 45 dana. Dakle, alternativno postavljen rok može produžiti vremenski period za realizaciju upisa i uplate municipalnih obveznica. Ukoliko pak, Komisija ne dobije zahtev za produženje roka od strane izdavaoca prospekta, ili isti u roku od 135 dana ne izvrši upis i uplatu municipalnih obveznica, Komisija donosi rešenje kojim se prethodno odobreni prospekt poništava, i time se onemogućava završetak emisije municipalnih obveznica, i emitent se vraća na fazu postupka u kojem mora ponovo podneti zahtev za dobijanje rešenja kojim se odobrava izdavanje prospekta.

Upis municipalnih obveznica se vrši u Centralnom registru. Izdavalac podnosi Centralnom registru, preko člana Centralnog registra i u skladu sa aktima Centralnog registra, zahtev za otvaranje računa i upis u Centralni registar podataka o licima koja su kupila hartije od vrednosti - u roku od pet radnih dana od dana okončanja javne ponude. Nakon formalno podnešenog zahteva za upis u Centralni registar podataka, ova institucija je u obavezi da u roku od tri radna dna u odnosu na prijem zahtva izvrši upis i prenos hartija od vrednosti na račune zakonitih imalaca. Alternativno, lokalna samouprava se može odlučiti da primarnu prodaju

¹⁸⁹ Čl. 34. st. 4. Zakon o tržištu kapitala

municipalnih obveznica organizuje i na berzi – na ovaj način će u proces prodaje obveznica biti uključeni svi članovi berze.¹⁹⁰ Posle okončanja postupka uplate, Komisiji za hartije od vrednosti se dostavlja zahtev za davanje formalne saglasnosti za izdavanje municipalnih obveznica. Ovo je poslednja faza u postupku emisije obveznica, i njenim okončanjem novac je na će biti na raspolaganju jedinici lokalne samouprave. Emitent municipalnih obveznica mora u slučaju privatnog plasmana kao načina prodaje, posebno da obrati pažnju na iznos upisanih i uplaćenih sredstava. Ovo je posebno važno jer u suprotnom Komisija za hartije od vrednosti neće dati saglasnost za izdavanje municipalnih obveznica ako je izsno prikupljenih sredstava manji od 95% od obima cele emisije. Preporuka je da otklanjanje ovog rizika bude otklonjeno učestvovanjem pokrovitelja emisije koji će u tom slučaju otkupiti celokuni neprodani deo emisije.

Obavljenom registracijom municipalnih obveznica u Centralnom registru hartija od vrednosti, izdavalac obveznica može se odlučiti i da emitovane obveznice uključi i na organizovano tržište. Ukoliko je u pitanju javna prodaja kao način prodaje, uključivanje obveznica na organizovano tržište je obligatorne prirode. U slučaju privatnog plasmana, izdavalac obveznica ima mogućnost izbora da li obveznice uključi na organizovano tržište ili ne. Uključivanjem obveznica na organizovano tržište, iste dobijaju klasifikaciju kao finansijski instrumenti trgovine. Preporuka je da izdavalac obveznica identifikuje određeno brokersko-dilersko društvo, ili ovlašćenu banku sa odgovarajućim kapitalom, koja će biti spremna da kupi, odnosno proda svaki dan određeni iznos municipalnih obveznica po određenim cenama. Razlike između kupovne i prodajne cene koja se ostvaruje svakog dana prilikom trgovanja naziva se *spread*. Jedan od značajnih benefita municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti jeste njihova likvidnost na tržištu kapitala. Smatra se da su ove obveznice izuzetno likvidni finansijski instrumenti trgovanja na sekundarnom tržištu. Likvidnost ovih hartija od vrednosti je na razvijenim tržištima kapitala značajna radi adekvatnog definisanja cene duga grada odnosno opštine, što ponovo može uticati i na mogućnosti pribavljanja dodatnih finansijskih sredstava kroz realizaciju nove emisije obveznica.

¹⁹⁰ Vidi vise:-

Uplatom i upisom municipalnih obveznica, kao i uspešnom registracijom municipalnih obveznica, emitent je sa uspehom okončao sve faze u postupku emitovanja obveznica. Kompleksnost procedure, kao i vremenski interval za njenu realizaciju predstavljaju izazove sa kojima se grad ili opština mora suočiti da bi sa uspehom okončala proceduru. Analiza odredaba Zakona o tržištu kapitala, kao i pravilnika Komisije za hartije od vrednosti, ukazuju na relativno jasno regulisanu proceduru koja je propisana za emitovanje municipalnih obveznica. Izazovi jesu administrativnopravne prirode, koji su prethodno bili i predloženi kao takvi koji stoje pred emitentom obveznica. Mišljenja smo da u ovom trenutku ne postoje adekvatni kadrovski resursi unutar gradova i opština u R. Srbiji koji bi ove izazove mogli samostalno savladati. Iz tog razloga konstatujemo da je gradovima i opštinama u Srbiji potrebna stručna pomoć koja može biti realizovana angažovanjem finansijskog savetnika. Pored toga, potrebno je unaprediti sistem stručnog usavršavanja ljudskih resursa opština i gradova u Srbiji, kako bi definitivne prednosti ovog vida zaduživanja mogle biti realizovane.

DEO V - ARGUMENTACIJA U KORIST I PROTIV MUNICIPALNIH OBVEZNICA KAO HARTIJA OD VREDNOSTI – ANALIZA INTERESA EMITENATA I KUPACA MUNICIPALNIH OBVEZNICA

1. Ekonomska i fiskalna decentralizacija – nužni faktor u kreiranju tržišta municipalnih obveznica

Da bi adekvatno analizirali potencijalne interese emitenta obveznica i kupaca istih, najpre moramo ukazati na krucijalni faktor koji je od uticaja ne samo na mogućnost emitovanja municipalnih obveznica, već i na sam razvoj jedinica lokalne samouprave odnosno emitenata obveznica. Geneza nastanka municipalnih obveznica je prikazana u radu. Ove hartije od vrednosti su nastale i razvijale se na finansijskom tržištu SAD. Povoljan normativni okvir, neoliberalan koncept ekonomske politike, kao i fiskalna odnosno ekonomska decentralizacija, doprineli su nastanku i razvoju ovog finansijskog instrumenta. Osvrtom na istorijski razvoj ovih hartija od vrednosti, ukazali smo na značaj ekonomske decentralizacije kao nužnog preduslova koji emitentima omogućava izdavanje ovih obveznica. Ekonomska decentralizacija, a u okviru nje i fiskalna, jeste neizostavan element ukoliko jedna država teži ka kreiranju alternativnih načina finansiranja nižih nivoa vlasti¹⁹¹. Pitanje decentralizacije je pitanje pravnog ustrojstva jedne države. Bez obzira na to da li je država federalnog ili unitarnog modela, ekonomska i fiskalna autonomija nižih nivoa vlasti se uvek može sprovesti. Postavlja se pitanje da li država treba da sprovodi decentralizaciju iz isključivo ekonomskih razloga, ili bi se sprovođenjem iste doprinelo kvalitetnijem i sveobuhvatnijem razvoju jedinica lokalne samouprave. Ovo pitanje svakako zahteva posebnu analizu, koja nije predmet disertacije. Stoga ćemo se zadržati na ekonomskim razlozima u korist decentralizacije.

¹⁹¹ Perić, M. (2011): *Municipalne obveznice kao instrument fiskalne decentralizacije i približavanja Evropskoj uniji*, Poslovna ekonomija: časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije = Business economics : magazine for business economics, entrepreneurship and finance, ISSN: 1820-6859.- god. 5, br. 1, vol. 8, str. 273-282.

Mogućnost izdavanja municipalnih obveznica ne sadrži jednodimenzionalni element koji se jasno može uočiti – ekonomska korist. Naime, municipalne obveznice za emitenta predstavljaju povoljan ali i alternativan način zaduživanja.¹⁹² Jedinice lokalne samouprave moraju se razvijati nezavisno od ekonomskog razvoja države¹⁹³. Iako je odnos razvoja države i jedinica lokalne samouprave međusobno uslovljen, sasvim je evidentno da država može ostvarivati ekonomski razvoj, dok jedinice lokalne samouprave mogu ali i ne moraju pratiti taj trend. Stoga, razvoj jedinica lokalne samouprave umnogome zavisi od kvaliteta rukovođenja političke elite koja se nalazi na vlasti. Da bi uspele u ekonomskom razvoju, jedinice lokalne samouprave moraju kreirati sopstveni koncept razvoja, koji će biti u skladu sa ekonomskom politikom države, ali i odražavati potrebe tog lokaliteta i njegovih građana. Međutim, često se pojedinačni lokalni interesi emitenta u pogledu realizacije određenih projekata, ne prepoznaju od strane države kao značajni za finansiranje, ili jednostavno ne postoji dovoljno finansijskih sredstava za njihovu realizaciju. U tom slučaju, jedinice lokalne samouprave moraju svoje projekte od razvojnog značaja finansirati alternativnim metodama. Kada govorimo o alternativnim metodama, pod istim podrazumevamo sve metode finansiranja koje nisu vezane za transfer sredstava iz budžeta države, odnosno budžeta jedinica lokalne samouprave. Strategija razvoja emitenta podrazumeva kreiranje kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih razvojnih planova, kojima se ističu prioriteta ekonomskog razvoja u datom periodu. Strategijom i akcionim planovima, jedinice lokalne samouprave artikulišu svoje interese u pokušaju da za sprovođenje istih dobiju ekonomsku podršku centralne vlasti. Svaka jedinica lokalne samouprave ima različit stepen ekonomskog razvoja, demografsku sliku, ekonomsku politiku, kao i pravce razvoja u odnosu na druge opštine i gradove. S obzirom na ograničen obim mogućnosti države (ali i uticaj drugih partikularnih interesa nosica centralne vlasti), veliki broj projekata na kraju ne bude prihvaćen

¹⁹² Perić, M. (2011): *Municipalne obveznice kao instrument fiskalne decentralizacije i približavanja Evropskoj uniji*, Poslovna ekonomija: časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije = Business economics : magazine for business economics, entrepreneurship and finance, ISSN: 1820-6859.- god. 5, br. 1, vol. 8, str. 273-282.

¹⁹³ Perić, M. (2011): *Municipalne obveznice kao instrument decentralizacije*, Poslovna ekonomija, Vol. 5, br. 1, str. 273-282.

za finansiranje. U tom slučaju, jedinice lokalne samouprave teže pronalaženju alternativnih rešenja, ili pak odustaju od realizacije projekata usled nemogućnosti prikupljanja potrebnih novčanih sredstava.

Alternativni oblik finansiranja projekata od značaja za gradove i opštine, jeste zaduživanje na bankarskom odnosno finansijskom tržištu¹⁹⁴. Opštine i gradovi mogu sredstva za finansiranje svojih projekata dobiti na tri načina. Prvo, opštine i gradovi mogu potrebna novčana sredstva dobiti po osnovu kreditnog aranžmana sa bankarskim sektorom. Drugo, mogu raspisati opšti poziv građanima koji žive na teritoriji određene opštine ili grada, da doniraju ili pozajme novac radi realizacije određenog projekta. I na kraju, jedinice lokalne samouprave mogu određeni projekat finansirati emitovanjem municipalnih obveznica¹⁹⁵. Ova tri modela prikupljanja novčanih sredstava jesu najzastupljeniji, i najviše prilagođeni potrebama jedinica lokalne samouprave. Koji će se od ovih modela primenjivati u praksi, zavisi od mnogobrojnih faktora kao što su kretanja na finansijskom tržištu, kvalitet projekta koji se finansira, zainteresovanost investitora, razvijeno investiciono bankarstvo, bruto društveni proizvod stanovnika jedinice lokalne samouprave, podrška projektnoj ideji kod građana, i drugi relevantni faktori. Jedinica lokalne samouprave kao zainteresovana strana mora uzeti u obzir sve ove faktore i odlučiti se za onaj koji je najekonomičniji i prilagođen potrebama i mogućnostima lokalne zajednice.

1.1. Kreditno zaduživanje

Kreditno zaduživanje predstavlja jedan od najklasičnijih i najrasprostranjenijih oblika zaduživanja na finansijskom tržištu. Kredit je bankarski posao u kojem se banka pojavljuje kao poverilac, a subjekt koji zahteva

¹⁹⁴ Raičević, J., Simić, I. (2009): *Hartije od vrednosti kao instrument duga*, Poslovna ekonomija : časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije = Business economics : magazine for business economics, entrepreneurship and finance ISSN: 1820-6859.- God. 3, br. 1 (2009), str. 71-80

¹⁹⁵ Levitas, T. (2004): *Uvod u kreditiranje lokalne samouprave i razvoja tržišta municipalnih obveznica u Srbiji*, Program MEGA

novčana sredstva kao dužnik¹⁹⁶. Banka putem različitih kreditnih aranžmana plasira novčana sredstva dužnika sa definisanom ugovornom obavezom vraćanja pozajmljenih novčanih sredstava i uračunatom kamatom. Fleksibilnost kreditnog zaduživanja jeste jedan od osnovnih argumenata u korist ovakvog vida zaduživanja. Zainteresovane jedinice lokalne samouprave, potrebna novčana sredstva mogu prikupiti zaključivanjem kreditnog aranžmana sa zainteresovanom bankom ili konzorcijumom banaka. Ugovorom o kreditu preciziraju se međusobna prava i obaveze. Opseg istraživanja ne dozvoljava da se u ovom radu bavimo obligacionopravnom analizom ugovornog odnosa banke i jedinice lokalne samouprave. Cilj ovog segmenta rada jeste da se identifikuju alternativni vidovi finansiranja jedinica lokalnih samouprava, i ukaže na prednosti i nedostatke pomenutih vidova finansiranja u odnosu na municipalne obveznice. Komparacija između kreditnog zaduživanja u bankarskom sektoru i emitovanja municipalnih obveznica, može teći u više pravaca¹⁹⁷. Prvo, da bi grad ili opština mogli da finansiraju određeni projekat zaključivanjem kreditnog aranžmana sa bankom, mora postojati razvijeno bankarsko tržište, odnosno sektor bankarstva koji je vezan za tzv. investiciono bankarstvo. Investicione banke jesu posebna vrsta banaka, koja postoji isključivo radi ulaganja kapitala banke u kreditne poslove investicionog ulaganja. Reč je o posebnim bankama koje nemaju razvijenu mrežu ekspozitura i filijala, koje ne posluju sa sektorom stanovništva, i koje poseduju visok obim kapitala u funkciji kreditnog plasmana. Investiciono bankarstvo ima za cilj da plasira slobodan kapital banke u realizaciju projekata koji su po svom obimu i složenosti veoma zahtevni. Ovu vrstu kredita ne mogu plasirati klasične komercijalne banke. Ograničenost kapitala, politika ulaganja sredstava, sektorski rizici plasmana, samo su neki od faktora koji ograničavaju ili potpuno sprečavaju komercijalne banke da obavljaju ovu vrstu kreditnih poslova. Stoga, jedino investicione banke imaju kapacitete i nadležnost da finansiraju projekte od značaja

¹⁹⁶ Bejatović, M. (2008): *Bankarsko pravo i hartije od vrednosti*, Novi Sad : Privredna akademija, 2008 (Novi Sad : Alfa-graf NS) ISBN 978-86-84613-79-2 (broš.)UDK 347.734/.735(075.8)COBISS.SR-ID 228459783

¹⁹⁷ Cicmil, O. (2000): *Motivi i ciljevi investiranja u hartije od vrednosti na tržištu kapitala*, Jugoslovensko bankarstvo : mesečni časopis Udruženja banaka i drugih finansijskih organizacija Jugoslavije ISSN: 0350-4077.- God. 29, br. 9/10, str. 23-26

za opštine ili gradove¹⁹⁸. Samim tim, da bi ovi subjekti mogli da se zaduže na osnovu kreditnog aranžmana sa bankama, mora postojati sektor investicionog bankarstva u okviru bankarskog područja zainteresovanih subjekata. U R. Srbiji ne postoje investicione banke. Bankarski sektor u R. Srbiji čine banke komercijalnog tipa, sa poslovnom politikom koja je usmerena na saradnju sa sektorom stanovništva, i sektorom malih i srednjih privrednih društava. Stoga, opštine i gradovi u R. Srbiji nemaju mogućnost prikupljanja potrebnih novčanih sredstva na osnovu kreditnog zaduženja kod investicionih banaka. Sa druge strane, ukoliko bi postojala ta mogućnost, postojale bi i određene prednosti u odnosu na emitovanje municipalnih obveznica. Prvo, dispozitivnost ugovaranja uslova kredita je znatno povoljnija za gradove ili opštine, nego što je to slučaj kod emitovanja municipalnih obveznica. Emitovanjem obveznica, emitent u saradnji sa finansijskim konsultantom definiše kamatnu stopu, koja predstavlja prinos po obveznici za kupce istih. Kod kreditnog aranžmana, investicione banke imaju mogućnost kreiranja kreditne politike, koja može biti znatno fleksibilnija u odnosu na emitovanje obveznica. Pored toga, niz drugih elemenata ugovora o kreditu može biti posebno prilagođen potrebama stranaka, a to su: trajanje ugovora o kreditu, način vraćanja glavnice i kamate, fiksna ili varijabilna kamatna stopa, sredstva obezbeđenja potraživanja, precizni uslovi za raniju otplatu celokupnog duga itd. Svi ovi elementi definisani su prilikom emitovanja municipalnih obveznica, ali su u praksi daleko rigidniji, obzirom da kupci u najvećem broju slučajeva nisu unapred poznati, pa se sa njima i ne može pregovarati o uslovima zaduživanja. Drugim rečima, kreditno zaduživanje ispoljava prednosti, obzirom na mogućnost pregovaranja u vezi sa svim elementima kreditnog posla. Ipak, opštine ili gradovi se i pored postojanja sektora bankarstva, mogu pre odlučiti za emitovanje municipalnih obveznica, nego za kreditno zaduženje. Naime, jedno od osnovnih obeležja municipalnih obveznica je da su investitori odnosno kupci često oslobođeni plaćanja poreza na kapitalnu dobit, odnosno poreskog nameta u vezi sa trgovinom hartija od vrednosti. Da bi zainteresovali kupce da ulažu svoja sredstva

¹⁹⁸ Cicmil, O. (2000): *Motivi i ciljevi investiranja u hartije od vrednosti na tržištu kapitala*, Jugoslovensko bankarstvo : mesečni časopis Udruženja banaka i drugih finansijskih organizacija Jugoslavije ISSN: 0350-4077.- God. 29, br. 9/10, str. 23-26

u kupovinu municipalnih obveznica, države često u okviru svog fiskalnog sistema predviđaju poreske olakšice, ukoliko kupci svoja sredstva investiraju u kupovinu ovih hartija od vrednosti. Time utiču na kamatnu stopu po kojoj se emituju obveznice. Definisana kamatna stopa vezana je za ukupan dug po jednoj emitovanoj obveznici, i ona predstavlja uvećani dug koji je emitent dužan da isplati kupcima obveznica prilikom njihove dospelosti. Za emitenta je bitno da kamatna stopa bude što niža. Međutim, posmatrano sa stanovišta kupaca, ona treba da bude što viša jer predstavlja zaradu koju kupci ostvaruju. Drugim rečima, ukoliko je potencijalna zarada niža nego ulaganja u druge hartije od vrednosti (npr. akcije), sasvim je jasno da kupac nema ekonomski interes da ulaže svoj kapital. Ako su ove obveznice oslobođene plaćanja poreza kojim se oporezuje kapitalna dobit subjekata odnosno kupaca, onda i pored niže kamatne stope, investitor odnosno kupac može biti izuzetno zainteresovan za ovakvu vrstu ulaganja. Takođe, kredibilitet emitenta (opštine ili grada) nosi sa sobom znatno niži nivo rizika od nemogućnosti povrata uloženog kapitala, čineći time ove obveznice, ali i neke druge hartije od vrednosti, jednako privlačnim za investitore.

1.2. Zaduživanje putem javnog poziva – javni zajam

Opštine i gradovi imaju pravo da novčana sredstva potrebna za realizaciju projekata od lokalnog interesa, obezbede i putem javnog poziva za prikupljanje novčanih sredstava¹⁹⁹. Javni poziv se upućuje stanovnicima područja koje je teritorijalno određeno kao deo opštine ili grada. Javni poziv se upućuje svim zainteresovanim stanovnicima datog područja, da svojim novčanim priložima, u potpunosti ili delimično finansiraju predloženi projekat. Davanjem novčanih priloga, stanovnici ulaze u obligacionopravni odnos koji prepoznaje dva subjekta, opštinu ili grad kao dužnika, i fizička i pravna lica koja su priložila novčana sredstva kod dužnika. Opština ili grad se obavezuje da u datom vremenskom momentu obezbedi povraćaj novčanih sredstava prema poveriocima. Poziv koji je

¹⁹⁹ Jovanović, P. (1996): *Tržište novca*, Posebno izdanje časopisa Berza (septembar), ISSN 0354-1975

upućen, mora da sadrži osnovne elemente ugovornog odnosa subjekata, koji se odnose na iznos potrebnih novčanih sredstava za realizaciju projekta, vremenski okvir u kojem se projekat realizuje, iznos sredstava koja se putem javnog poziva za zajam potražuju, krajnji rok koji opština ili grad ima da vrati poveriocima dugovani iznos (osnovni iznos duga koji je uvećan za definisanu kamatu). Pored navedenog, poziv može da sadrži i druge fakultativne elemente koji bliže uređuju određena pitanja od značaja.

Javni zajam, koji se upućuje putem javnog poziva, jeste još jedan od alternativnih načina za prikupljanje potrebnih novčanih sredstava²⁰⁰. Opština ili grad mora predložiti projekat koji će imati široku podršku lokalnog stanovništva. S obzirom na prirodu ove vrste zaduživanja, faktor koji je od najvećeg uticaja na uspeh poziva, jeste kvalitet projekta. Projekat mora da reprezentuje sublimirane partikularne interese većine pojedinaca sa tog lokaliteta, koji se mogu identifikovati sa projektnom idejom kao nečim što će im omogućiti kvalitetniji život na tom lokalitetu. Ukoliko je opština ili grad odabrala projekat koji ima podršku većeg dela stanovništva sa tog područja, onda se mora definisati iznos potrebnih novčanih sredstava za realizaciju. Ovde su moguća dva scenarija, prvi podrazumeva da se projekat u potpunosti finansira sredstvima koja bi se prikupila putem javnog poziva, dok drugi podrazumeva sufinansiranje projekta iz sredstava opštine ili grada i stanovnika datog područja. Dosadašnja iskustva su pokazala da je celishodnije i prihvatljivije da projekat bude kofinansiran sredstvima prikupljenim putem javnog poziva i sredstvima iz drugih izvora.

