

## PRAVNO-EKONOMSKI ASPEKTI UPOTREBE MUNICIPALNIH OBVEZNICA

Jakšić Pavle<sup>1</sup>

Uzelac Ozren<sup>2</sup>

**Sažetak:** *Zaduživanjem na finansijskom tržištu jedinice lokalne samouprave u Republici Srbiji mogu finansirati sopstvene potrebe. Na lokalnim samoupravama je da odluče da li će se opredeliti za finansiranje putem kreditnog zaduženja ili putem emisije municipalnih obveznica. Predmet rada jeste analiza pod kojim uslovima i koju svrhu su gradovi, opštine i lokalne samouprave u Srbiji i u zemljama regiona izvršili emisiju municipalnih obveznica. S tim u vezi, ističu se osnovne karakteristike analiziranih emisija oslanjajući se na normativni okvir svake zemlje pojedinačno. U radu se ukazuje na osnovne specifičnosti municipalnih obveznica. Cilj rada jeste analiza prednosti i nedostatka emisije pomenutih obveznica u odnosu na kreditno zaduženje kao mogući vid finansiranja.*

**Ključne reči:** *hartije od vrednosti / municipalne obveznice / lokalna samouprava / kreditno zaduženje.*

---

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu, Segedinski put 9-11, 24000 Subotica, e-mail: pavlej236@gmail.com

<sup>2</sup> Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu, Segedinski put 9-11, 24000 Subotica e-mail: ozren.uzelac@ef.uns.ac.rs

## UVOD

Municipalne obveznice možemo definisati kao hartije od vrednosti dužničkog karaktera, čiju emisiju realizuju jedinice lokalne samouprave sa ciljem obezbeđenja neophodnih sredstava za realizaciju kapitalnih projekata od lokalnog značaja. Lokalna samouprava kao emitent, izdavanjem ovih hartija od vrednosti zadužuje se na osnovu budućih prihoda koje će ostvariti realizacijom projekata za čiju se svrhu vrši emisija. Ukoliko se radi o projektima koji generalno neće doprineti novim prihodima, teret duga može se pokriti fiskalnim prihodima koje ostvaruje lokalna samouprava (Zavišić, 2012). Finansiranje jedinica lokalnih samouprava u poslednjih nekoliko godina usled pojave kriznih situacija postalo je pitanje od izuzetnog značaja. S tim u vezi autori smatraju da odabir adekvatnog načina finansiranja predstavlja osnovno i najbitnije pitanje za jednu lokalnu samoupravu. Pozitivnopravnom regulativom trebalo bi da se regulišu svi procesi koji posredno ili neposredno utiču na funkcionisanje tržišta municipalnih obveznica. Na državi je da na najbolji način uredi postupak emisije. S tim u vezi, bitno je upoznati se sa svim neophodnim aktima koji uređuju ovu oblast, od centralnog do lokalnog nivoa. U Republici Srbiji način finansiranja lokalnih samouprava regulisan je nizom pravnih akata, a svakako najvažniji su: Zakon o javnom dugu ("Sl. glasnik RS", br. 149/2020), Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 153/2020), Zakon o finansiranju lokalne samouprave ("Sl. glasnik RS", br. 93/2012), Zakon o budžetskom sistemu ("Sl. glasnik RS", br. 63/2013) i Zakon o lokalnoj samoupravi ("Sl. glasnik RS", br. 129/2007, 83/2014).

U radu su korišćene različite metode istraživanja radi sveobuhvatnijeg i realnijeg prikaza stanja posmatranih tržišta kapitala. Korišćen je metod analize sadržaja, metod komparacije i sintetički metod. Sa ciljem sveobuhvatnije analize, autori su koristili različite naučne radove, normativne akte, zvanično objavljene izveštaje i strateške dokumente jedinica lokalnih samouprava.