Vremenski okvir za realizaciju projekta mora biti kratkoročan ili srednjoročan. Razlog za ovako određene rokove, posledica je toga da izvor sredstava ne predstavlja neka finansijska organizacija ili institucija, kao ni finansijski investitori. Javnim pozivom sredstva se obezbeđuju od strane stanovnika određenog područja, stoga je u njihovom interesu da im ista u što kraćem roku budu vraćena. Razlog za ovo nalazimo u činjenici da pojedinci nemaju dovoljno akumuliranih novčanih sredstava, koja bi mogla biti dovoljan supstitut za sredstva koja su im putem javnog poziva data. Takođe, interes stanovnika

²⁰⁰ Barbić, J.(2000): *Tržište kapitala*, Druga knjiga, Zagreb.

određenog područja jeste da predloženi projekat bude što pre stavljen u funkciju građana, čime se i praktično zahteva da bude realizovan u potpunosti u najkraćem vremenskom intervalu. Dugoročni projekti, preko deset godina, nemaju adekvatnu podršku unutar zajednice stanovnika, jer je reč o relativno dugom vremenskom periodu. Dug vremenski interval za realizaciju projekta ne bi bio u interesu stanovnika, a samim tim bi i javni poziv bio delimično ili potpuno neuspešan.

Pored očiglednog benefita u pogledu projekta koji će biti realizovan, javnim pozivom građanima se omogućava da svoj novac ulože ne samo u realizaciju projekta od lokalne koristi, već i da u datom vremenskom momentu povrate uložena novčana sredstva koja će biti uvećana za iznos definisane kamate. Da bi opština ili grad uspela da akumulira adekvatan nivo zainteresovanosti stanovnika, ona mora biti kredibilni subjekt zaduženja. Ovom pitanju se u teoriji ali i praksi daje dosta prostora. Kredibilitet onog koji pozajmljuje novčana sredstva jeste od esencijalnog značaja za onog koji daje pozajmicu. Poverilac mora biti siguran da će mu sredstva biti vraćena u datom momentu sa pripadajućom kamatom. Bonitet ili kredibilitet dužnika mora biti takav, da poverilac sa izvesnom dozom sigurnosti može očekivati povrat uložених sredstava²⁰¹. Imajući u vidu pravnu prirodu odnosa koji se uspostavlja između opštine ili grada kao dužnika i stanovnika kao poverilaca, neophodan je visok nivo poverenja. Ovo poverenje mora biti na visokom nivou kod poverilaca, jer samo kredibilni i bonitetni subjekt kome se pozajmljuju novčana sredstva, može očekivati da ista i dobije. Građani kao poverioci moraju imati visok nivo poverenja u rukovodiocima opštine ili grada u vezi sa realizacijom projekta, kao i vraćanjem uložених sredstava. Bilo kakva negativna iskustva u prošlosti, vezana za odnos građana sa opštinom ili gradom, pa čak i državom, mogu predstavljati prepreku u realizaciji ovog posla.

Upravo iskustva iz prošlosti (negativna) mogu biti glavna prepreka u prikupljanju potrebnih novčanih sredstava opštine ili grada, putem javnog

²⁰¹ Jovanović, P. (1996): *Tržište novca*, Posebno izdanje časopisa Berza (septembar), ISSN 0354-1975

poziva²⁰². U odnosu na municipalne obveznice postoje određene prednosti, ali i niz nedostataka. Prednost u prikupljanju sredstava putem javnog poziva podrazumeva visok stepen saglasnosti političkog rukovodstva opštine ili grada i stanovnika tog područja, u vezi realizacije određenog projekta. Kada postoji značajno visok stepen saglasnosti, onda je i proces realizacije tog projekta podržan od strane svih zainteresovanih subjekata, što umnogome ubrzava i olakšava početak i završetak određenog projekta. Drugo, kamatne stope koje su predviđene za javni zajam, često su značajno niže nego kod kreditnog zaduženja, ili zaduženja putem emitovanja municipalnih obveznica. Treće, administrativna procedura je znatno prostija u odnosu na postupak emitovanja obveznica. Četvrto, sredstva dobijena putem javnog poziva za zajam mogu biti korišćena isključivo za tu namenu, za razliku od kreditnog zaduženja koje ne nameće konkretne vidove trošenja dobijenih sredstava, ili pak municipalnih obveznica kada su u pitanju kratkoročne obveznice za pokrivanje tekućeg deficita. Nedostaci ove forme zaduženja, suštinski se najviše manifestuju kod subjekta koji je poverilac u ovom odnosu, tj stanovnika određenog područja. Naime, da bi javni poziv za javni zajam uspeo, potrebno je da pored zainteresovanosti, postoji i realna ekonomska moć stanovnika da pozajme svoja novčana sredstva. Ekonomska moć pojedinca mora biti adekvatna, što znači da on mora biti finansijski sposoban da novac pozajmi. Zatim se ovo stanje mora multiplicirati na veći broj stanovnika (ukupan broj poverilaca), da bi se prikupio potreban iznos sredstava. Elementarno pitanje koje opština ili grad mora postaviti jeste, da li poverioci od kojih se traže novčana sredstva (u ovom slučaju stanovnici određenog područja) imaju finansijske kapacitete, ali i interese da ulože svoj kapital. Odgovor na ovo pitanje je u poslednjih par decenija uglavnom negativan, stoga se ovaj vid zaduživanja, iako teorijski moguć, praktično ne realizuje u većem obimu. Upravo ekonomska, ali i druga ograničenja koja proističu iz javnog poziva za javni zajam, ovaj vid alternativnog prikupljanja novčanih sredstava čine mogućim, ali i relativno neizvodljivim. Potrebno je da se ispune uslovi koji nisu vezani, ni za kvalitet projektne ideje, niti za iznos kamatne stope koja predstavlja prihod za poverioca, već za ekonomsku moć i zainteresovanost pojedinaca za

²⁰² Levitas, T. (2004): *Uvod u kreditiranje lokalne samouprave i razvoja tržišta municipalnih obveznica u Srbiji*, Program MEGA

određeni projekat. Pored toga, moraju se kumulativno ispuniti i svi drugi uslovi koji inače postoje kod kreditnog aranžmana ili kod emitovanja obveznica. Pa samim tim, od svih alternativnih vidova prikupljanja novčanih sredstava, opštine ili gradovi se pre odlučuju za kreditno zaduženje ili zaduženje putem emitovanja obveznica.

1.3. Argumenti u korist emitovanja-kupovine municipalnih obveznica

Prilikom analize ovog segmenta rada, cilj istraživanja jeste da se na metodološki prihvatljiv način identifikuju sve činjenice u korist i protiv municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti. Osim identifikovanja ovih činjenica, iste je potrebno razvrstati sa stanovišta subjekata koji učestvuju u ovom obligacionopravnom odnosu. Emitenti obveznica, kao i kupci istih, poseduju različite interese, ali se istovremeno susreću i sa objektivnim rizicima u pogledu ovog pravnog posla. Uvažavajući navedenu činjenicu, istraživanjem moramo obuhvatiti kako benefite i potencijalne opasnosti koje postoje na strani emitenata, tako i one koji se javljaju na strani kupaca ovih obveznica. Samo takvim pristupom istraživanju moći ćemo da sagledamo objektivne prednosti i nedostatke u vezi ovih hartija od vrednosti. Pored identifikovanja ovih elemenata, potrebno je ukazati i na interese posrednih subjekata koji se mogu povezati sa procesom emitovanja obveznica. Ovde pre svega mislimo na stanovništvo grada ili opštine koji emituje obveznice, na učesnike na finansijskom tržištu, kao i na državu kao centralni nivo vlasti.

1.3.1. Argumenti u korist emitovanja municipalnih obveznica

U procesu analize ovog segmenta rada, ideja autora bila je da se kroz identifikovanje svih aspekata emitovanja municipalnih obveznica, ukaže na one pozitivne koji idu u prilog emitentima municipalnih obveznica. Implementacija ove

ideje podrazumeva identifikovanje svih benefita emitovanja municipalnih obveznica, koji su spoznati kroz analizu naučnih i stručnih sadržaja iz ove oblasti. Zadatak tokom istraživanja podrazumevao je usmeravanje fokusa na one naučne i stručne radove koji se bave posrednim i neposrednim efektima emitovanja municipalnih obveznica. Namerno ne ističemo da je reč o opštinama i gradovima kao emitentima, jer to proizilazi iz pozitivnopravne regulative R. Srbije, koja imperativno nalaže da ovi subjekti imaju diskreciono pravo emitovanja odnosno izdavanja ovih obveznica. Metodološki posmatrano, način na koji će se ukazati na argumente u korist emitovanja municipalnih obveznica, biće identično primenjen i prilikom davanja argumenata protiv emitovanja obveznica, ali i argumenata u korist i protiv kupovine ovih obveznica sa pozicije kupaca istih.

Municipalne obveznice jesu dužničke hartije od vrednosti koje imaju obligacionopravno dejstvo, gde se kao subjekti pravnog posla pojavljuju emitent obveznica i kupci obveznica, a koje se izdaju radi zadovoljenja potreba emitenta u pogledu prikupljanja novčanih sredstava za realizaciju različitih projekata od interesa²⁰³. Argumente ili benefite emitovanja municipalnih obveznica razvrstaćemo bez posebnog reda ili značaja, ali će svaki od navedenih biti adekvatno analiziran sa jasno određenim stavovima.

Argumenti ili benefiti emitovanja municipalnih obveznica su:

- jasna i precizna procedura emitovanja obveznica u skladu sa postojećom regulativom²⁰⁴;
- podizanje kreditnog rejtinga emitenta obveznica²⁰⁵;

²⁰³ 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.

²⁰⁴ Božić, D., Todorović, T. (2009): *Analiza rizika i činioca ulaganja u obveznice*, MIR: Menadžment, inovacije, razvoj : naučno-stručni časopis = Management, Inovation, Development : Journal for Scientists and Engineers, ISSN: 1452-8800.- God. 4, br. 13, oktobar, str. 3-12.

²⁰⁵ Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region, str. 33-43.

- identifikovanje administrativnih i drugih kapaciteta koji su potrebni za realizaciju emisije obveznica;
- mogućnost angažovanja finansijskog savetnika radi efikasnije pripreme emisije obveznica;
- mogućnost izbora načina prodaje obveznica²⁰⁶;
- mogućnost uticaja na vremenski interval u kojem obveznice dospevaju na naplatu;
- mogućnost uticaja na visinu prinosa po jednoj obveznici²⁰⁷;
- mogućnost ugovaranja varijabilne ili fiksne kamatne stope²⁰⁸;
- mogućnost ugovaranja posrednika prilikom prodaje emitovanih obveznica;
- različiti modaliteti prodaje emitovanih obveznica²⁰⁹;
- mogućnost kupovine emitovanih obveznica pre njihovog dospeća kod poverilaca, odnosno kupaca obveznica;
- mogućnost ugovaranja vremenskog intervala između emisije obveznica i datuma dospelosti obveznica na naplatu²¹⁰;
- transparentnost procesa emitovanja municipalnih obveznica;
- identifikovanje potreba stanovnika područja emitenta obveznica sa određenim projektnim idejama, koje bi se realizovale emitovanjem obveznica;

²⁰⁶ Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, *Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region*, str. 33-43.

²⁰⁷ Compton, R. W. (2009): *Municipal bonds*, St. Luis, str. 51 – 56.

²⁰⁸ Dorit, S. (1998): *A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal*, *The Journal of Business*, Vol. 71, No. 1 (January 1998), pp. 135-146.

²⁰⁹ Dugalić, V., Stojković, D. (2014): *Municipalne obveznice kao izvor finansiranja*, članak: ilustr.: Stanje i perspektive ekonomskog razvoja grada Kragujevca, str. 535-545.

²¹⁰ Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija: str. 117-119. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

- manji prostor za korupciju i druge nelegalne i nezakonite radnje.²¹¹

Na osnovu sprovedenog istraživanja, prethodno izneti argumenti odnosno benefiti u korist emitovanja municipalnih obveznica, prepoznati su kako analitičkim istraživanjem autora rada, tako i od strane naučne i stručne javnosti čiji su radovi predmet ovog istraživanja. Redosled definisanih benefita je baziran na samoj prirodi procesa emitovanja municipalnih obveznica. Time želimo da naglasimo, da pojedinačno svaki od ovih pozitivnih faktora ima svoj impakt, ali ga ne treba identifikovati sa redosledom navođenja istih.

Pravna sigurnost jeste krucijalno pitanje, kada se ono postavlja sa stanovišta subjekata koji ulažu svoj kapital. Pravna sigurnost označava postojanje relativno kvalitetnog pravnog okvira i propisanih procedura kojih se svi subjekti moraju pridržavati. Stoga, ***jasna i precizna procedura emitovanja obveznica u skladu sa postojećom regulativom***, jeste ne samo potencijalni benefit, već i nužnost da bi emisija obveznica uspela²¹². Ne ulazeći u sam proces emitovanja obveznica (koji je analiziran u zasebnom delu rada), želimo da istaknemo da je proces emitovanja obveznica pravno propisana procedura, koja podrazumeva jasno definisan tok emitovanja obveznica, sa precizno određenim pravima i obavezama, kako emitenta obveznica, tako i posrednika i kupaca obveznica. Ukoliko je u okviru pravnog sistema jedne države postupak emitovanja obveznica jasno i precizno definisan, lišen administrativnih i drugih ograničenja, onda činjenica da je određena opština ili grad u okviru jedne države emitovala obveznice, predstavlja pozitivan signal za investitore. Rejting emitenta, kao i sveopšti rejting države nesumnjivo će se podići na viši nivo, pod uslovom da postoje uspešno sprovedene emisije municipalnih obveznica. Investitori (domaći ili inostrani) će shvatiti da je reč o početku stvaranja jednog novog segmenta finansijskog tržišta, koji može biti od koristi za njih kao ulagače. Suštinski,

²¹¹ Božić, D., Todorović, T. (2009): *Analiza rizika i činioca ulaganja u obveznice*, MIR: Menadžment, inovacije, razvoj : naučno-stručni časopis Management, Innovation, Development : Journal for Scientists and Engineers, ISSN: 1452-8800.- God. 4, br. 13, oktobar, str. 3-12.

²¹² Mitić, A. (2008): *Mogućnost emitovanja municipalnih obveznica u Srbiji i nužnost unapređenja finansijskog sistema – praktična i zakonska ograničenja*, Pravni život, vol. 57, br. 12, str. 865-876.

zaključak koji se ovde nameće, jeste podizanje nivoa percepcije investitora u pogledu kapaciteta za ulaganje kapitala.

Postupak emisije municipalnih obveznica je donekle sličan postupku emisije državnih obveznica. Jedan od ključnih faktora emitovanja obveznica, jeste **kreditni rejting emitenta obveznica**. Kreditni rejting obuhvata nezavisnu analizu relevantnih ekonomskih i drugih pokazatelja, kojom se ukazuje na stepen kreditnog rizika u poslovanju sa subjektom koji emituje obveznice. Uspešnom emisijom obveznica, kreditni rejting opštine ili grada se podiže, čime se utiče na smanjenje rizika ulaganja kapitala od strane investitora. Kreditni rejting emitenta ukazuje na stanje u sklopu lokalnog budžeta, na ekonomsku i privrednu politiku koju vodi lokalna vlast, na nivo zaduženja emitenta i niz drugih relevantnih pokazatelja. S obzirom da je proces emitovanja obveznica složene prirode, i da iziskuje dostavljanje podataka na javni uvid, transparentnost tih podataka dodatno objektivizuje aktuelno stanje u budžetu emitenta, na osnovu kojeg se mogu izvući relevantni indikatori budućeg privrednog stanja. Ukoliko su te projekcije pozitivne, posredni efekat emitovanja obveznica može biti povećan kreditni rejting emitenta obveznica.

Postupak emitovanja municipalnih obveznica je izuzetno zahtevan administrativnopравни poduhvat. **Da bi opština ili grad ušla u postupak emisije municipalnih obveznica, i sa uspehom ih emitovala tj. prodala, moraju postojati administrativni, kadrovski i drugi kapaciteti unutar organizacione strukture emitenta**²¹³. Koncipiranje ideje da se na ovaj način prikupe novčana sredstva za realizaciju određenog projekta, pružiće opštini ili gradu realnu sliku jednog segmenta njenog funkcionisanja, segmenta ljudskih i informativnih resursa koji su u službi realizacije emisije obveznica. To znači, da emitent može uspešno obaviti emisiju obveznica, samo ako su njegovi pomenuti resursi pogodni za realizaciju ovog posla. Poželjno je da emitent pre formalnog otpočinjanja emisije obveznica, uradi *screening* kapaciteta ljudskih resursa i dostupne informacione

²¹³ Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region, str. 33-43

tehnologije. Dobijeni rezultati će pokazati da li postoje, ili ne kapaciteti za realizaciju ovog posla, a suštinski gledano, pozitivni efekti će se manifestovati u oba slučaja. Ukoliko se *screening*-om identifikuju problemi i nedovoljan nivo potrebnih kapaciteta, emitent će u budućem periodu raditi na otklanjanju ovih nedostataka, kako bi kasnije bio pripremljen za uspešnu realizaciju posla. Ukoliko se *screening*-om identifikuju pozitivni rezultati, onda će to biti potvrda postojanja kvalitetnog kapaciteta ljudskih resursa, potrebnih za uspešnu emisiju obveznica. Shodno tome, ovo jeste jedan od benefita emitovanja municipalnih obveznica.

Da bi nakon donošenja odgovarajućih odluka od strane emitenta, postupak emisije municipalnih obveznica započeo, potrebno je da emitent ***angažuje finansijskog savetnika radi efikasnije pripreme emisije obveznica***.²¹⁴ Finansijski savetnik jeste pravno ili fizičko lice, koje poseduje adekvatan nivo znanja i veština, koje su od posrednog ili neposrednog značaja za uspešno obavljanu emisiju obveznica. Uloga i značaj finansijskog savetnika je od velikog uticaja na uspeh ili neuspeh emisije obveznica. Postupak emisije municipalnih obveznica je relativno složen administrativnopravni proces. Pored toga, finansijski odnosno ekonomski momenti u vezi sa izdavanjem obveznica, čine još jedan važan element procedure. Emitent municipalnih obveznica (opština ili grad), opredeljuje se za veoma zahtevan proces, koji podrazumeva kapacitete i resurse koji često ne mogu biti, ili nisu sadržani unutar administrativnostručnog kapaciteta emitenta. Ljudski resursi sa znanjem i iskustvom u oblasti finansija, prava, bankarstva, često su ili nedovoljni za realizaciju ovog posla, ili su nedovoljno stručno obučeni. Stoga, kada opština ili grad odluči da bi određeni projekat trebao biti finansiran sredstvima iz emisije obveznica, istovremeno mora raspisati konkurs za izbor finansijskog savetnika. Prilikom izbora finansijskog savetnika, opština ili grad mora definisati opis kompetencija, kao i usluga koje finansijski savetnik mora pružati. Izbor finansijskog savetnika jeste trošak za opštinu ili grad, ali bi se njegovo izostavljanje iz procesa emitovanja obveznica moglo pokazati kao

²¹⁴ Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region, str. 33-43

pogrešna odluka. Uloga finansijskog savetnika jeste da na osnovu svog iskustva iz oblasti finansija i bankarstva, pripremi adekvatne analize i projekcije, koje će determinisati najznačajnije aspekte emisije obveznica. Poseban značaj finansijskog savetnika ogleda se u njegovoj sposobnosti da pruži procenu potencijalne vrednosti emisije obveznica, načina plasmana emisije, prinosa po obveznici, roka dospeća. Ova pitanja su od esencijalnog značaja za uspeh ili neuspeh emisije obveznica. Kako bi sa uspehom realizovao prethodno navedene zadatke, finansijski savetnik mora izvršiti procenu aktuelnog stanja na finansijskom tržištu, preliminarnu procenu stanja finansija unutar budžeta emitenta, kao i potencijalnih investitora odnosno kupaca obveznica. Benefiti angažovanja finansijskog savetnika, odnose se na usluge koje on pruža, a koje su u funkciji emisije obveznica. Međutim, analize i projekcije koje su urađene, ne moraju biti isključivo vezane za emisiju obveznica. Podaci koje pruža finansijski savetnik, mogu biti iskorišćeni za kvalitetnije planiranje budžeta emitenta, kontrolu troškova, projekcije na finansijskom tržištu. Samim tim, troškove angažovanja finansijskog savetnika, ne treba posmatrati kao troškove koji su isključivo vezani za proces emisije obveznica, već ih je potrebno šire sagledati, kao benefit koji kasnije može biti iskorišćen u funkciji razvoja opštine ili grada.

Benefiti ili argumenti u korist emitovanja municipalnih obveznica, jesu nešto što ih izdvaja od drugih oblika zaduživanja na finansijskom tržištu. Jedna od prednosti emitovanja obveznica, jeste ***mogućnost izbora načina prodaje obveznica***²¹⁵. Emisija ili izdavanje obveznica obuhvata proces, koji za krajnji cilj ima uspešnu prodaju municipalnih obveznica. Imajući u vidu mnoge faktore koji su od uticaja na uspešnu prodaju obveznica, benefit emitenta ogleda se u mogućnosti izbora načina prodaje obveznica, u skladu sa preporukama finansijskog savetnika i interesima samog emitenta. Postoje tri načina prodaje obveznica: tenderska prodaja (competitive bidding) odnosno javna prodaja; prodaja putem pregovora (negotiate sale); i privatni plasman (private placement).²¹⁶ Izbor modaliteta

²¹⁵ Dugalić, V., Stojković, D. (2014): *Municipalne obveznice kao izvor finansiranja*, članak: ilustr.: Stanje i perspektive ekonomskog razvoja grada Kragujevca, str. 535-545.

²¹⁶ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey

prodaje obveznica, predstavlja komparativnu prednost ovog vida zaduženja. Modalitet prodaje zavisi od više faktora, ali se dva posebno ističu: vrednost emisije obveznica, i stanje na finansijskom tržištu.²¹⁷ Ukoliko je vrednost emisije obveznica mala, zainteresovanost kupaca će biti mala. U tom slučaju, za emitenta obveznica je najbolje da se odluči za prodaju putem privatnog plasmana. Ukoliko je vrednost emisije velika (u odnosu na kapacitete finansijskog tržišta), onda se primenjuje jedan od prvih dva modela prodaje. Obzirom da je o modalitetima prodaje obveznica već bilo reči, nećemo ulaziti u razlike između istih i njihove detaljnije karakteristike. Smatramo da prilikom upućivanja javnog poziva za javni zajam i sklapanje kreditnog aranžmana, postoje ozbiljni faktori ograničenja. Naime, kod postupka emitovanja obveznica, emitent ima širi spektar mogućnosti, među kojima se ističe i mogućnost izbora načina prodaje u skladu sa interesima emitenta.

Opština ili grad ima mogućnost da određeni projekat finansira na jedan od tri načina, koja su u radu identifikovana i analizirana. Međutim, ukoliko se opština ili grad odluči za emitovanje obveznica, onda ona ima i ***mogućnost kupovine emitovanih obveznica pre njihovog dospeća kod poverilaca, odnosno kupaca obveznica.***²¹⁸ Sklapanjem ugovora o kreditu, precizno su definisani rokovi u vezi sa vraćanjem sredstava dobijenih putem kredita. Izuzev roka vraćanja, investiciona banka odlučuje da li će u ugovor uvrstiti i klauzulu o prevremenoj otplati preostalog duga. Naime, banka kao ugovorna strana koja je poverilac u ovom poslu, ima dispozitivno pravo da odluči da li će ovu klauzulu inkorporirati u ugovor i pod kojim uslovima. Ukoliko je inkorporira, onda je predviđena određena novčana naknada, koja se isplaćuje banci usled ranije otplate preostalog duga. Ovo je dodatni trošak koji se mora zajedno sa preostalim dugom isplatiti, ukoliko takva intencija postoji kod dužnika, odnosno grada ili opštine. Drugi oblik zaduženja, javni poziv za upis javnog duga, definiše krajnji rok do kog grad ili opština mora isplatiti sredstva poveriocima. Specifičnost ovog zaduženja podrazumeva, da ukoliko opština ili grad čak i ranije isplati dug po ovom osnovu, važeći iznos će biti onaj koji je naznačen u javnom pozivu, tj. ono što je garantovano kao iznos koji će

²¹⁷ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey

²¹⁸ Worlington, J. (2010): *Municipal bonds – Comparative Analysis*, European economic research

se isplatiti poveriocima na određeni dan, u slučaju ranije otplate duga. Stoga, ne postoji poseban finansijski interes opštine ili grada, da ranije isplati svoje dugove nastale po osnovu ovih oblika zaduženja. Sa druge strane, ukoliko postoji zaduženje po osnovu emisije municipalnih obveznica, onda postoji i mogućnost njihovog otkupa. Ova mogućnost zavisi od načina prodaje obveznica. Ukoliko je prodaja izvršena putem pregovora ili privatnim plasmanom, onda mogućnost otkupa izdatih obveznica zavisi od uslova koji su ugovoreni prilikom prodaje. Najčešći način otkupa izdatih obveznica, jeste kada se one nalaze na finansijskom tržištu²¹⁹. Kupac emitovanih obveznica može, ali i ne mora, da obveznice nakon kupovine kotira na sekundarno tržište kapitala. Ukoliko se odluči na to, cena obveznica može varirati u zavisnosti od faktora koji utiču na njeno formiranje. U određenom trenutku, cena obveznica može biti takva da se emitentu obveznica finansijski isplati da ih otkupi pre roka dospeća. Time bi on ranije morao da isplati obveznice u odnosu na njihov rok dospeća, ali bi taj iznos bio znatno manji u odnosu na onaj koji bi bio u obavezi da isplati pri dospeću. Drugim rečima, emitent ima mogućnost da planirani ukupni dug, po osnovu emitovanih obveznica, umanja ranijim otkupom obveznica pre njihove dospelosti. Ova mogućnost zavisi od prethodno pomenutih faktora, ali je svakako pozitivno to, što za razliku od drugih oblika zaduženja, ovde postoji mogućnost ranije otplate duga, i to po povoljnijim uslovima nego što je to bilo definisano.

Benefit **određivanja vremenskog momenta kada će biti isplaćen dug po osnovu emitovanih obveznica**, svakako predstavlja još jedan privilegovani aspekt ovog vida zaduženja. Određivanje roka dospeća municipalnih obveznica na naplatu, zavisi isključivo od emitenta obveznica, tj. od procene emitenta i njegovog finansijskog savetnika.²²⁰ U okviru postupka emitovanja obveznica, definiše se i rok dospeća obveznica na naplatu. Ovaj rok definiše emitent u skladu sa svojim partikularnim interesima. Time on može uticati na definisanje vremenskog momenta, najpogodnijeg za isplatu obveznica. Kada je u pitanju kreditno zaduženje, rok za vraćanje pozajmljenih sredstava ugovara se sa bankom, ali

²¹⁹ Worlington, J. (2010): *Municipal bonds – Comparative Analysis*, European economic researche

²²⁰ Trajković, M. (2007): *Vodič kroz municipalne obveznice*, Novi Sad.

opština ili grad nemaju prostora za ugovaranje roka koji im je u interesu, u odnosu na rok koji definiše dospelost obveznica. Naima, banka je ta koja vrši kreditiranje, i ona je strana u ugovoru koja ima dominantan uticaj na definisanje elemenata ugovora o kreditu. Stoga, neretko, banka nastupa sa pozicije jače ugovorne strane, zauzimajući stav kao da je reč o adhezionom ugovoru. Ovde ne tvrdimo da je nemoguće definisati rok za vraćanje novčanih sredstava, koji će biti u skladu sa interesima opštine ili grada, već da je isti mnogo teže postići kada je u pitanju emitovanje obveznica. Kada je u pitanju zaduženje putem javnog poziva za upis javnog zajma, ovde opština ili grad može ravnopravno uticati na definisanje roka za vraćanje pozajmljenih sredstava.

Ukoliko bismo od svih pozitivnih efekata emitovanja municipalnih obveznica pokušali da izdvojimo jedan, onda bi to po našem mišljenju bila **transparentnost procesa emitovanja municipalnih obveznica**²²¹. Na čemu zasnivamo ovaj stav? Prvo, ukoliko sagledamo ostale načine prikupljanja novčanih sredstava, jasno bismo uvideli da je količina dostupnih informacija značajno manja u odnosu na postupak emitovanja obveznica. Ukoliko opština ili grad zaključi ugovor o kreditu sa investicionom bankom, sem mogućnosti da se ugovor traži na javni uvid, javnost ima veoma ograničena saznanja kako o ugovoru, tako i o trošenju dobijenih sredstava. Jednostavno, dispozitivnost ugovora o kreditu ostavlja mogućnost strankama da same odrede šta će biti predviđeno ugovorom, i da li će neki deo ugovora biti definisan kao poslovna tajna. Ova praksa je naročito prisutna u R. Srbiji, posebno u sferi investicionog ulaganja, odnosno javno-privatnog partnerstva u poslovanju. Tako, imamo situaciju da javnost u R. Srbiji i danas nema sve podatke o sklopljenom ugovoru između R. Srbije i FIAT grupe, u vezi izgradnje nove fabrike automobila u zastavi, i stvaranja novog privrednog društva „Fiat automobili Srbija“. Imamo i primer Air Serbia, odnosno transformaciju nekadašnjeg JAT-a u novu aviokompaniju, sa delimičnim učešćem R. Srbije, i većinskim vlasnikom FLY EMIRATES. Ceo ugovor je obavijen nepotpunim i nedostupnim informacijama, i to onim koje su od značaja za građane,

²²¹ Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.

obzirom da je reč o privrednom društvu nad kojim država i dalje ima delimično vlasništvo. Ovakvih primera je dosta, i oni se isto tako manifestuju i na nivou opštine ili grada, posebno kada je u pitanju sklapanje ugovora o kreditu ili nekom zajedničkom ulaganju. Sa druge strane, normativno uređen proces emitovanja municipalnih obveznica obavezuje potencijalnog emitenta, da pre samog procesa izdavanja obveznica, angažovanjem finansijskog savetnika i firme za procenu boniteta emitenta, obezbedi javnosti sve podatke od značaja za emisiju obveznica, tj. za ovaj vid zaduženja. Zakonodavac je predvideo da emitent obveznica mora angažovati firmu koja će oceniti bonitet emitenta²²². Da bi izabrana firma obavila posao u skladu sa definisanim ciljevima i zadacima, ona mora dobiti na uvid sva dokumenta i sve relevantne odluke, propise, pravilnike i druge akte, koji utiču na ocenu boniteta emitenta. Posebno se analiziraju finansijski podaci o stepenu i karakteru zaduženosti, subjektima kojima se novčana sredstva duguju, osnovu dugovanja, periodima i dinamici otplate duga, kao i nizu drugih pitanja od značaja. Ovi podaci mogu biti javno dostupni, čime se stanovnicima opštine ili grada daje uvid u realan prikaz stanja u oblasti finansija i ekonomije, utvrđenog na osnovu istraživanja koje je sprovedeno od strane nezavisnog subjekta. Tako dobijeni podaci mogu biti od koristi društvu, jer upućuju na načine i politike koji se sprovode u domenu vođenja jedne opštine ili grada. Dakle, ulaskom u postupak emitovanja municipalnih obveznica, kao nus efekat tog procesa, društvena javnost se upoznaje sa podacima koji su od esencijalne važnosti za funkcionisanje lokalnih javnih finansija. Moramo naglasiti da ne treba sumnjati u validnost takvih podataka, jer firme izabrane za ocenu boniteta klijenata, svoj kredibilitet izgrađuju upravo na tačnosti podataka koje pružaju. Ovi podaci ne služe emitentu obveznica (on ih već zna, ali često neke od njih pokušava da prikrije), već potencijalnim kupcima obveznica koji ocenjuju kapacitete, politiku vođenja i kredibilitet same opštine ili grada. Ove procene čine sastavni deo jednog šireg procesa donošenja odluka kupaca, u vezi sa potencijalnim ulaganjem u obveznice koje izdaje određena opština ili grad. Zatim, transparentnost procesa emitovanja obveznica ogleda se u činjenici da je ceo proces izuzetno javan, da su sva dokumenta dostupna javnosti

²²² Todorović, N. (2012): *Municipalne obveznice i novi zakonski okvir u Srbiji*, Pravna misao u srcu Šumadije, str. 707-718.

na uvid, kao i da je procedura maksimalno definisana sa ciljem izbegavanja eventualnih devijacija. Rezultat ovoga jeste da, postupak emitovanja municipalnih obveznica prezentuje metod prikupljanja potrebnih novčanih sredstava, koji u odnosu na sve druge prethodno analizirane metode, omogućuje najveći mogući protok informacija, dostupnih svim zainteresovanim subjektima. Time se ovaj proces prepoznaje kao najdelotvorniji način prikupljanja novčanih sredstava, pod uslovom da kod emitenta postoji intencija upoznavanja javnosti tog područja sa svim relevantnim podacima. Ovde moramo ipak napraviti malu digresiju, i reći da ovo može i negativno uticati na nosioce vlasti odnosno gradove i opštine prilikom izbora ovakvog načina zaduživanja. Ovakav vid transparentnosti ne ostavlja mnogo prostora za "manipulacije", a pored toga, razotkriva i važne segmente funkcionisanja opštine ili grada, što često može biti suprotno interesima nosioca vlasti u opštinama ili gradovima. Smatramo da je ovo jedan od značajnijih faktora koji negativno utiče na povećanje obima izdavanja municipalnih obveznica u R. Srbiji. Više pažnje ovom faktoru, posvetićemo u delu rada koji ima za cilj da ukaže na potencijalno negativne aspekte zaduženja putem emisije obveznica.

Krajnji cilj emitovanja municipalnih obveznica jeste realizacija određenog projekta od interesa za lokalnu zajednicu. **Identifikovanje potreba stanovništva područja emitenta obveznica sa određenim projektnim idejama koje bi se realizovale emitovanjem obveznica**, jeste još jedan argument u korist ovog vida zaduživanja.²²³ Emitovanje municipalnih obveznica je gotovo uvek (uz navedene izuzetke) vezano za finansiranje razvojnih infrastrukturnih projekata, čijom izgradnjom bi stanovnici tih područja ostvarili najviše benefita. Osnovni problem rukovođenja opštinom ili gradom, jeste odsustvo kvalitetne komunikacije između nosioca javne vlasti sa jedne, i stanovništva ovih područja sa druge strane. Iako izabrani kao predstavnici naroda, politička elita izabrana na neposrednim izborima, često nakon istih ne reprezentuje sve one interese koji su je doveli na vlast, niti sprovodi ideje koje imaju uporište u građanstvu. Emitovanjem municipalnih obveznica, građani mogu da utiču na izbor projekata koji bi se

²²³ Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.

finansirali realizovanom emisijom. Poslednji primer emitovanja municipalnih obveznica u Gradu Šabac, upravo potvrđuje našu hipotezu. Naime, gradske vlasti Grada Šabac odlučile su da višedecenijski projekat izgradnje otvorenog bazena, bude realizovan sredstvima koja su prikupljena emitovanjem municipalnih obveznica. Ne samo da sredstva dobijena emisijom obveznica se ulažu u kapitalni infrastrukturni projekat od značaja za čitav grad, već je postupak prodaje obveznica omogućio i građanima Grada Šabac da učestvuju u finansiranju ovog projekta, kupovinom emitovanih municipalnih obveznica. Na taj način, stvorena je jedna veoma kvalitetna i koherentna veza između stanovništva i nosioca javne vlasti Grada Šabac. Zadovoljene su potrebe stanovnika za jednim ovakvim objektom, dok je gradska vlast pokazala ambiciju ali i sposobnost, da realizuje projekat od velike vrednosti koji prethodni nosioci vlasti nisu uspjeli. Time je poverenje između nosioca javnih funkcija i stanovnika Grada Šabac, podignuto na viši nivo u odnosu na prethodni.

Bitan značaj u kontekstu analize pozitivnih efekata koji mogu biti produkovani emisijom municipalnih obveznica, jeste da ovaj proces ostavlja **manje prostora za korupciju i druge nelegalne i nezakonite radnje**²²⁴. Postupak emitovanja municipalnih obveznica je veoma precizno definisan zakonima. Radnje i postupci, subjekti koji su odgovorni, regulatorna tela, dostupnost informacija, kontrola i nadzor NBS i Komisije za hartije od vrednosti, samo su neki od činilaca koji utiču na smanjenje mogućnosti nastanka koruptivnih ili drugih nezakonitih radnji u vezi sa emitovanjem obveznica. Ovaj vid kontrole, definisane procedure, kao i subjekti koji su nadležni za spovođenje predviđenih radnji, nije prepoznat u drugim modalitetima zaduživanja. Zato, statistički posmatrano, veliki broj projekata finansiranih sredstvima koja su prikupljena emisijom municipalnih obveznica, bili su i realizovani. Pored realizacije tih projekata, važno je napomenuti da nisu postojale ozbiljne radnje kršenja propisa i procedura, koje bi ugrozile ili stavile na upit pravnu validnost takvog procesa. Shodno tome, svakako da emitovanje municipalnih obveznica, jeste način da se osigura veći stepen pravne

²²⁴ Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.

sigurnosti u procesu prikupljanja i trošenja novčanih sredstava za realizaciju određenih projekata.

1.3.2. Argumenti u korist investiranja-kupovine municipalnih obveznica

Municipalne obveznice jesu obligatorno-pravne hartije od vrednosti, kojima se uspostavlja pravni odnos između emitenta obveznica i kupaca. Ovaj odnos je pravno regulisan, i na njega se primenjuju pozitivnopravni propisi koji važe za ugovorne odnose. Pravna priroda ovih hartija od vrednosti je takva da se realizacijom emisije obveznica, uspostavlja dužničko-poverilački odnos između emitenta i kupaca obveznica. Emitent obveznice se nalazi u ulozi dužnika, dok kupac obveznica predstavlja poverioca u ovom poslu. Pitanje od značaja za istraživanje ovog dela disertacije, jeste interes kupaca ili investitora da svoj slobodni kapital ulože u ovaj pravni posao. Da bi adekvatno odgovorili na zadata istraživanja, primarno moramo sagledati koji se to argumenti javljaju na strani investiranja kapitala u kupovinu ovih obveznica. Identifikacijom ovih argumenata, možemo jasno sagledati sve benefite ovog posla. Nakon što u nastavku disertacije fokus istraživanja usmerimo na potencijalne argumente protiv kupovine ovih obveznica, tada ćemo uporednom analizom argumenata za i protiv, jasno definisati interesni motiv kupaca odnosno investitora, da svoj kapital ulože u kupovinu municipalnih obveznica ili druge poslove na finansijskom tržištu.

Metodološki gledano, pristupi ćemo identifikovanju argumenata u korist kupovine obveznica, na isti način koji je primenjen prilikom analize interesa emitovanja obveznica od strane jedinice lokalne samouprave. Relevantni izvori koji su navedeni u radu, definisali su više pozitivnih aspekata kupovine municipalnih obveznica. Unapred se moramo ograditi i istaći, da određeni pozitivni aspekti investiranja kapitala u municipalne obveznice, umnogome zavise od pravnog sistema države emitenta. Stoga, neke od ovih pogodnosti su univerzalnog karaktera, dok su druge vezane za stepen ekonomske decentralizacije države emitenta, fiskalne odnosno poreske politike, autonomije jedinice lokalne

samouprave, i slično. U nastavku rada će taksativno biti navedene sve pogodnosti ulaganja u municipalne obveznice, a za svaku od njih pojedinačno ćemo zaključiti, da li ta pogodnost postoji i u slučaju kupovine obveznica na finansijskom tržištu R. Srbije.

Benefiti, argumenti i pogodnosti investiranja odnosno kupovine municipalnih obveznica sa stanovišta kupaca, odnosno investitora su:

- rizik ulaganja kapitala u kupovinu obveznica,
- poreske i fiskalne pogodnosti u vezi sa kupovinom obveznica,
- kredibilitet dužnika odnosno emitenta obveznica,
- mogućnost ostvarivanja većih prihoda kod pojedinih vrsta municipalnih obveznica,
- izvesnost naplate obveznica prilikom njihove dospelosti,
- mogućnost trgovanja obveznicama na sekundarnom tržištu kapitala,
- mogućnost direktne kupovine obveznica po definisanim kriterijumima, koji mogu biti predmet pregovora sa emitentom,
- transparentnost procesa emitovanja obveznica, koji utiče na bolji izvor informacija od značaja u pogledu ocene boniteta emitenta,
- precizno definisan rok dospeća obveznica na naplatu, pozitivno utiče na planiranje ulaganja kapitala u buduće poslove²²⁵.

Prilikom ulaganja kapitala na finansijskom tržištu, izbor investitora (ili kupca u zavisnosti od prirode finansijskog ulaganja), mora se bazirati na razmatranju više aspekata koji su od značaja prilikom donošenja odluke u korist određenog vida ulaganja. Svetska ekonomska kriza je u velikoj meri uticala na izmenu politike ulaganja kapitala, naročito kada su u pitanju hartije od vrednosti. Danas, za posledicu imamo visok stepen nesigurnosti koja preovladava na

²²⁵ Dorit, S. (1998): *A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal*, The Journal of Business, Vol. 71, No. 1 (January 1998), pp. 135-146.

finansijskim tržištima, veoma konzervativnu politiku ulaganja kapitala od strane investitora, i generalno, svedoci smo ponovljenog scenarija ekonomske krize od pre sedam godina. Zato, u naučnim studijama koje su poslužile kao predmet istraživanja tokom rada na ovoj disertaciji, najveći broj stručnjaka na prvo mesto ističe pitanje **rizika ulaganja kapitala**.²²⁶ Obzirom da predmet našeg istraživanja nije da analiziramo vrste rizika koje postoje na finansijskom tržištu pri izboru različitih finansijskih instrumenata, fokusiraćemo se samo na **rizike ulaganja kapitala u kupovinu municipalnih obveznica**. Prilikom odabira adekvatnog finansijskog instrumenta koji će biti predmet ulaganja kapitala, kupac ili investitor prvo procenjuje postojeće rizike ulaganja. Obveznice kao hartije od vrednosti imaju obligacionopravno dejstvo, što znači da se njima konstituišu prava i obaveze subjekata u ovom pravnom poslu. Emitent obveznice ima primarnu obavezu da isplati vrednost obveznice po njenoj dospelosti. Ovde naravno govorimo o trgovini na primarnom tržištu kapitala. Kada je u pitanju trgovanje na sekundarnom tržištu, ova obaveza može biti konstituisana prema različitim subjektima. Ipak, vratimo se na pravnu prirodu obveznica i rizike ulaganja kapitala. Sa stanovišta emitenta obveznica, osnovna obaveza je da se po dospelosti obveznice na naplatu, (vremenski okvir koji je definisan datumom u budućem periodu), zakonitom imaoću obveznice isplati odgovarajući novčani iznos koji je vezan za jednu obveznicu. Sa stanovišta pravnih karakteristika ovog obligacionog odnosa, može se reći da su jasno i precizno definisane obaveze emitenta obveznica. Stoga, kupac odnosno investitor ima jasan pravni okvir, iz kojeg nedvosmisleno proizilazi obaveza isplate dugovanog novčanog iznosa od strane emitenta. Ono što je bitno apostrofirati, a vezano je za emitenta obveznica, jeste identitet subjekta koji se nalazi u ulozi emitenta. Kada su u pitanju municipalne obveznice, emitenti ovih obveznica jesu jedinice lokalne samouprave. Sa stanovišta rizika ulaganja, od krucijalnog je značaja da se utvrdi ko može biti dužnik u određenom obligacionom odnosu, tj. od koga se iziskuje naplata potraživanja po osnovu određenog posla. Emitent obveznica jeste država, tj. jedinica lokalne samouprave, koju čine gradovi,

²²⁶ Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija: str. 117-119. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)

opštine... Ova činjenica jeste najrelevantniji faktor u kontekstu procene rizika plasmana kapitala. Naime, dužnik u ovom poslu je grad ili opština. Nije u pitanju neki privredni subjekt, ili pak javno preduzeće. Činjenica da se grad ili opština nalazi u ulozi emitenta, tj. dužnika, podiže stepen sigurnosti plasmana kapitala investitora na relativno visok nivo.²²⁷ Ono što želimo reći je, da gotovo da ne postoje finansijski instrumenti na tržištu kapitala koji omogućavaju ovako visok stepen sigurnosti ulaganja. Zaključak koji proizilazi iz prethodno iznetih podataka, nedvosmisleno ukazuje da ulaganje kapitala u kupovinu municipalnih obveznica, čini da stepen rizika plasmana kapitala za investitora odnosno kupca, bude na minimalnom nivou. Zaštitita potraživanja, odnosno izvesnost naplate duga po osnovu emitovanih obveznica, proizilazi iz činjenice da se ona garantuje sredstvima iz budžeta emitenta, ili pak uspešnom realizacijom projekta koji se finansira emisijom obveznica. Stoga, ukoliko investitori na finansijskom tržištu žele da rizik plasmana odnosno ulaganja kapitala svedu na niži nivo, svakako da je ulaganje u municipalne obveznice jedan od najboljih načina za to. Naravno, postoje i negativni aspekti ovako visokog stepena sigurnosti – niži prinosi odnosno ostvareni prihodi po osnovu uloženog kapitala, ali će to pitanje biti razmatrano u segmentu rada koji se odnosi na argumente protiv investiranja-kupovine municipalnih obveznica.