## PREGLED LITERATURE

Džidić (2008) ističe da obveznice imaju pravni karakter koji omogućava stvaranje dužničko-poverilačkih odnosa. Na taj način izdavalac obveznica kao hartije od vrednosti, obavezuje se na izvršenje obaveze koja je upisana

u samu hartiju od vrednosti (Bejatović, 2008). Identična pravna obaveza inkorporirana je i kod municipalnih obveznica. Prilikom emisije pomenutih obveznica kao emitent najčešće se javljaju lokalne samouprave, koje sprovode navedenu emisiju sa glavnim ciljem obezbeđenja neophodnih novčanih sredstava (Barjaktarević, 2007; Janković, 2012). U praksi, prikupljena sredstva na ovakav način lokalne samouprave koriste radi realizacije kapitalnih projekata ili za pokrivanje budžetskog deficita nastalog u određenom periodu (Carić, Mirković i Konjikušić, 2015; Grujić i Rostoka, 2017). Lokalne vlasti kao emitenti imaju mogućnost finansiranja projekata od značaja za poboljšanje životnog standarda građana (Jovanović i Zakić, 2008). Sa aspekta investitora ovakve hartije od vrednosti ne nose sa sobom visok nivo rizika, jer su upravo osigurane od strane jedinica lokalnih samouprava (Chen, He & Liu, 2017). Emitent u ovom slučaju garantuje isplatu obaveze svojom imovinom koju poseduje, odnosno budžetom sa kojim lokalna samouprava raspolaže (Fabozzi & Feldstein, 2008). Pored toga, viši nivo vlasti ima moralnu obavezu pružanja finansijske podrške lokalnim samoupravama ukoliko se iste suoče sa poteškoćama prilikom otplate duga, što dodatno pospešuje poziciju kupca municipalnih obveznica (Ehalaiye, Botica-Remayne & Lasward, 2017). Široka lepeza koristi od emitovanja ovih obveznica, osnova je za podizanje atraktivnosti ulaganja u iste i značajnog poboljšanja imidža lokalne samouprave koja se opredelila za emisiju (Dafflon, 2002; Candace i Medda, 2020). Visok nivo likvidnosti koji se vezuje za municipalne obveznice jedna je od najbitnijih koristi koja se vezuje za ovu vrstu obveznica (Janković, 2012; Carić, 2000). Lokalne vlasti kao emitenti imaju mogućnost definisanja intervala u kojem će obveznice doći na naplatu (Dorit, 1998). Pre same emisije, jedinice lokalne samouprave imaju obavezu identifikovanja administrativnih i ljudskih kapaciteta, kako bi se emisija realizovala na adekvatan način (Maričić, 2001). Poreske olakšice koje se vezuju za municipalne obveznice predstavljaju još jednu bitnu korist koja se vezuje za ovu vrstu hartija od vrednosti (Božić i Todorović, 2009). Izdavanjem municipalnih obveznica, lokalna samouprava ima mogućnost efikasnijeg i fleksibilnijeg vida finansiranja (Gorina, Joffe & Maher, 2018). Ovakvim načinom finansiranja jedinice lokalne samouprave mogu definisati obim, strukturu i rok zaduživanja u skladu sa svojim potrebama (Pavlović, Marinković, Drašković, Bučić i Richter, 2012).

## **SPECIFIČNOSTI MUNICIPALNIH OBVEZNICA KAO HARTIJA OD VREDNOSTI**

Kao emitent municipalnih obveznica može se pojaviti država, grad, lokalna samouprava, odnosno neki vid državnog subjekta. U praksi se na izdavanje municipalnih obveznica najviše odlučuju lokalne samouprave. Osnovni motiv izdavanja municipalnih obveznica jeste finansiranje kapitalnih projekata, ali se često koriste zarad finansiranja finansijskih obaveza iz tekućeg poslovanja (Carić, Mirković i Konjikušić, 2015). Uslovi koji se definišu prilikom emisije mogu doneti značajne koristi emitentu. Pored emitenta, korist od emitovanja municipalnih obveznica mogu imati i investitori. Investitorima se na ovakav način omogućava ulaganje u hartije od vrednosti čija je osnovna karakteristika nizak nivo rizika, upravo zbog već pomenute garancije koja je data od strane emitenta (Jung & Brucato, 2001).

Segment prirode trošenja novčanih sredstava koja su obezbeđena izdavanjem municipalnih obveznica, predstavlja bitnu specifičnost koja pravi razliku u odnosu na državne obveznice. Državne obveznice se ne mogu upotrebljavati za finansiranje projekata bilo kog tipa. Motiv izdavanja municipalnih obveznica odnosi se na pokrivanje deficita koji se javlja u okviru budžeta, a isto tako, mogu da se koriste i u svrhu vraćanja određenih tipova dugovanja koja su učinjena od strane države (Boričić, 1998). To je objašnjenje zašto se izdavanjem municipalnih obveznica ne investira samo u kapitalna sredstva, već namena može biti i drugačija (Dugalić i Stojković, 2014). Tako se može uočiti i razlika u odnosu na korporativne obveznice, koje emituje kompanija, a u čijem slučaju se koriste prikupljena sredstva kako bi došlo do unapređenja, rasta i razvoja poslovanja (Maričić, 2001).

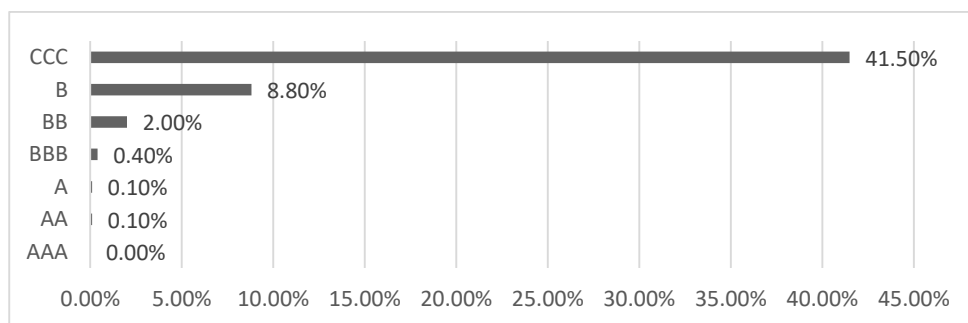
Tri osnovne karakteristike koje izdvajaju municipalne obveznice od ostalih hartija od vrednosti su: Municipalne obveznice predstavljaju siguran vid ulaganja; Visok nivo likvidnosti koji se vezuje za municipalne obveznice dovodi investitore u značajno bolji položaj; Municipalne obveznice sa sobom nose značajne poreske olakšice (Swianiewicz, 2004).

Sigurnost ulaganja u ovi vrstu obveznica ogleda se u garanciji isplate kamate i glavnice samog duga. Isplata može biti garantovana osim prihodima koje ostvaruje emitent, odnosno lokalna samouprava, i regulatornom i moralnom obavezom države da ukoliko emitent nije u

mogućnosti da izvrši obavezu istu preuzme država. Na emitentu ostaje i opcija osiguranja isplate duga sklapanjem sporazuma sa određenom osiguravajućom kompanijom. Sigurnost ulaganja u ovu vrstu hartija od vrednosti može se ogledati i preko stope neizvršenja obaveza koja je značajno niža u odnosu na korporativne obveznice.

Ako pogledamo grafikon koji sledi (grafikon 1), možemo uvideti da je kod municipalnih obveznica investicionog razreda BBB i više, neizvršenje obaveza svedeno na minimum. Jedan od razloga ovako niskog rizika ulaganja u municipalne obveznice može se pronaći u činjenici da emitent, odnosno lokalna samouprava može u svakom trenutku uticati na sopstvene prihode povećanjem lokalnih poreskih naknada. Za razliku od korporacija, lokalna samouprava nema obavezu generisanja profita (Tudela, Medioli & Anne Van Praagh, 2012).

**Grafikon 1.** *Prosečna kumulativna stopa neizvršenja obaveza kod municipalnih obveznica*



Izvor: Moody's, 2011. godina

Visok nivo likvidnosti analiziranih obveznica, ogleda se u činjenici da investitor koji poseduje municipalne obveznice, u svakom trenutku može da dođe do svojih likvidnih sredstava prodajom obveznica na sekundarnom tržištu kapitala (De Rosse, 2011).