Sa pozicije investitora, ulaganje kapitala na finansijskom tržištu ima jednu osnovnu funkciju, povrat uloženih sredstava sa akumuliranim prihodima. U pitanju su klasični lukrativni poslovi, kojima se uložena sredstva protekom određenog vremena nastoje povratiti, ali i uvećati. Ono što važi za sve koji ulažu kapital iz kojeg se stvara prihod ili dobit, jeste poreski tretman uvećanog kapitala investitora odnosno kupca. Ovde govorimo o poreskom odnosno fiskalnom tretmanu države, u odnosu na ostvarene prihode kao proizvod ulaganja na finansijskom tržištu. Osnovna uloga svake države, jeste da oporezuje sve odnose između subjekata koji su pogodni za naplatu, a koji se nalaze pod njenom jurisdikcijom. Jedan od tih odnosa jeste i obligacionopravni odnos, koji nastaje između emitenta municipalnih

²²⁷ Dugalić, V., Stojković, D. (2014): *Municipalne obveznice kao izvor finansiranja*, članak: ilustr.: Stanje i perspektive ekonomskog razvoja grada Kragujevca, str. 535-545.

obveznica i kupaca. Naime, prilikom kupovine municipalnih obveznica, kupac ne uvećava svoje imovinsko stanje, već nasuprot tome, on ga smanjuje. Međutim, u trenutku ispunjenja obaveze plaćanja od strane emitenta obveznica, kupac uvećava svoje imovinsko stanje. Tako uvećano bogatstvo, koje se jasno može kvantifikovati, može biti predmet oporezivanja ili nekog drugog fiskalnog nameta. Osnovni interes države jeste da oporezuje sve prihode ostvarene po različitim osnovama od strane fizičkih i pravnih lica, koja su pod jurisdikcijom fiskalne vlasti jedne države. Međutim, ne moraju svi prihodi biti predmet oporezivanja. Naime, u značajnom broju država, predviđene su poreske i druge povlastice kojima se posredno ili neposredno utiče na razvoj i opštu korist društva²²⁸. Investiranje u municipalne obveznice, opravdava pokušaj države da afirmativnom poreskom politikom utiče na razvoj emitenta obveznica, tj. opštine ili grada. Kao što smo već konstatovali, većina država u svojim poreskim zakonima predviđa odsustvo naplate poreza, koji je vezan za ostvarenu dobit od kupovine municipalnih obveznica. Ova vrsta poreza (u R. Srbiji, Porez na kapitalnu dobit), ima za cilj oporezivanje svih prihoda koji se ostvare trgovinom različitim finansijskim instrumentima. Ipak, kada su u pitanju municipalne obveznice, određene države (značajan broj istih) ne oporezuju ovako stvorene prihode. Postavlja se pitanje zašto? Neoporezivanjem prihoda ostvarenog po osnovu naplate potraživanja obveznica dospelih na naplatu, država afirmiše ulaganje u ove hartije od vrednosti, jer i sama ima interes da se one emituju u što većem obimu, i od strane što većeg broja emitenata. Ako uzmemo u obzir da se u ulozi emitenta nalaze jedinice lokalne samouprave, ovako koncipirana poreska politika čini investiranje u lokalni ekonomski razvoj privlačnijim za investitore, time što im omogućava poreska oslobođenja i olakšice po osnovu ostvarenih prihoda. U to ime se u naučnoj i stručnoj javnosti sa razlogom ističe da ulaganje u municipalne obveznice predstavlja ulaganje, ne samo u kontekstu ostvarivanja neoporezovane dobiti odnosno prihoda, već i ulaganje u razvoj opštine ili grada.²²⁹

²²⁸ Cicmil, O. (2000): *Motivi i ciljevi investiranja u hartije od vrednosti na tržištu kapitala*, Jugoslovensko bankarstvo : mesečni časopis Udruženja banaka i drugih finansijskih organizacija Jugoslavije ISSN: 0350-4077.- God. 29, br. 9/10, str. 23-26

²²⁹ 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.

Neretko i sami investitori dolaze upravo sa tog područja, stoga imaju i dodatni razlog za ulaganje svog kapitala u kupovinu ovih obveznica. Nažalost, R. Srbija u svom Zakonu o porezu na kapitalnu dobit nije predvidela poreska oslobođenja ili olakšice za investitore odnosno kupce municipalnih obveznica. Ovo rešenje je sa stanovišta uporednopravne prakse apsolutno neshvatljivo, jer sve države u okruženju imaju u svojim poreskim zakonima definisane olakšice ili oslobođenja od poreske obaveze²³⁰. Više o ovome biće reči u poglavlju koje se odnosi na normativni okvir regulisanja relevantnih pitanja u vezi sa municipalnim obveznicama.

Ulaganja na finansijskom tržištu podrazumevaju kupovinu odnosno trgovinu putem različitih finansijskih instrumenata. Pravna i druga obeležja finansijskih instrumenata čine ih međusobno različitim. Tako recimo, akcije kao hartije od vrednosti predstavljaju udeo u akcijskom kapitalu privrednog društva, pa ulaganjem u kupovinu tih akcija, kupac odnosno investitor postaje vlasnik određenog dela kapitala akcionarskog društva.²³¹ Međutim, kako potencijalni prihodi zavise od uspeha poslovanja akcionarskog društva, tako moguća zarada u najvećoj meri zavisi od procene informacija o svim aspektima poslovanja tog privrednog društva. Sa druge strane, obveznice kao hartije od vrednosti imaju fiksni rok dospeća na naplatu, sa jasno definisanim planom otplate, ali i precizno definisanog dužnika-emitenta obveznica. Argument u korist investiranja u kupovinu municipalnih obveznica (mada se ovo odnosi i na druge vrste obveznica), jeste ***moćnost ocene kredibiliteta dužnika odnosno emitenta obveznica***.²³² Nezavisno od pravnog sistema države emitenta obveznica, određene informacije moraju biti unapred poznate svakom zainteresovanom pravnom ili fizičkom licu, koje ima interes za kupovinom ovih obveznica. Svaka emisija hartija od vrednosti odnosno obveznica mora prethodno biti odobrena od strane relevantne državne finansijske institucije (u R. Srbiji, Komisija za hartije od vrednosti). Prilikom

²³⁰ Jovanović, A., Zakić, N. (2008): *Tržište municipalnih obveznica – neka uporedna iskustva*, Ekonomika, vol. 54, br. 5-6, str. 88-100.

²³¹ Jovanović, P. (1997): *Investiranje u akcije i obveznice*, knjiga: Tržište novca, (Beograd : Akademija), 138 str. : ilustr. ; 24 cm.

²³² Pavićević, B. (2011): *Obveznica kao hartija od vrednosti*, Privredno-pravni priručnik, br. 3/80.

odobrenja emisije, emitent je dužan da pruži neophodne podatke koji su od posrednog ili neposrednog značaja za emisiju obveznica. Sadržaj ovih podataka mora biti dostupan svim zainteresovanim subjektima. Dokument koji sadrži neophodne informacije u vezi sa emisijom obveznica naziva se *prospekt*. Ovaj dokument (sadržina, forma i podaci u njemu mogu da variraju) pruža investitorima relevantne podatke u vezi sa emitentom municipalnih obveznica. Podaci sadržani u ovom dokumentu predstavljaju relevantan izvor informacija, na osnovu kog svaki potencijalni kupac obveznica može da oceni kredibilitet emitenta. Dokument sadrži pravne, finansijske, ekonomske i druge podatke koje je emitent u obavezi da pruži. Analizom ovih podataka stiče se jasan uvid u finansijsko stanje emitenta obveznica (opštine ili grada), pravno relevantni osnov zaduživanja, ekonomsku strategiju razvoja, način trošenja dobijenih sredstava i precizne podatke u vezi sa svim uslovima emisije obveznica. Na osnovu ovih podataka, investitori raspolažu sa dovoljnom količinom relevantnih pokazatelja koji će pružiti ocenu kredibiliteta emitenta. Pored ovakvog shvatanja kredibiliteta emitenta, postoji i drugo koje se odnosi na pravni subjektivitet emitenta obveznica. Zagovornici ovog shvatanja ističu da se koncept kredibiliteta emitenta obveznica podrazumeva, uvažavajući činjenicu da je u pitanju lokalna vlast, odnosno jedinice opštine ili gradovi. Sa stanovišta pravnog statusa emitenta, ovde ne govorimo o privrednim društvima, već o državi, odnosno predstavnicima države na lokalnom nivou. Samim tim, emitent obveznica ima jak kredibilitet, obzirom na minimalni rizik ulaganja kapitala u kupovinu ovog finansijskog instrumenta, i činjenicu da je reč o državi kao dužniku. Sa stanovišta potencijalnih dužnika po različitim osnovama zaduženja, svakako da je država najpoželjniji dužnik, s obzirom na izvesnost naplate potraživanja. U svakom slučaju, i jedno i drugo stanovište u kontekstu argumenta u korist kupovine municipalnih obveznica je ispravno. Kredibilitet emitenta obveznica je jedan od značajnih argumenata u korist investiranja u municipalne obveznice.

U prethodnom delu rada, ukazali smo na veoma značajan broj različitih municipalnih obveznica. Uočene razlike javljaju se u domenu vremenskog intervala obveznica na dospelost, stepena osiguranja u vezi sa naplatom potraživanja,

razloga zaduživanja i drugo. Ipak, sa stanovišta interesa investitora prilikom kupovine obveznica, od značaja je mogućnost ostvarivanja većih prihoda kod različitih vrsta obveznica.²³³ Naime, kao što je već rečeno, postoje opšte obavezujuće obveznice i prihodne obveznice. Kod prve vrste obveznica, prinos po obveznici odnosno kamata je fiksna (u nekim slučajevima može biti i varijabilna, ali to nije od značaja u ovom slučaju)²³⁴. Emitent obveznica svoja dugovanja izmiruje po osnovu opšte obaveze, iz svakog pogodnog sredstva namirenja duga. Prihodne obveznice generišu određene prihode iz kojih se vrši naplata duga. Emitent se obavezuje da će sredstva prikupljena emisijom obveznica biti uložena u određeni infrastrukturni projekat, koji će po svom završetku generisati prihode. Obaveze emitenta prema kupcima obveznica namirivaće se upravo iz tako generisanih prihoda. Postoje dve mogućnosti kada je u pitanju ovaj mehanizam isplate duga. Prva, da emitent sa sigurnošću predvidi da će se celokupni dug namiriti od prihoda generisanog putem finansiranog projekta, dok druga predviđa da jedan deo duga bude vraćen iz prihoda, dok bi preostali deo duga bio vraćen iz drugih izvora pogodnih za naplatu. Ukoliko emitent izvrši emisiju ove vrste obveznica, može se predvideti povrat uloženi sredstava na osnovu generisanog prihoda od finansiranog projekta (npr. naplata putarine, ili naplata korišćenja javnog bazena). U tom slučaju, može se definisati i procentualni deo prihoda generisanog putem finansiranog projekta, koji će direktno biti refundiran kupcu obveznica. Tako, ukoliko realizovani projekat ostvaruje prihode koji su i viši od planiranih, i kupac obveznica će ostvarivati veće prihode. Kako bi predvideo ovu mogućnost, investitor bi trebao proučiti biznis plan finansiranog projekta, i sagledati potencijalne prihode koji se mogu generisati. Mišljenja smo da ova vrsta argumentacije u korist kupovine municipalnih obveznica, iako ispravno determinisana, u praksi pokazuje slab značaj usled realnih ograničenja koja postoje. Naime, retko će se emitent opredeliti da na ovaj način i pod ovim uslovima izvrši emisiju obveznica, jer to podrazumeva svesno odricanje od jednog dela

²³³ Trpčevski, M. (2015): *Kamatni rizik ulaganja u obveznice - nekonvencionalne metode merenja*, Bankarstvo, ISSN: 1451-4354.- god. 44, br. 2, str. 104-117.

²³⁴ Trpčevski, M. (2015): *Kamatni rizik ulaganja u obveznice - nekonvencionalne metode merenja*, Bankarstvo, ISSN: 1451-4354.- god. 44, br. 2, str. 104-117.

prihoda koji bi bio generisan. Stoga, po našem mišljenju, ovaj argument se može smatrati validnim, ali je njegova aplikativna priroda veoma ograničena.

Još jedan od argumenata u korist kupovine municipalnih obveznica, koji prepoznaju i naučna i stručna literatura, jeste izvesnost naplate obveznica. Ovaj argument je, po našem mišljenju, usko povezan sa jednim od dva tumačenja koja se odnose na kredibilitet emitenta obveznica. Osnovni razlog ocene kredibiliteta jeste pružanje relevantnih podataka koji će jasno i nedvosmisleno ukazati na stepen rizika u vezi sa potencijalnim poslovnim aranžmanima među pravnim subjektima. Ključni aspekt ocene kredibiliteta jeste ocena izvesnosti naplate potraživanja.²³⁵ Drugim rečima, pod ocenu kredibiliteta emitenta obveznica može se podvesti i izvesnost naplate duga po osnovu emitovanih obveznica. Ipak, autor rada, posebno izdvaja ovaj argument i opravdava njegovu posebnost, time što vrši poređenje finansijskih instrumenata sa municipalnim obveznicama. Glavni argument koji se ovde iznosi jeste da emitent – dužnik ne može da proglasi bankrot, i da dugovi nastali po ovom osnovu ne zastarevaju. Možemo se složiti sa ovako formulisanom argumentacijom. S obzirom da je emitent jedinica lokalne samouprave, dug nastao po osnovu emitovanja obveznica, faktički je javni dug države. Jedinice lokalne samouprave su društveno-političke jedinice koje imaju poverena i izvorna ovlašćenja. Prilikom zaduživanja na finansijskom tržištu, glavni dužnik jeste emitent obveznica – opština ili grad. Međutim, dugovi nastali po ovom osnovu ulaze u ukupni javni dug države. Što je još važnije, dugovi nastali po ovom osnovu tretiraju se kao dugovi države, pa ukoliko emitent obveznica nije u mogućnosti da vraća obaveze dospele po ovom osnovu, država na sebe preuzima obavezu isplate duga. Samim tim, poverioci imaju uistinu visok nivo izvesnosti naplate svojih potraživanja (postoji mogućnost da država proglasi bankrot, ali je gotovo nemoguće da to učini povodom duga koji je nastao emisijom obveznica opštine ili grada). Ovakvo tumačenje, u kontekstu ovako definisanog argumenta u korist kupovine municipalnih obveznica, po našem mišljenju, jeste i jedino moguće.

Način prodaje municipalnih obveznica može biti različit. Modalitete prodaje obveznica smo analizirali u prethodnom delu rada. Jedan od argumenata u korist

²³⁵ The Bond Market Association (2003): *An Investors Guide to Municipal Bonds*, New York.

investiranja u kupovinu municipalnih obveznica, jeste mogućnost trgovanja ovim obveznicama na sekundarnom tržištu kapitala.²³⁶ Prvo, moramo naglasiti da mogućnost trgovanja ovim obveznicama zavisi od načina prodaje. Ako se emitent odluči da obveznice ne plasira direktno na sekundarno tržište kapitala, već ih proda putem tendera ili privatnog plasmana, onda se ovako izdate obveznice ne mogu naći na sekundarnom tržištu kapitala, tj. sa njima se ne može trgovati. Da budemo precizniji, postoji mogućnost preprodaje ovih obveznica, ali se ona vrši van finansijskog tržišta. Ova prodaja se vrši sklapanjem ugovora između pravnih lica koja obavljaju poslove iz delatnosti finansijskog sektora (banke, investicioni fondovi, druge finansijske organizacije). Ukoliko je emisija obveznica obavljena na drugi način, onda se ove hartije od vrednosti mogu kao finansijski instrument javiti na sekundarnom tržištu kapitala. U tom slučaju, imalac obveznica može iste prodati ovom tržištu. Ovakav argument je značajan sa stanovišta likvidnosti u poslovanju subjekta koji je investirao u kupovinu municipalnih obveznica. S obzirom na različite fluktacije u poslovanjima koje se vezuju za sve poslovne subjekte, činjenica da posedovanje ovih obveznica omogućava imalcima istih da u određenom trenutku mogu prodati ove obveznice na tržištu kapitala i doći do potrebnih novčanih sredstava predstavlja veoma značajan argument za kupovinu municipalnih obveznica. Vremenski period na koji su municipalne obveznice izdate, često je duži od pet godina. U tom periodu mogu da nastupe poslovne okolnosti koje kupac obveznica nije mogao da predvidi, ili da se ukažu poslovne prilike koje bi finansijski bile isplativije od prihoda koje generišu municipalne obveznice. Postojanje mogućnosti da se ove obveznice u svakom momentu mogu prodati na finansijskom tržištu, jeste jako bitan aspekt za investitore, imajući u vidu da je likvidnost ovih hartija od vrednosti ono što ih čini veoma privlačnim. Ono na šta kupci obveznica ne mogu da utiču, jeste cena koja će biti formirana na finansijskom tržištu. Ona zavisi od mnogih faktora, na koje imalac obveznica ne može da utiče. S aspekta njegovih interesa, sasvim je dovoljno da se ove obveznice mogu prodati na sekundarnom tržištu kapitala, ukoliko se za to ukaže prilika ili potreba.

²³⁶ Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.

Retki su finansijski instrumenti na tržištu kapitala koji investitorima pružaju širok spektar opcija, kao što su municipalne obveznice. Privlačnost ovih hartija od vrednosti proizilazi iz gotovo neiscrpnih mogućnosti, kojima se mogu zadovoljiti partikularni interesi različitih investitora. Istina da kupovina ovih obveznica nije najunosniji vid ulaganja sredstava, ali kupcima pruža mnoge druge pogodnosti koje su u radu već istaknute, a koje drugi finansijski instrumenti nemaju. Jedan od argumenata u korist investiranja u municipalne obveznice, jeste ***mogućnost direktne kupovine obveznica po definisanim kriterijumima koji mogu biti predmet pregovora sa emitentom obveznica.***²³⁷ Izabrani stavovi u literaturi ukazuju da jedan od benefita ulaganja u municipalne obveznice može biti i način ugovaranja kupovine emisije obveznica. Modaliteti prodaje obveznica (prodaja sa stanovišta emitenta, a ne investitora), kao jednu od mogućih opcija predviđaju i direktnu prodaju obveznica unapred poznatom kupcu. Naime, ukoliko se emitent odluči za emisiju obveznica u određenom obimu, on može pre otpočinjanja procesa prodaje obveznica, da stupi u pregovore sa pravnim licima koja se bave poslovima ulaganja na finansijskom tržištu. Reč je o finansijskim organizacijama različitog tipa. Ukoliko postoji preliminarno interesovanje određenog subjekta za kupovinu emisije obveznica grada ili opštine, onda emitent i potencijalni kupac mogu pregovarati o svim bitnim aspektima emisije obveznica. Predmet pregovora može biti cena obveznice, rok dospeća, prinos po obveznici odnosno kamata, mogućnost dalje prodaje obveznica drugim zainteresovanim subjektima i slično. Dakle, potencijalnim kupcima obveznica ostavlja se mogućnost da u direktnim pregovorima sa emitentom obveznica obezbede najpovoljnije uslove investiranja. Partikularni interesi investitora razlikuju se od jednog do drugog. Nekima je od interesa rok dospeća obveznica na naplatu, drugima je bitan segment prinosa po jednoj obveznici, dok treći mogu biti izuzetno zainteresovani za cenu obveznice i njenu eventualnu dalju prodaju. Stoga, ne ulazeći u različite interese koji mogu biti koncentrisani oko potencijalnog kupca obveznica, činjenica da on ima mogućnost pregovaranja sa emitentom u vezi svih aspekata emisije obveznica, značajno utiče na privlačnost ovih hartija od vrednosti, jer je moguće

²³⁷ Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.

zadovoljiti široke interese, identifikovane kod različitih kupaca. Priroda ovih hartija od vrednosti je izuzetno fleksibilna, što jeste i može biti veoma značajno za svakog ko ulaže svoj kapital u ovaj finansijski instrument.

Sledeći argument koji se u literaturi pronalazi u korist kupovine municipalnih obveznica, jeste **transparentnost procesa emitovanja obveznica**.²³⁸ Ovaj argument ima svoj implikativni značaj kako za kupce obveznica, tako i za emitenta, ali i za širu društvenu javnost. O transparentnosti procesa emitovanja obveznica, govorili smo u delu rada koji se odnosi na argumente u korist emitovanja municipalnih obveznica u odnosu na druge načine prikupljanja neophodnih novčanih sredstava. Posmatrano sa stanovišta investitora odnosno kupaca obveznica, ne možemo se složiti da je ovaj argument od posebnog značaja prilikom odabira ulaganja kapitala u kupovinu obveznica. Transparentnost procesa emitovanja obveznica podrazumeva najveći stepen dostupnosti ključnih informacija. Najveći benefit dostupnosti ovih informacija ima stanovništvo opština ili gradova koji emituju ove obveznice. Putem dostupnosti ovih informacija, oni se upoznaju sa načinom zaduženja, visinom duga, ali i načinom trošenja sredstava. Stoga, značaj dostupnosti informacija kroz jedan transparentan proces emitovanja obveznica, nije od posebnog uticaja na potencijalne investitore da svoj kapital ulože u ove obveznice. Smatramo da je stav ovog autora baziran na jednom veoma ekstenzivnom tumačenju, i odnosi se na kasniju trgovinu, odnosno pretprodaju obveznica na sekundarnom finansijskom tržištu. Naime, dostupnost informacija u vezi sa emisijom obveznica, a naročito sa projektom koji se putem emisije finansira delimičnog je značaja, i predstavlja samo dodatni izvor informacija koji može uticati na formiranje cene obveznica na sekundarnom tržištu kapitala. Kao što je poznato, informacije o procesu trgovanja na sekundarnom tržištu kapitala od krucijalnog su značaja i uticaja, kako na formiranje cene, tako i na odnos potražnje za određenim finansijskim instrumentom. Posedovanje ovih informacija može biti od važnosti za kvalitetniju *risk* analizu kupovine obveznica. Stoga povezivanje transparentnosti procesa emitovanja obveznica kao argumenta u korist

²³⁸ Dorit, S. (1998): *A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal*, The Journal of Business, Vol. 71, No. 1 (January 1998), pp. 135-146.

investiranja u ove obveznice, po nama je krajnje delikatno tumačenje potencijalnih benefita. Ako možemo sa sigurnošću konstatovati da transparentost kao benefit uistinu postoji sa stanovišta interesa emitenta jednim, i građana drugim delom, onda sa izuzetnom rezervom možemo isticati ovaj argument sa stanovišta kupaca obveznica.

Poslednji u nizu argumenata koji su u okviru izabranih stavova sadržani u literaturi, jeste ***precizno definisan rok dospeća obveznica na naplatu***²³⁹. Planiranje poslovanja vezano je za jasno definisane rokove u vezi sa dugovanjima i potraživanjima koja dospevaju u određenim vremenskim intervalima. Stoga, sa stanovišta investitora odnosno kupaca obveznica, jasno je da postojanje precizno definisanog roka dospeća obveznica na naplatu može pozitivno uticati na procese planiranja ulaganja kapitala i diversifikaciju tih ulaganja. Ovaj argument je, po našem mišljenju, usko povezan sa izvesnošću naplate obveznica prilikom njihove dospelosti, odnosno kredibilitetom emitenta obveznica. Ukoliko ovaj argument povežemo sa prethodnim, jasno je da je reč o identičnoj argumentaciji, ali sa drugačijeg stanovišta. Neupitno je da precizno definisan rok dospeća jeste povezan sa plaćanjem koje treba da usledi nakon toga, a koje je takođe vezano za kredibilitet samog emitenta. Stoga, zaključujemo da argumentacija navedena u radu jeste pravilno identifikovana, ali se ona već donekle podrazumeva, ako se uzmu u obzir prethodno izneti argumenti. Ukoliko analiziramo ovaj argument na veoma uzak način, možemo potvrditi njegovu validnost. Precizan rok dospeća uistinu utiče na izvesnost naplate potraživanja u datom vremenskom momentu. Na taj način, kupac obveznica može adekvatno planirati svoje poslovanje i pravilno upravljati svojim kapitalom. Zato precizno definisan rok dospeća, bez ikakvih dodatnih uslova koji se moraju ispuniti, jeste argument u korist investiranja odnosno kupovine municipalnih obveznica, u odnosu na druge dostupne finansijske instrumente na tržištu kapitala.

²³⁹ Cicmil, O. (2000): *Motivi i ciljevi investiranja u hartije od vrednosti na tržištu kapitala*, Jugoslovensko bankarstvo : mesečni časopis Udruženja banaka i drugih finansijskih organizacija Jugoslavije ISSN: 0350-4077.- God. 29, br. 9/10, str. 23-26

1.3.3. Argumenti protiv emitovanja municipalnih obveznica

Jedan od zadataka istraživanja je da se prepoznaju argumenti odnosno činjenice od značaja u vezi sa municipalnim obveznicama, a identifikovane su sa stanovišta interesa emitenta i kupaca obveznica. U prethodnom delu rada, obavljenim istraživanjem identifikovali smo i analizirali argumente u korist emitovanja municipalnih obveznica, i u korist kupovine odnosno investiranja u ove hartije od vrednosti. Da bismo adekvatno mogli da analiziramo i izvedemo zaključke u vezi sa ovim finansijskim instrumentima, moramo da ukažemo i na određene argumente protiv emitovanja municipalnih obveznica. U izabranoj literaturi, među stavovima iznetim u naučnim radovima, ukazuje se i na određene argumente protiv emitovanja municipalnih obveznica. Ove tvrdnje su zasnovane na naučnoj i stručnoj analizi iznetoj u radovima koji su sadržani u izabranoj literaturi. Argumentacija koja je zastupljena u ovim radovima je različite prirode i sadržine. U tom smislu, ukazaćemo na sve relevantne stavove naučne i stručne javnosti. Argumenti protiv emitovanja obveznica biće adekvatno analizirani, i potvrdiće se ili demantovati njihova relevantnost. Moramo napomenuti da su određeni argumenti protiv emitovanja ovih obveznica od strane drugih autora navedeni kao argumenti u korist emitovanja. Smatramo da je ovo donekle opravdano, jer se određeni aspekti emitovanja municipalnih obveznica mogu posmatrati sa oba stanovišta. Samim tim, neki od argumenata koji su u radu apostrofirani kao pozitivni, biće navedeni i kao negativni. Reč je o različitim tumačenjima u okviru različitih naučnih krugova. Mi ćemo na osnovu naučno relevantnog tumačenja dati prednost jednom ili drugom stanovištu. Argumenti odnosno činjenice protiv emitovanja municipalnih obveznica su sledeće:

- postupak emisije municipalnih obveznica je izuzetno dug vremenski period,
- postupak emisije municipalnih obveznica iziskuje kadrovske kapacitete emitenta,

- emitent ima dispozitivno pravo da odluči o načinu prodaje emisije obveznica, ali usled stanja na finansijskom tržištu često i nema realnu mogućnost izbora načina prodaje,
- formiranje cene obveznica zavisi od faktora na koje emitent ne može da utiče,
- neposredni i posredni troškovi realizacije emisije mogu biti izuzetno visoki,
- razvijenost finansijskog tržišta umnogome utiče na uspešnu realizaciju emisije obveznica,
- zainteresovanost investitora za kupovinu emisije obveznica je od krucijalnog značaja za njenu uspešnu realizaciju,
- rizik otplate duga emitovanih obveznica koje su prodane kao prihodne obveznice.

Dostupnost potrebnih novčanih sredstava je veoma značajno pitanje koje grad ili opština mora da uzme u razmatranje prilikom odabira načina zaduženja. Dostupnost novčanih sredstava zavisi od više faktora, od kojih je najznačajniji vremenski interval koji traje od momenta donošenja odluke da su potrebna novčana sredstva, do momenta dobijanja istih. Protok vremena od donošenja odluke o zaduživanju do dostupnosti novčanih sredstava za predviđenu namenu treba da bude što kraći.²⁴⁰ Vreme jeste novac, a vreme koje protekne u ovom kontekstu mora biti što kraće. Jedan od argumenata protiv emitovanja municipalnih obveznica jeste i vremenski okvir u kojem se emisija realizuje. U tom pogledu, ključan faktor za bržu realizaciju ovog procesa jeste procedura po kojoj se obavlja postupak emisije obveznica.²⁴¹ Procedura po kojoj se obavlja emisija municipalnih obveznica je zakonski definisana. Od momenta donošenja odluke da su za realizaciju određenog projekta potrebna novčana sredstva, opština ili grad odlučuje o modalitetima zaduživanja o kojima je već bilo reči. Ukoliko se odluči za

²⁴⁰ Todorović, N. (2013): *Municipalne obveznice i novi zakonski okvir u Srbiji*, Usklađivanje pravnog sistema Srbije sa standardima Evropske unije, str. 579-590.

²⁴¹ Todorović, N. (2013): *Municipalne obveznice i novi zakonski okvir u Srbiji*, Usklađivanje pravnog sistema Srbije sa standardima Evropske unije, str. 579-590.

emisiju municipalnih obveznica, procedura nalaže da se zatraži zvanično odobrenje resornog ministarstva finansija. Nakon dobijanja odobrenja, potrebno je da se imenuje finansijski savetnik, da se napravi prospekt i da se zatraži dozvola Komisije za hartije od vrednosti. Pored toga, mora se raditi i na analizama šireg spektra relevantnih pitanja koja su usko povezana sa ovim procesom. Ovo je samo uprošćen opis postupka emisije obveznica (poseban segment rada je posvećen ovoj materiji), ali se i na osnovu ovih podataka može uočiti kompleksnost procedure koja iziskuje određeno vreme, a koje je značajno za subjekta kom su novčana sredstva potrebna. Primera radi, resorno ministarstvo ima rok od 60 dana da odluči o zahtevu opštine ili grada u vezi sa odobrenjem zaduženja po ovom osnovu.²⁴² U kontekstu vremena koje je potrebno Komisiji za hartije od vrednosti da odobri emisiju obveznica, od momenta donošenja odluke da se grad ili opština zaduži po ovom osnovu, pa sve do dobijanja novčanih sredstava može proteći minimum tri meseca. Ukoliko je grad ili opština spremna da uđe u ovu proceduru, uz saznanje da će ista biti realizovana u ovom vremenskom okviru, onda je svakako opravdano da se zaduži emitovanjem ovih hartija od vrednosti. Ukoliko je neophodno da se novčana sredstva prikupe u što kraćem vremenskom intervalu, onda bi opština ili grad trebala ista da potražuje u saradnji sa bankarskim sektorom, tj. putem kredita kao jednog od načina finansiranja predviđenog projekta.

U odnosu na kreditni model zaduženja, emisija municipalnih obveznica iziskuje kadrovske kapacitete unutar organizacione strukture upravljanja grada ili opštine. Kreditno zaduženje, odnosno ugovor o kreditu, znatno je jednostavniji vid zaduženja, i ne iziskuje kadrovske niti druge kapacitete grada ili opštine u funkciji realizacije ovog posla. Ukoliko se grad ili opština odluči za emitovanje municipalnih obveznica, onda ta odluka za sobom povlači znatne kadrovske resurse koji moraju biti stavljani u funkciju uspešne emisije obveznica. U R. Srbiji, prva emisija obveznica obavljena je 2011. god., gde se u ulozi emitenta obveznica

²⁴² Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region, str. 33-43.

našao Grad Novi Sad. Postavlja se pitanje zašto je toliko vremena bilo potrebno da se jedinice lokalne samouprave u Srbiji odluče za ovaj vid prikupljanja novčanih sredstava. Ova konstatacija je bazirana na činjenici da je u Hrvatskoj emisija ovih obveznica otpočela krajem 90-tih godina, dok je u Crnoj Gori, prva uspešna emisija realizovana 2007.god. Čak su opštine i gradovi u Bosni i Hercegovini emitovali ove obveznice pre nego što je to učinjeno u R. Srbiji. Jedan od glavnih razloga koji je uticao na neblagovremeni početak emitovanja ovih obveznica, jesu kadrovski kapaciteti opština i gradova u Srbiji. Ne kažemo da nije bilo drugih razloga (normativna ograničenja u različitim pravnim propisima), ali je ovo jedan od značajnijih. Čak, sa velikom dozom sigurnosti možemo tvrditi da opštine i gradovi u R. Srbiji ni danas nemaju kapacitete za emitovanje municipalnih obveznica. Naime, u okviru kadrovskih kapaciteta emitenta gotovo da ne postoje ljudski resursi sa dovoljno znanja, iskustva i stručnosti u vezi sa ovim mehanizmom zaduženja. Da bi se grad ili opština odlučila za ovaj vid zaduženja na finansijskom tržištu, moraju postojati adekvatni ljudski resursi koji će ukazati na ovu mogućnost, razraditi detaljnu analizu moguće emisije obveznica, ukazati na alternativne vidove zaduženja, i sve to prezentovati skupštini grada ili opštine na usvajanje.²⁴³ Stoga, ljudski odnosno kadrovski resursi, upoznati sa ovim vidom zaduženja, moraju biti prisutni unutar lokalnih organa vlasti. Inicijativa bi trebala da potekne upravo od ovih kadrova, jer oni raspolažu stručnim znanjem u vezi sa svim benefitima ovog vida zaduženja. Nažalost, ulaganje u kadrove u državnim organima, naročito na lokalnom nivou, nije bilo u fokusu društvenopolitičke elite. Stoga i ne čudi da je prva emisija obveznica uspešno realizovana od strane Grada Novg Sada. Naime, reč je o jednom od najrazvijenijih gradova-opština, pa je shodno tome i upravljanje ovim gradom znatno uspešnije, imajući u vidu koncentraciju kvalitetnijih kadrova u odnosu na opštine ili gradove koji su na nižem stepenu razvoja. U Srbiji, u zavisnosti od stepena razvoja opštine ili grada, može se izvesti i zaključak o kvalitetu upravljanja istom, što direktno proizilazi iz kadrovskih kapaciteta koji obavljaju funkciju upravljanja. Smatramo da R. Srbija treba da sprovede jedan opšti program obuke za sve predstavnike gradova i opština, koji bi

²⁴³ Dugalić, V., Stojković, D. (2014): *Municipalne obveznice kao izvor finansiranja*, članak: ilustr.: Stanje i perspektive ekonomskog razvoja grada Kragujevca, str. 535-545.

podigao kvalitet stručnosti i kompetencija unutar kadrovskih kapaciteta upravljanja. Ključni benefit ogledao bi se u podizanju nivoa znanja, iskustva i kompetencija kadrova unutar organa upravljanja u gradovima i opštinama. U odeljku rada koji se odnosi na empirijske podatke o dosadašnjim emisijama municipalnih obveznica u Srbiji, na osnovu relevantnih podataka detaljnije ćemo obrazložiti ovu korelaciju. Možemo zaključiti da uspešna emisija ovih obveznica zahteva određene kadrovske kapacitete emitenta. Smatramo da ulaganje u ljudske resurse može biti od koristi, kako za državu, tako i za same jedinice lokalne samouprave.

Jedan od argumenata u korist emitovanja municipalnih obveznica jesu različiti modaliteti prodaje obveznica. Ovaj argument je analiziran sa stanovišta emitenta obveznica, kao jedan od onih koji ide u prilog emitovanju municipalnih obveznica. Iako ostajemo pri tvrdnji da ovo jeste argument u korist emisije, on je donekle limitirajuće prirode. Naime, u slučaju da finansijsko tržište nije dovoljno razvijeno, emitent je suštinski i praktično ograničen u pogledu načina prodaje emisije obveznica²⁴⁴. Kada je finansijsko tržište slabo razvijeno, na njemu posluje ograničen broj subjekata koji su u poziciji da ulažu kapital u kupovinu hartija od vrednosti ili drugih finansijskih instrumenata. Samim tim, ograničava se i potencijalni broj kupaca odnosno investitora koji bi uložili svoj kapital u municipalne obveznice. Ograničen broj kupaca utiče i na smanjenu potražnju za ovim hartijama od vrednosti.²⁴⁵ Kao posledicu imamo smanjenu tražnju na osnovu koje se sužava i broj potencijalnih kupaca. Ukoliko imamo manji broj kupaca, tada su i uslovi prodaje znatno složeniji, i usklađeni sa suženim mogućnostima postojećih kupaca. Stoga, ukoliko je finansijsko tržište nerazvijeno ili slabo razvijeno, emitent municipalnih obveznica ima ograničen izbor potencijalnih kupaca. U skladu sa tim, on mora emisiju obveznica prilagoditi datoj grupi kupaca, što se posledično može odraziti i na način prodaje obveznica. Ukoliko na finansijskom tržištu postoji manji broj kupaca ovih hartija od vrednosti, onda je u interesu emitenta obveznica da vodi preliminarne pregovore sa potencijalnim

²⁴⁴ Ovu tvrdnju ćemo potvrditi u empirijskom odeljku istraživanja, koji će obuhvatiti podatke o svim do sada realizovanim emisijama municipalnih obveznica gradova i opština u R. Srbiji.

²⁴⁵ The Bond Market Association (2003): *An Investors Guide to Municipal Bonds*, New York.

kupcima ovih obveznica. Naime, na osnovu preliminarne razgovora, emitent će uvideti ne samo koji su to modaliteti prodaje obveznica koji bi zainteresovali potencijalne kupce, već bi procenili i stepen opšte zainteresovanosti ovih subjekata za kupovinu municipalnih obveznica. Ukoliko se pokaže da je interesovanje slabo ili da je investiciona moć potencijalnih kupaca mala, onda je u najboljem interesu opštine ili grada da odloži emisije obveznica za neki budući period, ili da potrebna novčana sredstva pribavi putem kreditnog aranžmana sa bankarskim sektorom. Složićemo se da ova argumentacija protiv emitovanja municipalnih obveznica stoji i da su stavovi autora ispravni, ali oni imaju svoje uporište samo ako je finansijsko tržište nerazvijeno, ako postoje nestabilnosti koje uzrokuju tražnju, i ako je broj potencijalnih investitora odnosno kupaca sa adekvatnim nivoom kapitala mali. Ukoliko to nije slučaj, onda važi argumentacija u korist emitovanja municipalnih obveznica, a na osnovu činjenice da je emitent u prilici da sam odabere modalitet prodaje obveznica.

Sledeći argumenti protiv emitovanja municipalnih obveznica su donekle povezani sa prethodnim. Jedan od argumenata protiv emitovanja ovih obveznica je da, usled postojanja ograničavajućih faktora, emitent ne može da utiče u dovoljnoj meri na formiranje cene obveznica.²⁴⁶ Opština ili grad ima interes da određeni projekat od značaja bude finansiran sredstvima koja su prikupljena prodajom emisije municipalnih obveznica. Definisanjem svih aspekata projekta, dolazi se do okvirnog iznosa novčanih sredstava potrebnih za njegovu realizaciju. U skladu sa tako definisanim potrebama, sagledava se stanje u budžetu opštine ili grada, i definiše se obim odnosno iznos sredstava koja nedostaju za realizaciju projekta. Nakon definisanja neophodnih novčanih sredstava, emitent se opredeljuje da emisijom obveznica dođe do potrebnog iznosa. S jedne strane, emitent može formirati okvirni iznos potrebnih novčanih sredstava za realizaciju određenog projekta, ali on nema dovoljno uticaja na formiranje cene obveznice koja treba da reflektuje ukupne potrebe za kapitalom. Formiranje cene obveznica zavisi od brojnih faktora, kao što je razvijenost finansijskog tržišta kapitala, ukupna ponuda

²⁴⁶ Dorit, S. (1998): *A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal*, The Journal of Business, Vol. 71, No. 1 (January 1998), pp. 135-146.

i tražnja za hartijama od vrednosti, stabilnost finansijskog sektora, stabilnost monetarnog sistema, kretanja na regionalnim i svetskim tržištima kapitala (ukoliko je reč o visokoj vrednosti emisije), ocena boniteta emitenta, kao i niz drugih sekundarnih i tercijalnih faktora.²⁴⁷ Iz navedenog se može zaključiti, da emitent mora izvršiti kvalitetnu procenu svih eksternih faktora, i na osnovu date procene krenuti u realizaciju emisije obveznica. Ukoliko ove procene nisu urađene, ili su urađene nedovoljno stručno i kompetentno, emitent može doći u situaciju da emituje obveznice, a da pritom tražena cena ne odgovara uslovima koji su predviđeni na tržištu kapitala. Ovo se naročito odnosi na plasman municipalnih obveznica na sekundarno tržište kapitala. Drugim rečima, da bi emisija obveznica bila uspešna i cena emisije odgovarala potrebama emitenta, neophodno je izvršiti adekvatnu procenu svih faktora koji na to utiču. Ovakvu argumentaciju možemo da prihvatimo, ali uticaj ovih faktora može biti od značaja samo ako je reč o relativno nerazvijenom tržištu kapitala. Ukoliko je tržište dovoljno veliko, a generalna kretanja pozitivna, onda je uticaj ovih faktora postojan, ali bez konkretnog impakta kao što je to slučaj kod nerazvijenog tržišta.

Složen proceduralni aspekt emitovanja municipalnih obveznica, pored angažovanja kadrovskih odnosno ljudskih resursa, zahteva i određena dodatna novčana sredstva koja moraju biti obezbeđena pre emisije obveznica. Takozvani troškovi realizacije emisije municipalnih obveznica mogu biti izuzetno visoki.²⁴⁸ Cena ovih troškova zavisi od razvijenosti specifičnog sektora profesionalnih usluga. U prethodnom delu rada, delimično smo se dotakli procedure emitovanja municipalnih obveznica. Ova procedura je dodatno analizirana u segmentu rada koji se usko bavi postupkom emitovanja municipalnih obveznica od strane grada odnosno opštine. Uoči formalnog pokretanja postupka, emitent obveznica prvo mora angažovati privatnog konsultanta iz finansijskog sektora. Angažovanje privatnog savetnika može biti izuzetan trošak. Troškovi obavljanja usluga ovih stručnih lica često su veoma skupi i zahtevaju specifična znanja iz oblasti finansija,

²⁴⁷ Ivanišević, M. (2012): *Obveznice i njihova tržišna vrednost*, Knjigovodstvo: časopis za pitanja računovodstva i poslovnih finansija, ISSN: 0023-2394.- 34, br.10, str. 59-63.

²⁴⁸ Mitić, A. (2008): *Mogućnost emitovanja municipalnih obveznica u Srbiji i nužnost unapređenja finansijskog sistema – praktična i zakonska ograničenja*, Pravni život, vol. 57, br. 12, str. 865-876.

bankarstva i berzanskog poslovanja. Uloga i značaj privatnog savetnika je od neprocenjivog uticaja na uspeh ili neuspeh emisije obveznica. Emitent mora voditi računa prilikom definisanja kriterijuma za odabir ovog lica. Izabrano lice mora biti upoznato sa svim aspektima funkcionisanja grada odnosno opštine, kao i sa planom projekta koji se finansira sredstvima prikupljenim iz emisije obveznica. Ovo lice može imati status pravnog lica ili ga može predstavljati jedno ili više fizičkih lica. Proceduralno, ovo pitanje nije od značaja dok god izabrana lica mogu obavljati posao koji im je poveren. Usled specifičnosti zahteva koji su postavljeni pred izabranog savetnika, sasvim je jasno da veoma mali krug subjekata zadovoljava tražene kriterijume. Stoga je i cena njihovog angažovanja relativno visoka. Ono što je primećeno u nekim istraživanjima, jeste da nerazvijenost finansijskog sektora usluga direktno utiče na povećanje cene usluga ovih lica, obzirom da je krug lica sa adekvatnim referencama veoma sužen.²⁴⁹ Samim tim, sasvim je moguće da postoji veći stepen potražnje od ponude za ovim stručnjacima, što donekle može povećati ukupnu cenu troškova angažovanja ovih lica. Zaključak koji se nameće, ponovo je usko povezan sa stepenom razvoja finansijskog tržišta, pa shodno tome ovi subjekti svoje konsalting usluge mogu skupo naplaćivati. Stoga, argumentacija protiv emitovanja municipalnih obveznica, koja se zasniva na uvećanim troškovima emisije obveznica usled angažovanja privatnog savetnika, stoji. Ukoliko je tržište finansijskog sektora slabo ili nedovoljno razvijeno, onda će i troškovi emisije obveznica biti veći usled angažovanja stručnjaka iz pomenutih oblasti. Kada su u pitanju razvijena finansijska tržišta, konkurencija i kvalitet unutar sektora konsalting usluga je izraženija, što dovodi do niže cene angažovanja ovih lica, pa se samim tim utiče i na sniženje posrednih troškova vezanih za emisiju municipalnih obveznica.

²⁴⁹ Saliven, M. (2009): *Municipal Bonds – Case Study in Eastern Europe*, CBA, Budapest.

1.3.4. Argumenti protiv investiranja u kupovinu municipalnih obveznica

Različiti interesi emitenata municipalnih obveznica i kupaca koji investiraju svoj kapital ulaganjem u ove hartije od vrednosti, definišu i prirodu argumenata koji su predmet analize ovog istraživanja. U delu rada koji se bavi argumentima u korist investiranja odnosno kupovine municipalnih obveznica, analizirali smo i izložili koji su to sve potencijalni benefiti koji mogu da utiču na odluku u vezi sa kupovinom ovih hartija od vrednosti. Neke od argumenata koji su sadržani u stavovima jednog dela naučne javnosti, potvrdili smo kao validne, dok smo neke delimično ili potpuno opovrgnuli. Isti metodološki pristup primenićemo i kod analize stavova i mišljenja sadržanih u naučnim radovima, koji na posredan ili neposredan način ukazuju na argumente protiv investiranja odnosno kupovine municipalnih obveznica. Pozitivni aspekti ulaganja u ove hartije od vrednosti se mogu sublimirati u jednu reč – sigurnost. Prilikom kupovine ovih hartija od vrednosti, prioritet investitora je sigurnost plasmana kapitala. Stoga ove hartije od vrednosti jesu privlačne za ulaganje, ukoliko je interes kupaca upravo sigurnost. Međutim, postoji značajan broj investitora koji pored sigurnosti žele da ostvare i druge zastupane interese. Stoga, argumenti protiv investiranja-kupovine municipalnih obveznica su:

- dostupnost ovih hartija od vrednosti na finansijskom tržištu,
- stopa dobiti u odnosu na uloženi kapital, znatno je niža u odnosu na druga ulaganja na finansijskom tržištu,
- nepostojanje fiskalnih povlastica u okviru pravnog sistema emitenta obveznica,
- kotiranje municipalnih obveznica na sekundarnom tržištu kapitala,
- tržište municipalnih obveznica je relativno likvidno.

Navedeni argumenti zasnivaju se na stavovima autora koji dolaze iz različitih država, sa različitim stepenom razvoja finansijskog tržišta odnosno tržišta kapitala. Shodno tome, ovi argumenti mogu biti validni u okviru jednog

tržišta ili pravnog sistema, dok u drugom oni nemaju svoje uporište. Prvi od argumenata protiv ulaganja u ove hartije od vrednosti zasniva se na stepenu dostupnosti ovih hartija od vrednosti na finansijskom tržištu. Stepenu dostupnosti municipalnih obveznica na tržištu kapitala u velikoj meri zavisi od razvijenosti samog tržišta, normativnog uređenja postupka emitovanja ovih hartija od vrednosti, fiskalne decentralizacije i niza drugih faktora.²⁵⁰ Svi ovi faktori utiču na dostupnost ulaganja kapitala u ove hartije od vrednosti. Ukoliko tržište kapitala nije razvijeno, ukoliko ne postoji adekvatan stepen zainteresovanosti investitora i njihov finansijski kapacitet za ulaganja, ukoliko normativno postoje ograničenja koja su od značaja za emitovanje ovih obveznica, njihova dostupnost će biti ograničena. Drugim rečima, obveznice kao finansijski instrument ulaganja kapitala mogu biti nedostupne za potencijalne kupce. Iako može postojati interes investitora za ovom vrstom ulaganja, realna ponuda ovih hartija od vrednosti definitivno utiče na mogućnost investiranja. Ukoliko ponuda nije adekvatnog obima, a potražnja postoji, stvara se mogućnost kreiranja cene ovih hartija od vrednosti koja ne bi opravdala ulaganja koje investitor treba da realizuje. U svakom slučaju, ako je tržište obveznica ovako ograničeno, ponuda ovih hartija od vrednosti je onda veoma limitirana i vremenski uslovljena, što može uticati na odluku investitora da svoj kapital uloži u druge finansijske instrumente, odnosno hartije od vrednosti. Pod uslovom da je tržište dovoljno razvijeno, i da ne postoje neka normativna ograničenja, onda ova argumentacija nije od značaja u kontekstu neinvestiranja u municipalne obveznice.

Jedan od temeljnih argumenata protiv kupovine municipalnih obveznica, jeste stopa dobiti u odnosu na uloženi kapital²⁵¹. Naime, stopa dobiti je znatno niža u odnosu na druga ulaganja na finansijskom tržištu, odnosno ulaganja u druge hartije od vrednosti. Ovu argumentaciju možemo podržati samo u slučaju da

²⁵⁰ Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, *Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region*, str. 33-43.

²⁵¹ Božić, D., Todorović, T. (2009): *Analiza rizika i činioca ulaganja u obveznice*, MIR: Menadžment, inovacije, razvoj : naučno-stručni časopis = Management, Inovation, Development : Journal for Scientists and Engineers, ISSN: 1452-8800.- God. 4, br. 13, oktobar, str. 3-12.

primarni interes investitora nije sigurnost plasmana i povrat uloženog kapitala. Jedan od važnijih kriterijuma prilikom odabira ulaganja kapitala na finansijskom tržištu jeste sigurnost, odnosno izvesnost povraćaja uloženog kapitala sa određenim prinosom. Sagledavajući sve relevantne finansijske instrumente na tržištu kapitala, ulaganje u municipalne obveznice predstavlja jedan od najsigurnijih oblika ulaganja. Ipak, cena ove sigurnosti se negde mora reflektovati. Posledica ovako ostvarenog stepena sigurnosti jeste visina prinosa po obveznici. Prinos po obveznici ili kamata koja se ostvaruje, predstavlja najnižu stopu u odnosu na većinu drugih oblika ulaganja u finansijske instrumente. Prosečna kamatna stopa je neznatno viša u odnosu na kamatu koja je vezana za štedne uloge u bankama. Čak i ako uporedimo municipalne obveznice sa korporativnim i državnim obveznicama, uočićemo da je prinos po obveznici znatno niži. Neretko se dešava da korporativne obveznice imaju relativno visoku ugovorenu kamatnu stopu, dok cena državnih obveznica u najvećoj meri zavisi od boniteta države ali i kretanja na svetskom finansijskom tržištu. Čak i ako se municipalne obveznice nadju na sekundarnom tržištu kapitala, uticaj tržišta je znatno suženiji jer su u pitanju lokalna tržišta kapitala. Investitori odnosno kupci žele da ulože svoj kapital, da bi im se tako uloženi kapital vratio. Stopa uvećanja kapitala nakon ulaganja zavisi od stepena rizika koji je investitor spreman da preuzme. Ukoliko želi da ostvari veće prihode, on će voditi znatno rizičniju politiku ulaganja, ali će potencijalno zaraditi više. Ukoliko se odluči za restriktivna ulaganja, svakako da će municipalne obveznice predstavljati jedan od adekvatnih vidova ulaganja kapitala. Ipak, da bi se donekle ostvarila zarada u obimu koji je prihvatljiv za investitora, potrebno je uložiti i više sredstava od planiranog obzirom na niske kamatne stope. Upravo iz tog razloga se u ulozi kupaca municipalnih obveznica pojavljuju različiti investicioni fondovi, banke i privatni penzijski fondovi. Ove finansijske organizacije raspolažu sa adekvatnim obimom kapitala, a fokus njihovog ulaganja je usmeren na sigurnost i izvesnost povrata uloženog kapitala. Drugi učesnici na tržištu, naročito individualni kupci, nemaju interes niti obim kapitala koji bi opravdao ulaganje u municipalne obveznice. Zaključak koji proizilazi iz analize ovog argumenta, jeste da je on pravilno postavljen i sasvim opravdan. Ove hartije od vrednosti nisu pogodne za sve investitore odnosno kupce. Stoga, argumentacija

ovog autora je opravdana, kada se ona posmatra ili analizira sa stanovišta kupaca odnosno investitora. Dosadašnje emisije municipalnih obveznica u Srbiji su za kupce imale isključivo investicione ulagače, izuzev emisije obveznica Grada Šabac.

Jedan od bitnijih faktora koji utiče na odabir ulaganja kapitala podrazumeva da investitor odnosno kupac može računati na fiskalne povlastice. O ovom faktoru govorili smo afirmativno, sa stanovišta interesa investitora da kupi municipalne obveznice. U datom segmentu rada, apostrofirali smo da većina država daje određene poreske ili druge fiskalne olakšice kupcima ovih obveznica. Razloge smo definisali i ukazali da sprovođenjem ove politike, država afirmiše ulaganja na lokalnom nivou, time što emitovane obveznice opština i gradova oslobađa određenih poreskih nameta. Međutim, postoje države (nažalost i Srbija je među njima) koje u okviru svog fiskalnog zakonodavstva nemaju poreske ili druge povlastice, koje bi afirmativno delovale na kupce obveznica. Svaki kupac obveznica dužan je da plati porez na sve prihode ostvarene po osnovu kapitalne dobiti. Međutim, porez na kapitalnu dobit (naziv poreza zavisi od države do države, ali uglavnom je reč o istom poreskom objektu i istom poreskom osnovu) je često izuzet od primene prema kupcima municipalnih obveznica. Ukoliko su kupci oslobođeni ovog nameta (u Srbiji je poreska stopa na kapitalnu dobit 10%), onda je ovo oslobođenje uračunato u njihovu potencijalnu krajnju dobit. Ako poreske povlastice ili oslobođenja ne postoje i ako se kupci ovih obveznica jednako poreski tretiraju kao i svi drugi kupci hartija od vrednosti, onda s razlogom možemo eliminisati jedan od glavnih argumenata u korist investiranja u municipalne obveznice. Smatramo da neadekvatan poreski tretman kupaca municipalnih obveznica u odnosu na definisanu međunarodnu praksu, jeste argument protiv ulaganja u kupovinu ovih hartija od vrednosti. Smatramo da su upravo poreske povlastice komponenta koja ove hartije od vrednosti čine znatno privlačnijim za investitore. Oduzimanjem ovog prava, kupcima municipalnih obveznica oduzima se i jedan od glavnih razloga za investiranje u ove hartije od vrednosti. Zato smatramo da, ukoliko pozitivnopravnom regulativom nisu predviđene ove povlastice, onda se opravdano mora postaviti pitanje ulaganja u ove hartije od vrednosti. Uloga i značaj države na ovom polju su izuzetno bitni. Smatramo da

nema opravdanja da se kupcima ovih obveznica ne pruži jednak poreski tretman koji postoji u razvijenim državama. SAD su primer države koja je u kontekstu svog federalnog uređenja uvidela da se ove hartije od vrednosti mogu adekvatno prodavati, odnosno kotirati na tržištu kapitala samo primenom poreske politike koja afirmiše ulaganja u gradove i opštine.

Poslednji argument koji se u literaturi navodi u pogledu neinvestiranja u municipalne obveznice, jeste njihovo kotiranje na sekundarnom tržištu kapitala. Sekundarno tržište kapitala, na kom se trguje finansijskim instrumentima, podložno je svakodnevnim promenama vrednosti instrumenata koji su predmet trgovine²⁵². Faktori koji utiču na njihovo kotiranje variraju, od kretanja koja nemaju neposrednu vezu sa samim instrumentima trgovanja (stabilnost finansijskog sektora, stabilnost političkog uređenja, kretanja na svetskim tržištima kapitala), do kretanja koja predstavljaju direktnu posledicu faktora u vezi sa konkretnim instrumentom trgovanja (npr. cena akcija određene kompanije nakon objavljivanja izveštaja o smanjenju ili povećanju prihoda koji su ostvareni). Kada su u pitanju municipalne obveznice, već smo istakli da nisu sve emitovane obveznice pogodne za plasiranje na sekundarno tržište kapitala. One kojima se može trgovati na ovom tržištu, mogu da fluktuiraju usled različitih faktora. Za razliku od akcija kao hartija od vrednosti, gde akcionar ima udela u kapitalu društva i mogućnost da utiče na poslovanje društva pa posredno i na odluke koje se donose, kupac municipalnih obveznica nema nikakvog uticaja na emitenta obveznica. Zašto ovo naglašavamo? Nakon emitovanja municipalnih obveznica, njihova vrednost je uglavnom vezana za stepen zainteresovanosti subjekata koji obavljaju trgovinu na sekundarnom tržištu. S obzirom da se municipalne obveznice uglavnom izdaju na period od pet i više godina, faktor od uticaja na formiranje njene vrednosti je upravo sam emitent obveznice. Imajući u vidu da je sigurnost glavni motiv ulaganja u ove hartije od vrednosti, stabilnost opštine ili grada (politička, ekonomska, finansijska i druga) od ključnog je značaja za formiranje cene obveznice na tržištu. Ukoliko postoje određene nestabilnosti rezultovane na ekonomskom ili političkom nivou, vrednost emitovanih obveznica će padati usled povećanog rizika koji se javlja između

²⁵² Barbić, J.(2000): *Tržište kapitala*, Druga knjiga, Zagreb.

emitovanih obveznica i emitenta. Razlog za neulaganje u ove hartije od vrednosti, po ovom osnovu, donekle možemo razumeti i prihvatiti. Naše tumačenje je da nakon emitovanja ovih obveznica i njihove kupovine, ukoliko se iste nalaze na sekundarnom tržištu kapitala kao instrument trgovanja, imalac obveznica ne može imati uticaj na formiranje njihove cene. Naravno, ovi rizici postoje i kod drugih instrumenata trgovine na finansijskom tržištu, ali prihvatanjem ovih rizika prihvata se i mogućnost ostvarivanja veće zarade u odnosu na ulaganja u municipalne obveznice. Kada bi ovim hartijama od vrednosti u određenoj meri umanjili značaj – sigurnost, stabilnost i izvesnost povrata uloženog kapitala, one bi automatski prestale da budu privlačne za investiranje. Stoga, svi faktori koji mogu uticati na odluku da se ne investira u ove hartije od vrednosti, uglavnom se vezuju za situacije u kojima se, ili smanjuje već relativno mali prinos po obveznici, ili uvećava rizik ulaganja.

ODELJAK II – EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE

Empirijsko istraživanje je koncipirano na temeljima teorijskog istraživanja koje je sprovedeno u radu. Empirijsko istraživanje ima za cilj da potvrdi ili opovrgne hipoteze koje su u radu postavljene. Kao takvo, ono je bazirano na podacima koji su empirijske prirode, a koji su vezani za predmetnu orijentaciju rada. Osnov empirijskog istraživanja jesu realizovane emisije municipalnih obveznica u R. Srbiji. Korišćeni podaci sadržani su u zvaničnim dokumentima jedinica lokalne samouprave koje su emitovale municipalne obveznice. Gradovi i opštine koje su do sada emitovali municipalne obveznice u R. Srbiji su: Novi Sad, Pančevo, Šabac i Stara Pazova. Reč je o emisijama municipalnih obveznica koje su emitovane u proteklih pet godina. Pre tog perioda nije bilo emisija municipalnih obveznica u R. Srbiji. S obzirom na različite modele prodaje municipalnih obveznica (putem privatnog plasmana i javnom prodajom), podaci koji su uzeti kao osnov za ovo istraživanje jesu integralni delovi odluke o zaduživanju, odnosno obaveštenja i prospekta emisije municipalnih obveznica. Podaci sadržani u ovim dokumentima pružaju odgovore na značajna pitanja u vezi sa postupkom izdavanja municipalnih obveznica gradova i opština u R. Srbiji. S obzirom da je kompletan sadržaj prospekta municipalnih obveznica, odnosno obaveštenje o emitovanju značajnog obima²⁵³, izdvojeni su podaci koji su od esencijalnog značaja za ovo istraživanje. U skraćenom obliku prezentovani su najvažniji elementi ovih dokumenata.

U nastavku rada prikazane su sve relevantne informacije u vezi sa emitovanim municipalnim obveznicama u R. Srbiji. Na osnovu podataka koji su izdvojeni kao deo prospekta – obaveštenja, izneće se zaključci koji potvrđuju ili opovrgavaju prethodno definisane hipoteze istraživanja, kao i odgovore na određene zadatke koji su u uvodnom delu rada definisani. Uzimajući u obzir da nije moguće tabelarno prikazati sve podatke, smatramo da je bilo najcelishodnije da iste integrišemo na način koji će tekstualno jasno prikazati relevantne informacije.

²⁵³ Prospekti i obaveštenja o emisiji municipalnih obveznica značajnog su obima (od 150 do 320 strana).

GRAD ŠABAC

Opšte informacije

Municipalne obveznice Grada Šapca izdate su u roku od dva dana od dana okončanja javne ponude, odnosno primarne prodaje u dematerijalizovanom obliku, na ime i u denominaciji u dinarima – indeksirano u evre. Za obračun vrednosti duga po ovim obveznicama i obračun pojedinačne nominalne vrednosti svake obveznice koristila se valutna klauzula, a iznos utvrđen u evrima preračunat je po zvaničnom srednjem kursu Narodne banke Srbije, na dan upisa vlasništva nad predmetnim obveznicama u Centralnom registru, depou i kliringu hartija od vrednosti („CRHOV“). Obveznice će biti izdate sa obeležjem dužničkih hartija od vrednosti, u smislu Zakona o tržištu kapitala („Sl. Glasnik RS“ br. 31/2011), i to CFI kodom: DBFUAR i ISIN brojem: RSGSMOD37844.

Rok dospeća

Obveznice su izdate u dematerijalizovanom obliku, na ime i u denominaciju u RSD – indeksirano u EUR, sa rokom dospeća od ***sedam (7) godina***, od čega dve (2) godine poček perioda tokom kojih će se isplaćivati kamata i pet (5) godina otplate glavnice (metodom linearne amortizacije) tokom kojih će se isplaćivati deo glavnice i kamata na ostatak duga. Otplata glavnice vršiće se godišnje i započinje tri godine nakon dana upisa vlasništva nad predmetnim obveznicama u Centralnom registru, depou, kliringu hartija od vrednosti.

Obračun kamate

Kamata se obračunava godišnje, primenom ***fiksne kamatne stope od 6%***, od i uključujući datum upisa vlasništva nad obveznicama u CRHOV. Kamata će se isplaćivati godišnje, počevši od prve godine i zaključno sa sedmom godinom, a glavnica će se isplaćivati u jednakim delovima počevši od treće godine i zaključno sa sedmom godinom.

Nominalna vrednost obveznice

Obveznice su izdate u visini od 100% vrednosti obveznice, odnosno po nominalnoj vrednosti od 10.000,00 RSD po jednoj obveznici.

Obveznice su u roku od dva dana od okončanja primarne prodaje upisane u Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti.

Ukupna vrednost emisije

Ukupna vrednost emisije obveznica je 400.000.000,00. RSD.

Uključivanje na regulisano tržište

Grad Šabac je uključio obveznice na regulisano tržište Beogradske berze AD.

Namena prikupljenih sredstava emisije obveznica

Namena emisije obveznica Grada Šapca je prikupljanje finansijskih sredstava potrebnih isključivo za finansiranje rekonstrukcije, sanacije, adaptacije i dogradnje zatvorenog bazena u Šapcu.

Odgovornost za sadržinu prospekta

Grad Šabac („Grad“ ili „Izdavalac“) prihvatio je punu odgovornost za sadržaj ovog jedinstvenog Prospekta. Prospekt sadrži podatke propisane članovima 15., 16. i 17. Zakona o tržištu kapitala („Sl. Glasnik RS“ br. 31/2011) i propisima donešenim na osnovu tog Zakona. Prema saznanju Izdavaoca, Prospekt daje istinit i celovit prikaz propisanih podataka, namenjenih investitorima za procenu imovine, obaveza, prihoda i primanja, rashoda i izdataka Grada Šapca, ali i prikaz prava sadržanih u Obveznicama. Prema saznanju lica odgovornih za sadržaj Prospekta, informacije u

Prospektu su u skladu sa činjenicama, a činjenice koje bi mogle uticati na potpunost i istinitost Prospekta nisu izostavljene.

Pravni osnov zaduženja

U skladu sa članom 33. i članom 36. Zakona o javnom dugu („Sl. Glasnik RS“, br. 61/05, 107/09 i 78/11), Uprava za javni dug Ministarstva finansija Republike Srbije, izdala je mišljenje broj: 401-532/2014-001 od 02. 04. 2014. godine kojim se daje saglasnost Izdavaocu za zaduženje emisijom minicipalnih obveznica u ukupnom iznosu od 400.000.000,00 RSD u 2014. godini za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda, a u skladu sa budžetom Grada Šapca za 2014. godinu.

Odobrenje Prospekta

U skladu sa članom 27. Zakona o tržištu kapitala („Sl. Glasnik RS“ br. 31/2011), Prospekt je odobrila Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije svojim Rešenjem. Odobravanjem ovog Prospekta, Komisija je potvrdila da Prospekt sadrži sve podatke propisane zakonskim i podzakonskim aktima Republike Srbije i da može biti objavljen.

Metod prodaje

Objavljivanjem Prospekta, Izdavalac je sproveo javnu ponudu Obveznica samo u Republici Srbiji.

OPŠTINA STARA PAZOVA

Opšte informacije:

Municipalne obveznice I emisije, serije B, Opštine Stara Pazova, izdate su u roku od dva dana od dana okončanja javne ponude, odnosno primarne prodaje u dematerijalizovanom obliku, na ime i u denominaciji u dinarima – indeksirano u evrima. Za obračun vrednosti duga po ovim obveznicama i obračun pojedinačne nominalne vrednosti svake obveznice, koristiće se valutna klauzula, a iznos utvrđen u evrima preračunaće se po zvaničnom srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan upisa vlasništva nad predmetnim obveznicama u Centralnom registru, depou i kliringu hartija od vrednosti („CRHOV“).

Rok dospeća:

Obveznice su izdate u dematerijalizovanom obliku, na ime i u denominaciji u RSD – indeksirano u EUR, sa ***rokom dospeća od pet (5) godina***, tokom kojih će se isplaćivati glavnica u jednakim polugodišnjim iznosima (metoda linearne amortizacije), uz isplatu kamate na ostatak duga za pripadajući period.

Obračun kamate:

Kamata će se obračunavati polugodišnje, primenom ***fiksne kamatne stope od 6%***, od datuma izdavanja obveznica do datuma dospeća.

Nominalna vrednost obveznice:

Obveznice su izdate u visini od 100% vrednosti obveznice, odnosno po nominalnoj vrednosti od 10.000,00 RSD po jednoj obveznici.

Ukupna vrednost emisije:

Obim I emisije, serije B (druga tranša) iznosi 125.000.000,00 RSD, odnosno emitovano je 12.500 komada obveznica nominalne vrednosti 10.000,00 RSD .

Uključivanje na regulisano tržište:

Opština Stara Pazova je uključila obveznice na regulisano tržište Beogradske berze AD.

Namena prikupljenih sredstava emisije obveznica:

Namena emisije obveznica Opštine Stara Pazova je prikupljanje finansijskih sredstava potrebnih isključivo za finansiranje projekata koji su finansirani iz prve tranše emisije municipalnih obveznica Opštine Stara Pazova, i to: izgradnja vrtića u naselju Belegiš; izgradnja sportske hale sa kuglanom pri školi u Golubincima; rekonstrukcija i uređenje centra u Novoj Pazovi.

Odgovornost za sadržinu prospekta:

Opština Stara Pazova („Opština“ ili „Izdavalac“) prihvata odgovornost za sadržaj ovog jedinstvenog Prospekta. Prospekt sadrži podatke propisane članovima 15., 16. i 17. Zakona o tržištu kapitala („Sl. Glasnik RS“ br. 31/2011) i propisima donešenim na osnovu tog Zakona. Prema saznanju Izdavaoca, Prospekt daje istinit i celovit prikaz propisanih podataka namenjenih investitorima za procenu imovine, obaveza, prihoda i primanja, rashoda i izdataka Opštine Stara Pazova, kao i prikaz prava sadržanih u Obveznicama. Prema saznanju lica odgovornih za sadržaj Prospekta, informacije u Prospektu su u skladu sa činjenicama, a činjenice koje bi mogle uticati na potpunost i istinitost Prospekta nisu izostavljene.

Pravni osnov zaduženja:

U skladu sa članom 33. i članom 36. Zakona o javnom dugu („Sl. Glasnik RS“, br. 61/05, 107/09 i 78/11), Uprava za javni dug Ministarstva finansija Republike Srbije, izdala je mišljenje broj: 401-225/2015-001 od 26. 01. 2015. godine, kojim se daje saglasnost Izdavaocu za zaduženje emisijom minicipalnih obveznica u ukupnom iznosu od 125.000.000 RSD u 2015. godini, za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda, a u skladu sa budžetom Opštine Stara Pazova za 2015. godinu.

Odobrenje Prospekta:

U skladu sa članom 27. Zakona o tržištu kapitala („Sl. Glasnik RS“ br. 31/2011), Prospekt je odobrila Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije („Komisija“) svojim Rešenjem. Odobravanjem ovog Prospekta, Komisija je potvrdila da Prospekt sadrži sve podatke propisane zakonskim i podzakonskim aktima Republike Srbije i da može biti objavljen.

Metod prodaje:

Izdavalac sprovodi javnu ponudu Obveznica samo u Republici Srbiji.

GRAD PANČEVO

Opšte informacije:

Gradsko veće grada Pančeva prihvata Izveštaj Komisije za sprovođenje nabavke usluge pokrovitelja emisije municipalnih obveznica grada Pančeva, za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda broj II-06-06-25/2012 od 14. 02. 2012. godine. Gradsko veće grada Pančeva, nakon razmatranja navedenih izveštaja, odlučuje da je Ponuda Konzorcijuma – Banka Intesa AD Beograd i Komercijalne Banke AD Beograd u ulozi pokrovitelja emisije municipalnih obveznica grada Pančeva, i to samo za prvu tranšu emisije obveznica okvirne nominalne vrednosti od

107.000.000,00 dinara povoljnija od Ponude Konzorcijuma – Banka Intesa AD Beograd i Komercijalne Banke AD Beograd za kreditno zaduživanje grada Pančeva. Gradsko veće grada Pančeva saglasno je da se u skladu sa prethodnim stavom ovog člana obustavi postupak javne nabavke usluge - nabavka usluge kreditnog zaduživanja grada Pančeva za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda, broj: XI-13-404-116/2011.

Na osnovu člana 79. stav 2. Zakona o javnim nabavkama, postupak javne nabavke čiji je predmet nabavka usluge kreditnog zaduživanja grada Pančeva za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda, ne može se više ponavljati u toku ove budžetske godine.

Gradsko veće grada Pančeva ovom odlukom određuje da je postupak zaduživanja za finansiranje kapitalnih projekata saglasan izveštaju Komisije za sprovođenje nabavke usluge pokrovitelja emisije municipalnih obveznica grada.

Rok dospeća:

Rok dospeća: 7 godina

Obračun kamate:

- Nominalna kamatna stopa: maksimalno euribor 3M +7,45% na godišnjem nivou,
- Efektivna kamatna stopa: na dan 23. 12. 2011. godine maksimalno 9,42%,

Nominalna vrednost obveznice:

-

Ukupna vrednost emisije:

107.000.000,00 RSD, sa EUR klauzulom.

Pokrovitelj emisije:

Konzorcijum: Banka Intesa AD Beograd i Komercijalna Banka AD Beograd, u skladu sa obavezujućom ponudom br. 1380/4033 od 10. 02. 2012. godine.

Uključivanje na regulisano tržište :

-

Namena prikupljenih sredstava emisije obveznica:

-

Odgovornost za sadržinu prospekta:

-

Pravni osnov zaduženja:

-

Metod prodaje:

Prodaja je obavljena putem privatnog plasmana.

GRAD NOVI SAD

Opšte informacije:

Odluke o zaduživanju Grada Novog Sada za finansiranje kapitalnih investicionih radova ("Službeni list Grada Novog Sada", broj 59/10), emitovanjem hartija od vrednosti. Radi realizacije ove odluke, Grad Novi Sad emituje dugoročne dužničke hartije od vrednosti - obveznice (u daljem tekstu: obveznice), ukupne vrednosti 3.500.000.000,00 RSD, sa valutnom klauzulom u evrima, u jednoj ili više serija. Grad Novi Sad određuje UniCredit Bank Srbija a.d. Beograd za pokrovitelja emisije obveznica (u daljem tekstu: Pokrovitelj), čija je obavezujuća ponuda od 12. maja 2011. godine najpovoljnija za finansiranje kapitalnih rashoda iz člana 1. ove

odluke. Grad Novi Sad zadržava pravo da smanji obim emisije obveznica za koju se angažuje Pokrovitelj na nivo ne manji od 15.000.000 EUR, ukoliko se obezbedi povoljnije finansiranje od strane međunarodnih finansijskih institucija, ili međunarodne finansijske institucije obezbede garanciju za posebnu seriju obveznica sa manjim prinosom od prinosa koji garantuje Pokrovitelj. Ugovor obavezno sadrži i odredbe kojima se uređuje: registracija odluke o emisiji obveznica, pribavljanje neophodnih saglasnosti i dozvola nadležnih organa, registracija emisionog računa Grada Novog Sada, registracija obveznica kod Centralnog registra depoa i kliringa hartija od vrednosti Republike Srbije, način postupanja prilikom emitovanja obveznica po serijama i garantovanje otkupa neprodatog dela emisije obveznica, maksimalno do iznosa cele emisije, odnosno 3.500.000.000,00 RSD. Ugovor zaključuje Gradonačelnik Grada Novog Sada, uz prethodnu saglasnost Skupštine Grada Novog Sada. O dinamici i visini emitovanja obveznica odlučuje Gradsko veće Grada Novog Sada, u zavisnosti od dinamike realizacije projekata iz člana 1. ove odluke. Skupština Grada Novog Sada ovlašćuje Gradsko veće Grada Novog Sada za donošenje potrebnih odluka sa svim neophodnim elementima, u pogledu emitovanja obveznica u skladu sa zakonom.

Rok dospeća:

- sa rokom dospeća od 12 godina;

Obračun kamate:

- sa grejs periodom od dve godine u kojem se plaća samo kamata, i sa amortizacionim planom sa linearnom otplatom glavnice za 10 godina;
- sa fiksnom kamatom;
- sa nominalnom kamatnom stopom, 6,20%;
- sa efektivnom kamatnom stopom, 6,25%, i
- sa troškovima izdavanja maksimalno do iznosa koji je uključen u obračun efektivne kamatne stope za zaduživanje.

Ukupna vrednost emisije:

Ukupna vrednost emisije je 3.500.000.000,00 RSD

Pokrovitelj emisije:

Pokrovitelj emisije je UniCredit banka

Uključivanje na regulisano tržište:

Ne

Namena prikupljenih sredstava emisije obveznica:

Izgradnja kanalizacione mreže u prigradskim naseljima; Izgradnja Bulevara Evrope.

Odgovornost za sadržinu prospekta:

Ne

Pravni osnov zaduženja:

Odluka o zaduživanju Grada Novi Sad

Metod prodaje:

Privatni plasman unapred poznatom kupcu

ZAKLJUČAK ISTRAŽIVANJA

Obavljeno istraživanje bazirano je na relevantnim i dostupnim podacima u vezi sa emitovanim municipalnim obveznicama gradova i opština u R. Srbiji. U periodu od 2011. – 2015. god., u R. Srbiji su emitovane municipalne obveznice gradova Novi Sad, Pančevo, Šabac i opštine Stara Pazova. Podaci koji su navedeni, mogu nam pružiti značajne informacije iz kojih možemo izvesti određene zaključke.

Gradovi i opštine R. Srbije sproveli su prve emisije municipalnih obveznica 2011. god. Jedna od prvih emisija municipalnih obveznica realizovana je od strane grada Novog Sada. Uspešno okončanje ovog postupka doprinelo je da se u periodu od 2011. – 2015. realizuju još tri emisije ovih obveznica. Slede relevantni zaključci izvedeni na osnovu prikazanih podataka.

Prvi zaključak koji možemo izvesti odnosi se na način prodaje municipalnih obveznica. Dve emisije municipalnih obveznica su prodane unapred poznatom kupcu (putem privatnog plasmana), dok su dve emisije obveznica ponuđene na javnu prodaju i uključivanje na regulisano tržište kapitala. Interesantno je da su poslednje dve emisije obveznica (Šabac i Stara Pazova), prodale obveznice putem javne prodaje. Smatramo da je ovo rezultat izmena i dopuna normativnih propisa kojima je omogućen, odnosno olakšan postupak javne prodaje. U momentu izdavanja municipalnih obveznica, gradovi Novi Sad i Pančevo nisu mogli da izvrše javnu prodaju municipalnih obveznica, pa su stoga jedino mogli da se odluče za prodaju putem privatnog plasmana.

Izbor načina prodaje, direktno je uticao na obavezu emitenta u pogledu podataka koji se dostavljaju. Metod javne prodaje podrazumeva mnogo transparentniji način prodaje, uz obavezu izrade prospekta. Iz tog razloga, podaci koji su bili dostupni za ovo istraživanje su u određenoj meri u međusobnoj disproporciji. Naime, prospekt municipalnih obveznica Grada Šabac i opštine Stara Pazova, izrađen je i kao takav dostupan javnosti. Nasuprot tome, gradovi Novi Sad i Pančevo su obveznice prodali putem privatnog plasmana, pa iz tog razloga jedini

dokument koji je bio dostupan za ovo istraživanje jeste obaveštenje o emisiji tih obveznica. Iz tog razloga, ovo istraživanje je kvalitativno ograničeno u pogledu bližih informacija o emisiji municipalnih obveznica pomenutih gradova. Smatramo da izborom metoda javne prodaje, emitent omogućava znatno širi i transparentniji izvor informacija, što smo na primeru ovih gradova i opština samo potvrdili.

Prosečna referentna kamatna stopa, po kojoj su se zaduživale opštine i gradovi u R. Srbiji emitovanjem municipalnih obveznica, je 6.54%. Prosečan period na koji su municipalne obveznice emitovane je nešto više od sedam godina. Municipalne obveznice grada Novog Sada emitovane su na najduži period – 12 god., dok su obveznice opštine Stara Pazova sa najkraćim periodom – 5 god. Zaključak je da su sve emisije obveznica emitovane kao dugoročno zaduživanje za finansiranje infrastrukturnih projekata od značaja za grad odnosno opštinu. Emitovanje municipalnih obveznica isključivo je bilo vezano za finansiranje infrastrukturnih projekata, čime se potvrđuje prethodno iznet stav da se sredstva dobijena emitovanjem ovih obveznica koriste isključivo za ovu namenu. Ukupna novčana vrednost svih emisija municipalnih obveznica u R. Srbiji, zaključno sa 2015. god., iznosi 4.132.000.000 RSD. Ubedljivo najveću vrednost svih emisija municipalnih obveznica dostigle su obveznice Grada Novog Sada – 3.500.000.000 RSD. Disproporcija koja ovde postoji, vezana je za veličinu grada Novog Sada, koji je kao takav drugi po veličini u R. Srbiji.

Značajan rezultat ovog istraživanja jesu i podaci koji se odnose na gradove i opštine koje su emitovale municipalne obveznice, a tiču se geografskog položaja i ekonomske veličine. Kada je u pitanju geografski položaj, dva grada i jedna opština se nalaze na teritoriji AP Vojvodine²⁵⁴. Grad Šabac je granično vezan za teritoriju AP Vojvodine. Ovaj podatak je relevantan ako u obzir uzmemo činjenicu da Vojvodina jeste najrazvijeniji deo Srbije. Zaključak koji se nameće jeste da su gradovi i opštine sa ovog područja prvi krenuli u alternativne metode zaduživanja na finansijskom tržištu, tj. zaduživanje putem emitovanja municipalnih obveznica. Ipak, samo tri grada i jedna opština su se u poslednje četiri godine zadužili emitovanjem ovih obveznica. Ukoliko se ovaj trend nastavi, sasvim je evidentno da

²⁵⁴ Gradovi Novi Sad i Pančevo, i opština Stara Pazova.

će tržište ovih obveznica rasti veoma sporim tempom. Dobijaju se posebno zabrinjavajući podaci, ukoliko u obzir uzmemo ekonomsku veličinu pomenutih gradova i opština u odnosu na ostale u R. Srbiji. Naime, u ulozi emitenta našli su se gradovi i opštine koji spadaju među najrazvijenije u R. Srbiji. Ovim se potvrđuje još jedan prethodno izneti stav, a to je da na tržišta u razvoju, kao što je tržište municipalnih obveznica R. Srbije, u ulozi emitenta se pojavljuju oni subjekti koji imaju najbolje ekonomske rezultate. Pored toga, sami kadrovski kapaciteti ovih subjekata na višem su nivou u odnosu na druge. Stanje ekonomije jednog grada ili opštine utiče i na stepen rizika koji je vezan za emitovanje municipalnih obveznica. Iz tog razloga, evidentno je da će se opštine i gradovi polako i postepeno odlučivati za ovakav vid zaduživanja. Dinamika razvoja ovog zaduživanja će zavisiti od dinamike njihovog ekonomskog progressa.

Rezultati ovog istraživanja realno prikazuju podatke koji govore u prilog činjenici da se tržište municipalnih obveznica u R. Srbiji razvija veoma sporo. Iako su normativni uslovi poboljšani, te postoji i adekvatan normativni okvir za ovaj vid zaduživanja, smatramo da prvi pokazatelji ukazuju na to da u budućem periodu ne treba očekivati znatniji porast broja opština i gradova koji će se odlučivati za ovaj oblik zaduživanja. Mišljenja smo da, iako ekonomski faktori jesu na strani ovog oblika zaduživanja u odnosu na kreditni, u bliskoj budućnosti će se samo najrazvijeniji gradovi i opštine zaduživati ovim putem. Nažalost, prikupljeni podaci ne pokazuju u kojem vremenskom periodu možemo očekivati emitovanje ovih obveznica od strane malo ili slabo razvijenih gradova i opština R. Srbije. U narednih pet godina možemo očekivati od pet do deset emisija municipalnih obveznica, i to gradova i opština koji spadaju među razvijenije u R. Srbiji.

ZAKLJUČAK

Predmet istraživanja doktorske disertacije jesu municipalne obveznice kao hartije od vrednosti. Definisan obim istraživanja obuhvatio je realizaciju zadataka koji su bili u funkciji ispunjenja postavljenih ciljeva disertacije. Istraživanje je sprovedeno na osnovu teorijskih podataka koji su korišćeni kao osnov za teorijski deo istraživanja, kao i empirijskog istraživanja koje je obuhvatilo analizu do sada realizovanih emisija municipalnih obveznica u R. Srbiji. U tom smislu, istraživanjem je obuhvaćeno pojmovno definisanje municipalnih obveznica, njihove opšte i specifične karakteristike, normativni okvir koji na posredan ili neposredan način reguliše postupak emitovanja municipalnih obveznica, kao i sam tok postupka emisije obveznica. Pored toga, ukazano je na pozitivne i negativne aspekte emitovanja i kupovine municipalnih obveznica. Obim istraživanja i metodološki pristup usloveli su izvođenje zaključaka o različitim pitanjima od značaja koja su se javljala tokom istraživanja. Imajući u vidu da u zaključku treba izdvojiti one rezultate do kojih se u istraživanju došlo, naglasićemo samo one najvažnije koji su usko povezani sa definisanim predmetom i ciljevima istraživanja.

Osnov istraživanja je postavljen u uvodnom delu rada, i u okviru tog poglavlja definisane su i teorijske hipoteze istraživanja, koje su nakon sprovedenog rada na izradi disertacije potvrđene. U uvodnom delu rada, definisane su sledeće hipoteze:

Hipoteza H1: Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrednosti koje izdaju jedinice lokalne samouprave sa ciljem prikupljanja određenih novčanih sredstava radi finansiranja partikularnih interesa emitenta.

Rezultat: Sprovedenim teorijskim istraživanjem, potvrđena je ova hipoteza. U segmentu rada u kojem je dat teorijski osnov definisanja municipalnih obveznica, zaključili smo da su ove hartije od vrednosti dužnički vrednosni papiri koje izdaju jedinice lokalne samouprave sa ciljem prikupljanja određenih novčanih sredstava radi finansiranja partikularnih interesa emitenta. Detaljnom analizom municipalnih obveznica, zaključeno je da se ove hartije od vrednosti mogu koristiti isključivo za finansiranje infrastrukturnih razvojnih projekata od značaja za grad ili opštinu, kao i da rok dospeća obveznica mora biti duži od godinu dana. Rezultati

empirijskog istraživanja su potvrdili ovu hipotezu. Na primerima emisije municipalnih obveznica gradova i opština u R. Srbiji, jasno smo uočili i zaključili da se ove hartije od vrednosti izdaju na period od pet do dvanaest godina.

Hipoteza H2: Obligacionopravna priroda municipalnih obveznica jasno determiniše dužničko-poverilački odnos između emitenta i kupaca ovih obveznica.

Rezultat: Normativnom analizom municipalnih obveznica koja je sprovedena u delu rada koji se odnosi na karakteristike ovih obveznica, potvrđena je prethodno postavljena hipoteza da ove vrste obveznica imaju obligacionopravnu prirodu, i da se uspostavljanjem ugovornog odnosa između emitenta obveznica i kupaca, uspostavlja i dužničko-poverilački odnos između ovih subjekata. Istraživanje je pokazalo da postupak emitovanja municipalnih obveznica kreira dužničko-poverilački odnos između emitenta obveznica i kupaca, odnosno zakonitih imalaca. Osnovna obaveza emitenta obveznice jeste da po roku dospelosti plati iznos koji je naznačen na obveznici, uz ugovorenu pripadajuću kamatu. Osnovna obaveza kupca obveznice jeste da plati cenu obveznice koja je definisana u uslovima emisije.

Hipoteza H3: Municipalne obveznice imaju čitav niz prednosti kao oblik zaduživanja u odnosu na druge klasičnije oblike zaduživanja.

Rezultat: Značajan deo sprovedenog istraživanja bio je fokusiran na potencijalne prednosti ovog vida zaduživanja u odnosu na druge vidove zaduživanja koji su dostupni na finansijskom tržištu. U radu su posebno analizirane prednosti i nedostaci kako kreditnog oblika zaduživanja, kao najdominantnijeg oblika, tako i zaduživanja putem emisije municipalnih obveznica. Rezultati ove uporedne analize dve forme zaduživanja nedvosmisleno potvrđuju postavljenu hipotezu. Emitovanje municipalnih obveznica ima čitav niz prednosti u odnosu na kreditno zaduživanje na finansijskom tržištu. U radu su posebno analizirane prednosti i nedostaci oba oblika zaduživanja. Rezultati ukazuju da postoji više pozitivnih faktora koji iskazuju prednost u odnosu na kreditno zaduživanje. Postupak emitovanja municipalnih obveznica, iako formalnopravno jeste u određenoj meri zahtevniji u odnosu na kreditno zaduživanje, ima čitav niz prednosti i koristi kako za emitenta obveznica, tako i za građane gradova i opština koji se na ovaj način zadužuju. Navešćemo samo neke od njih, kao što su:

transparentnost postupka emitovanja municipalnih obveznica, smanjen stepen zloupotreba ovlašćenja u postupku realizacije emisije obveznica, precizno definisana namena sredstava koja su prikupljena emisijom obveznica, mogućnost vođenja pregovora sa potencijalnim investitorima u vezi uslova emisije obveznica. U istraživanju smo ukazali i na određene poteškoće u vezi sa postupkom emitovanja ovih obveznica, a one se najviše odnose na relativnu kompleksnost procedure koja se mora ispoštovati, kao i na značajan broj zakona i podzakonskih akata koji moraju biti konsultovani prilikom realizacije emisije obveznice. Preporuka koju smo u radu naveli, jeste da gradovi i opštine uvek angažuju finansijskog savetnika emisije, kao stručno i kompetentno lice, čija je uloga i funkcija od izuzetnog značaja za sprovođenje svih faza postupka emisije obveznica.

Hipoteza H4: Tržište municipalnih obveznica u R. Srbiji je slabo razvijeno i direktno povezano sa stepenom razvoja subjekata koji emituju municipalne obveznice.

Rezultat: Radi provere postavljene hipoteze, sprovedeno je istraživanje kojim su obuhvaćeni svi gradovi i opštine koji su do sada emitovali municipalne obveznice. Rezultati tog istraživanja potvrđuju prethodno postavljenu hipotezu, te zaključujemo da je tržište municipalnih obveznica u R. Srbiji slabo razvijeno. Ono je direktno povezano sa stepenom razvoja subjekata koji emituju municipalne obveznice. Na osnovu podataka koji su dobijeni iz prospekta emisije obveznica, odnosno obaveštenja o emisiji gradova i opština, zaključili smo da od 2011. god. samo tri grada i jedna opština su emitovali ove hartije od vrednosti. Iako su sve emisije ovih obveznica prodate, cena zaduživanja je bila niža od kreditnog aranžmana. Gradovi i opštine u R. Srbiji sporo rade na razvijanju alternativnih vidova finansiranja, kao što su municipalne obveznice. Pozitivna iskustva ovih gradova i opština manifestovala su se u formi izgrađenih infrastrukturnih projekata, preciziranih u okviru prospekta i obaveštenja o emisiji obveznica. Zaključili smo da administrativni kapaciteti gradova i opština nisu na potrebnom nivou, i da, iako postoje intencije drugih zainteresovanih subjekata, određena ograničenja u kompetencijama zaposlenih koji bi bili uključeni u realizaciju ovog postupka predstavljaju limitirajući faktor. Ovu tvrdnju smo potkrepili navođenjem geografskih i ekonomskih obeležja gradova i opština koji su do sada emitovali ove

obveznice. Tri od četiri emitenta potiču sa teritorije AP Vojvodine, dok je Grad Šabac granično povezan sa pokrajinom. Pored toga, reč je o gradovima i opštinama koji su jedni od najrazvijenijih jedinica lokalne samouprave u R. Srbiji, pa su njihovi ekonomski kapaciteti, kao i kadrovski potencijal na višem nivou u odnosu na druge gradove i opštine u R. Srbiji. Zaključak je da se gradovi i opštine moraju dodatno informisati u vezi svih benefita ovakvog oblika zaduživanja. Inicijativa bi morala biti pokrenuta od strane resornog ministarstva.

Jedan od glavnih ciljeva disertacije obuhvata analizu propisa i procedure koja je predviđena domaćim zakonodavstvom, a tiče se postupka emitovanja municipalnih obveznica. Nažalost, moramo zaključiti da je rezultat istraživanja takav da ne možemo pohvaliti zakonodavna rešenja i propisane procedure kojima se definišu bliži uslovi postupka emitovanja municipalnih obveznica. Normativna analiza je po obimu i kompleksnosti predstavljala pravi izazov za ovo istraživanje, imajući u vidu njenu složenost i mnoštvo zakona koji na posredan ili neposredan način regulišu ovu materiju. Dovoljno je reći da je normativna analiza obuhvatila sedam zakona, od kojih svaki na svoj način propisuje partikularna pitanja od značaja za postupak emitovanja obveznica. Pored toga, određena zakonska rešenja sadržana u Zakonu o javnom dugu, dodatno ograničavaju gradove i opštine u pogledu obima zaduženja. Posebno zabrinjavajuća jeste činjenica da gradovi i opštine moraju da traže saglasnost resornog ministarstva koje odobrava zaduženje po ovom osnovu. Ukoliko uzmemo politiku kao faktor koji utiče na ovo pitanje, sasvim je jasno da će određeni gradovi i opštine biti u povoljnijem položaju u odnosu na druge. Država bi trebalo manje da arbitrira u ovom postupku, kao i da smanji iznose određenih naknada koje se plaćaju Komisiji za hartije od vrednosti prilikom odobrenja emisije municipalnih obveznica.

Municipalne obveznice imaju veoma dugu tradiciju, i u radu smo dali kratak istorijski pregled razvoja ovog finansijskog instrumenta, počev od njegovog začeća, pa sve do danas. Na razvijenim tržištima kapitala ove hartije od vrednosti su se pokazale kao istinski generator razvoja gradova i opština. Nažalost, R. Srbija je jedna od poslednjih država u regionu koja je započela sa emitovanjem ovih obveznica. Projekcije koje smo u radu prikazali, ukazuju da će se ovo tržište hartija od vrednosti sporo razvijati, i da će ono biti direktno povezano sa dinamikom

razvoja ekonomije R. Srbije. Ono što država može da učini, jeste da u određenoj meri uprosti proceduru izdavanja ovih hartija od vrednosti i da faktički, a ne deklarativno, počne da sprovodi ekonomsku i fiskalnu decentralizaciju države, koja istinski može predstavljati generator promena u ovom društvu. Samo tada municipalne obveznice se mogu razviti u relevantan finansijski instrument zaduženja.

LITERATURA:

- 1) Antonijević, Z. (1970): *Privredno pravo*, Savremena administracija, Beograd.
- 2) Antonijević, Z., Petrović, M., Pavićević, B. (1982): *Bankarsko pravo*, Beograd.
- 3) Barbić, J. (2000): *Tržište kapitala*, Druga knjiga, Zagreb.
- 4) Barjaktarević, S. (2007): *Uloga banaka na tržištu municipalnih obveznica – primer Srbije*, Pravni život, 56, br. 12, str. 985-996.
- 5) Bejatović, M. (2008): *Bankarsko pravo i hartije od vrednosti*, Novi Sad : Privredna akademija, 2008 (Novi Sad : Alfa-graf NS) ISBN 978-86-84613-79-2 (broš.)UDK 347.734/.735(075.8)COBISS.SR-ID 228459783
- 6) Bejatović, M. (2008): *Bankarsko pravo i hartije od vrednosti*, udžbenik, Banja Luka: Panevropski univerzitet "Apeiron", 2008 (Banja Luka : Art-print), ISBN 978-99938-29-92-8 (broš.), UDK347.734/.735(075.8)336.763(075.8), COBISS.SR-ID861720
- 7) Bejatović, M. (2009): *Pravni položaj privrednih društava*, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad.
- 8) Bejatović, M. (2009): *Privredno pravo*, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad.
- 9) Boričić, D. (1998): *Obveznice kao izvor finansiranja*, Računovodstvo i finansije: časopis za pitanja računovodstva, finansija, obračuna, kontrole i revizije, ISSN: 0354-9712.- 2, br.8, str. 119-124.
- 10)Božić, D., Todorović, T. (2009): *Analiza rizika i činioca ulaganja u obveznice*, MIR: Menadžment, inovacije, razvoj : naučno-stručni časopis = Management, Inovation, Development : Journal for Scientists and Engineers, ISSN: 1452-8800.- God. 4, br. 13, oktobar, str. 3-12.
- 11)Carić, M., Mirković, P., Konjikušić, M. (2015): *Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti : argumenti za i protiv*, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24.-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region, str. 33-43.

- 12) Carić, S. (2000): *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Novi Sad : Centar za privredni consulting, UDK336.71(075.8)336.763(075.8) COBISS.SR-ID 512263591
- 13) Carić, S. (2007): *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Novi Sad.
- 14) Cicmil, O. (2000): *Motivi i ciljevi investiranja u hartije od vrednosti na tržištu kapitala*, Jugoslovensko bankarstvo : mesečni časopis Udruženja banaka i drugih finansijskih organizacija Jugoslavije ISSN: 0350-4077.- God. 29, br. 9/10, str. 23-26
- 15) Compton, R. W. (2009): *Municipal bonds*, St. Luis, str. 51 – 56.
- 16) Ćirović, M. (2001): *Bankarstvo*, Beograd.
- 17) Ćirović, Z. (2003): *Finansijski derivati*, Beograd.
- 18) Dabić, S. (1990): *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Beograd.
- 19) Dorit, S. (1998): *A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal*, The Journal of Business, Vol. 71, No. 1 (January 1998), pp. 135-146.
- 20) Drača, B. (1996): *Hartije od vrednosti na tržištu novca*, Jugoslovensko bankarstvo, br. 5-6/96. god.
- 21) Dugalić, V., Stojković, D. (2014): *Municipalne obveznice kao izvor finansiranja*, članak: ilustr.: Stanje i perspektive ekonomskog razvoja grada Kragujevca, str. 535-545.
- 22) Džidić, M. (2008): *Obveznice u funkciji razvoja tržišta kapitala*, članak: Zbornik radova Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse : šesto međunarodno savjetovanje, Neum, 20, 21 i 22. lipnja 2008. godine, str. 273-288.
- 23) Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008): *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, ISBN 978-0-470-10875-8, New Jersey.
- 24) Gajić, D. (1998): *Hartije od vrednosti i njihov promet*, Beograd Jugoslovenski pregled, UDK 336.763 COBISS.SR-ID139325959
- 25) Gloginić, A. (2001): *Stvarnopravne hartije od vrednosti*, Beograd : Savez računovođa i revizora Srbije, 2001 (Beograd : Kosmos) ISBN 86-475-0070-9 UDK336.763 COBISS.SR-ID169136647

- 26)Gloginić, A. (2008): *Hartije od vrednosti : propisi i komentari*, Računovodstvo, ISBN978-86-76 (broš.)UDK336.763(497.11)(094.5.072)COBISS.SRID146395660
- 27)Ivanišević, M. (2012): *Obveznice i njihova tržišna vrednost*, Knjigovodstvo: časopis za pitanja računovodstva i poslovnih finansija, ISSN: 0023-2394.- 34, br.10, str. 59-63.
- 28)Jankovec, L. (1999): *Privredno pravo*, Službeni list SRJ, Beograd.
- 29)Janković, D. (2012): *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, stručna monografija: Podgorica: Univerzitet Mediteran, (Podgorica: Artgrafika), Bibliografija. ISBN 978-9940-514-23-5 (broš.)
- 30)Jovanović, A., Zakić, N. (2008): *Tržište municipalnih obveznica – neka uporedna iskustva*, Ekonomika, vol. 54, br. 5-6, str. 88-100.
- 31)Jovanović, D. (2010):*Dugoročne dužničke hartije od vrednosti* : magistarski rad, COBISS.SR-ID1024414352
- 32)Jovanović, N. (2001): *Emisija vrednosnih papira*, Grmeč Privredni pregled, Beograd.
- 33)Jovanović, P. (1996): *Tržište novca*, Posebno izdanje časopisa Berza (septembar), ISSN 0354-1975
- 34)Jovanović, P. (1997): *Investiranje u akcije i obveznice*, knjiga: Tržište novca, (Beograd : Akademija), 138 str. : ilustr. ; 24 cm.
- 35)Kelečević, L. (2014): *Obveznice na tržištu hartija od vrednosti*, Novac i razvoj, ISSN: 0354-8228.- 3, br.28, str. 84-93.
- 36)Knežević, M. (2009):*Bankarski poslovi i hartije od vrednosti* : (trgovinsko pravo za ekonomiste), stručna monografija, 2009, ISBN 978-86-82203-86-5 (broš.)UDK336.71336.763 COBISS.SR-ID 155989260
- 37)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.
- 38)Levitas, T. (2004): *Uvod u kreditiranje lokalne samouprave i razvoja tržišta municipalnih obveznica u Srbiji*, Program MEGA

- 39) Lukić, R. (1995): *Hartije od vrednosti : metodološki aspekti*, Beograd : Savremena administracija, 1995 (Beograd : Savremena administracija), ISBN 86-387-0457-7 UDK 336.763 COBISS.SR-ID 90832903
- 40) Ljutić, B. Ž. (1997): *Obveznice - pouzdan finansijski instrument*, Svet finansija: stručni časopis, ISSN: 0354-3463.- 23, br.169, str. 22-29.
- 41) Mandić, B., Grublješić, Ž. (2011): *Municipalne obveznice - finansijska pomoć razvoju lokalnih zajednica*, Industrija: časopis za ekonomiku industrije, ISSN: 0350-0373.- god. 39, br. 1, str. 99-110.
- 42) Maričić, I. (2001): *Korporacijske obveznice*, Jugoslovensko bankarstvo: mesečni časopis Udruženja banaka i drugih finansijskih organizacija Jugoslavije, ISSN: 0350-4077.- god. 30, br. 1/2, str. 56-63.
- 43) Medojević, M., Slijepčević, R. (1995): *Hartije od vrednosti i finansijsko tržište*, Beograd : Savremena administracija, 7/1995, ISSN 0036-5173, COBISS.SR-ID
- 44) Mićović, M. (2003): *Obveznice i varanti kao hartije od vrednosti sa pravom sticanja*, Pravni život : časopis za pravnu teoriju i praksu ISSN: 0350-0500.- God. 52, knj. 479, br. 11 str. 665-675, UDK 347.728.3 COBISS.SR-ID 124908044.
- 45) Mićović, M. (2003): *Berzanski poslovi i hartije od vrednosti*, Kragujevac Pravni fakultet, Institut za pravne i društvene nauke, ISBN 86-80765-45-7 (broš.) UDK 336.761(075.8) COBISS.SR-ID 108354828
- 46) Milošević, S. (1999): *Hartije od vrednosti*, Privrednik : list za primenu propisa u praksi, ISSN: 0354-9275.- 4, 75, str. 52-55
- 47) Milovanović, S. (1999): *Savremene hartije od vrednosti : zloupotreba i pravna zaštita*, Službeni glasnik, 1999 (Beograd : Glasnik) ISBN 86-7549-115-8, UDK 347.735 COBISS.SR-ID 153027079
- 48) Milunović, M. (2011): *Berzansko poslovanje i hartije od vrednosti*, Alfa univerzitet, Fakultet za trgovinu i bankarstvo, 2011 (Vrnjačka Banja : Satcip) ISBN 978-86-83237-73-9 (broš.) UDK 336.76(075.8) COBISS.SR-ID 183585292

- 49) Mitić, A. (2008): *Mogućnost emitovanja municipalnih obveznica u Srbiji i nužnost unapređenja finansijskog sistema – praktična i zakonska ograničenja*, Pravni život, vol. 57, br. 12, str. 865-876.
- 50) Momirović, D. (2009): *Municipalne obveznice – novina ili finansijska inovacija na tržištu kapitala Srbije*, Finansije, vol. 64, br. 1-6., str. 226-255.
- 51) Muminović, S., Milićević, L., Zeremski, A. (2013): *Rizici ulaganja u akcije i obveznice*, knjiga Beograd: Ekonomski institut, (Beograd : Dis public), 282 str. : graf. prikazi, tabele ; 24 cm ISBN 978-86-7329-089-8 (broš.)
- 52) Nikolić, Lj. (1998): *Obveznice i njihova tržišta*, Finansije : stručni i naučni časopis : organ Saveza finansijskih službenika Jugoslavije, ISSN: 0015-2145.- god. 53, br. 5/6, str. 408-420.
- 53) Pavićević, B. (1990): *Hartije od vrednosti i ostali instrumenti plaćanja*, Beograd.
- 54) Pavićević, B. (2011): *Obveznica kao hartija od vrednosti*, Privredno-pravni priručnik, br. 3/80.
- 55) Pavićević, B., Mićović, M. (1994): *Hartije od vrednosti*, Beograd : "Draganić", 1994.
- 56) Pavlović, D. (1999): *Obveznice i komercijalni zapisi kao poseban oblik hartija od vrednosti*, Računovodstvena praksa : priručnik za računovodstvo i poslovne finansije, ISSN: 1450-6106.- 44, br.1, str. 112-116.
- 57) Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., Richter, C. (2012): *Smerince za izdavanje municipalnih obveznica*, Projekat finansiram sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O., ISBN 978-86-6047-096-8 .
- 58) Perić, M. (2011): *Municipalne obveznice kao instrument decentralizacije*, Poslovna ekonomija, Vol. 5, br. 1, str. 273-282.
- 59) Perić, M. (2011): *Municipalne obveznice kao instrument fiskalne decentralizacije i približavanja Evropskoj uniji*, Poslovna ekonomija: časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije = Business economics : magazine for business economics, entrepreneurship and finance, ISSN: 1820-6859.- god. 5, br. 1, vol. 8, str. 273-282.

- 60) Popović, V. (2004): Tržište hartije od vrednosti : propisi EU i Srbije, UDK 340.137:347.73(497.11:4-672EU) Evropsko zakonodavstvo ISSN: 1451-3188.- God. 3, br. 8 (2004), str. 40-44
- 61) Pušara, K. (2004): *Međunarodne finansije*, Beograd.
- 62) Raičević, J., Simić, I. (2009): *Hartije od vrednosti kao instrument duga*, Poslovna ekonomija : časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije = Business economics : magazine for business economics, entrepreneurship and finance ISSN: 1820-6859.- God. 3, br. 1 (2009), str. 71-80
- 63) Ristić, K. Ristić, Ž. Srdić, M. (2014): *Akcionarstvo i hartije od vrednosti*, Beograd Etnostil, 2014 (Beograd : Etnostil) ISBN 978-86-6347-026-2 COBISS.SR-ID 204607244
- 64) Ristić, Ž., Ristić, K., Komazec, S. (2013): *Bankarsko pravo i hartije od vrednosti*, Etnostil, 2013 (Beograd : Etnostil) ISBN 978-86-6347-005-7 COBISS.SR-ID 197352460
- 65) Ristić, Ž. (1990): *Tržište kapitala - teorija i praksa*, Beograd.
- 66) Saliven, M. (2009): *Municipal Bonds – Case Study in Eastern Europe*, CBA, Budapest.
- 67) Savić, J. (2015): *Akcionarstvo i hartije od vrednosti knjiga*, Beograd : Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, (Arandjelovac : Grafopak), ISBN 978-86-6069-120-2 (broš.)
- 68) Simić, D. (1998): *Hartije od vrednosti i ostali instrumenti obezbeđenja potraživanja - plaćanja na finansijskom tržištu*, Tržište novca, 1998 (Beograd : Želnid), ISSN 0354-1975 UDK 336.763., 1 COBISS.SR-ID 60656898
- 69) Stefanović, S., Gojković, B., Marković, D. (2008): *Korporativne obveznice kao izvor finansiranja preduzeća*, Majska konferencija o strategijskom menadžmentu: studentski simpozijum o strategijskom menadžmentu; zbornik izvoda radova.
- 70) Suranji, E., Jarai, Ž. (2014): *Obveznice u Mađarskoj*, ISSN: 0353-3646.- 3-4, str. 86-93.

- 71)Swianiewicz, P. (2004): *The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.
- 72)Šipovac, R. (2000): *Hartije od vrednosti: obveznice*, Pravni život : časopis za pravnu teoriju i praksu, ISSN: 0350-0500.- Vol. 49, br. 10, str. 631-644.
- 73)Šogorov, S. (2004): *Bankarsko pravo*, Novi Sad.
- 74)Šoškić, D. (2005): *Hartije od vrednosti - upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, knjiga, ISBN 978-86-403-1296-7 (broš.),UDK 005:336.76(075.8) 336.07(075.8) COBISS.SR-ID 196977420
- 75)Štimac, M. (2005): *Komisija za hartije od vrednosti*, Srpska pravna revija : časopis za pravno-socijalna istraživanja ISSN: 1452-1229.- God. 1, br. 2 (2005), str. 189-207
- 76)The Bond Market Association (2003): *An Investors Guide to Municipal Bonds*, New York.
- 77)Todorović, N. (2012): *Municipalne obveznice i novi zakonski okvir u Srbiji*, Pravna misao u srcu Šumadije, str. 707-718.
- 78)Todorović, N. (2013): *Municipalne obveznice i novi zakonski okvir u Srbiji*, Usklađivanje pravnog sistema Srbije sa standardima Evropske unije, str. 579-590.
- 79)Trajković, M. (2007): *Vodič kroz municipalne obveznice*, Novi Sad.
- 80)Trpčevski, M. (2015): *Kamatni rizik ulaganja u obveznice - nekonvencionalne metode merenja*, Bankarstvo, ISSN: 1451-4354.- god. 44, br. 2, str. 104-117.
- 81)Vasiljević, B.(1999): *Osnovi finansijskog tržišta*, Beograd.
- 82)Velimirović, M. (1996): *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Beograd.
- 83)Vignjević-Đ., Petaković, V. Jevtić, S. Jevtić, N. (2012): *Berzansko poslovanje za menadžere*, Finegraf, 2012 (Beograd : Finegraf)ISBN 978-86-89101-003 UDK336.761 COBISS.SR-ID189780748
- 84)Worlington, J.(2010): *Municipal bonds – Comparative Analysis*, European economic researche
- 85)Zavišić, A. (2012): *Municipalne obveznice - Izazovi evropskih integracija*, časopis za pravo i ekonomiju evropskih integracija, ISSN: 1820-9459.- god. 5, br. 19, str. 79-87.

86) Živković, B., Šoškić, D. (2009): *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet, Beograd.

PROPISI I KOMENTARI:

1. Pravilnik o standardnom klasifikovanom okviru i kontnom planu za budžetski sistem (*"Sl. glasnik RS"*, br. 103/2011, 10/2012, 18/2012, 95/2012, 99/2012, 22/2013, 48/2013, 61/2013, 63/2013 - ispr., 106/2013, 120/2013, 20/2014, 64/2014, 81/2014, 117/2014, 128/2014, 131/2014, 32/2015, 59/2015, 63/2015, 97/2015 i 105/2015)
2. *Pravilnikom o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom ("Sl. glasnik RS", br. 89/2011 i 14/2013).*
3. Ustav R. Srbije (*"Sl. glasnik RS"*, br. 98/2006)
4. Zakon o budžetskom sistemu (*"Sl. glasnik RS"*, br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon i 103/2015)
5. Zakon o finansiranju lokalne samouprave (*"Sl. glasnik RS"*, br. 62/2006, 47/2011, 93/2012, 99/2013 - usklađeni din. izn., 125/2014 - usklađeni din. izn. i 95/2015 - usklađeni din. izn.)
6. Zakon o javnom dugu (*Sl. glasnik RS"*, br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)
7. Zakon o lokalnoj samoupravi (*"Sl. glasnik RS"*, br. 129/2007 i 83/2014 - dr. zakon)
8. Zakon o tržištu kapitala (*"Sl. glasnik RS"*, br. 31/2011 i 112/2015)
9. Zakon o javnim nabavkama (*"Sl. glasnik RS"*, br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015)
10. Komentar novog Pravilnika o sadržini zahteva za odobrenje objavljivanja prospekta i dokumentaciji koja se dostavlja uz zahtev za odobrenje prospekta (*"Sl. glasnik RS"*, br. 89/2011)
11. Ministarstvo finansija, Uprava za javni dug (2015): Vodič za investiranje u državne hartije od vrednosti R. Srbije.