Kad je slučaj o oporezivim prihodima, Zakon o poreskim prihodima propisao je poresku stopu od 15% na kamatu na štedne depozite u stranoj valuti na obračunatu poresku osnovicu. Ovakvim normativnim procedurama, atraktivnost municipalnih obveznica podiže se na još viši nivo. Primer objašnjenog poreskog efekta možemo sagledati u Tabeli 1.

**Tabela 1.** *Primer poreskog efekta ulaganja u municipalne obveznice*

|                           | <b>Municipalne obveznice</b> | <b>Devizna štednja</b> |
|---------------------------|------------------------------|------------------------|
| Uložen iznos (EUR)        | 1.200                        | 1.200                  |
| Kupon, kamatna stopa p.a. | 5,5%                         | 5,5%                   |
| Nominalni prinos          | 66,0                         | 66,0                   |
| Poreska stopa             | 0%                           | 15%                    |
| Porez (EUR)               | 0,0                          | 9,9                    |
| Efektivni prinos (EUR)    | 66,0                         | 56,1                   |
| Efektivna stopa prinosa   | 5,5%                         | 4,68%                  |

Izvor: Autori, na osnovu: Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, 2015. godina

Upravo iz prethodno navedenog primera, možemo videti da je efektivni prinos na municipalne znatno veći nego što je to slučaj sa deviznom štednjom.

S druge strane, neophodno je uložiti manje novca da bi se isto zaradilo ukoliko se investitor odluči za ulaganje u municipalne obveznice. Ovu činjenicu možemo potkrepiti sledećim primerom.

**Tabela 2.** *Primer efektivnog prinosa od ulaganja u municipalne obveznice*

|                           | <b>Municipalne obveznice</b> | <b>Devizna štednje</b> |
|---------------------------|------------------------------|------------------------|
| Uložen iznos (EUR)        | 1020                         | 1.200                  |
| Kupon, kamatna stopa p.a. | 5,5%                         | 5,5%                   |
| Nominalni prinos          | 66,0                         | 66,0                   |
| Poreska stopa             | 0%                           | 15%                    |
| Porez (EUR)               | 0,0                          | 9,9                    |
| Efektivni prinos (EUR)    | 56,1                         | 56,1                   |
| Efektivna stopa prinosa   | 5,5%                         | 4,68%                  |

Izvor: Autori, na osnovu: Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, 2015. godina

Iz navedenog primera možemo zaključiti, da ulaganje od 1020 EUR u municipalne obveznice, donosi isti prinos kao i oročenih 1200 EUR u obliku devizne štednje građana. U savremenom finansijskom okruženju, države koriste poreske olakšice, kao instrumente na tržištu municipalnih obveznica. Olakšice se vezuju za kamatu koja pripada subjektima investitorima. Ukoliko ne dođe do oporezivanja kamate, onda se kreira situacija u kojoj municipalna obveznica nosi sa sobom prinos koji je veći od njene nominalne vrednosti. To ide u prilog poželjnosti ove hartije od vrednosti.

## KOMPARATIVNA ANALIZA RAZLIČITIH IZVORA FINANSIRANJA LOKALNIH SAMOUPRAVA

Jedna od specifičnosti koja se vezuje za sam postupak izdavanja municipalnih obveznica, jeste činjenica da se prilikom emisije ove vrste hartije od vrednosti ne primenjuje postupak javnih nabavki (Zakon o javnim nabavkama, „Sl. Glasnik RS“ br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015). Na lokalnoj samoupravi je da prilikom donošenja odluke o zaduživanju ispita obe mogućnosti zaduživanja (kreditno zaduženje ili finansiranje putem emisije obveznica). Možemo istaći neke od prednosti i nedostataka ova dva vida zaduživanja.

**Tabela 3.** *Komparativna analiza različitih oblika zaduživanja lokalnih samouprava u Republici Srbiji*

| Municipalne obveznice                                 |           | Kredit                                                               |  | Municipalne obveznice              |           | Kredit                                                         |
|-------------------------------------------------------|-----------|----------------------------------------------------------------------|--|------------------------------------|-----------|----------------------------------------------------------------|
| 1. Jeftinije zaduživanje (niže kamatne stope)         | Prednosti | 1. Jednostavnija procedura                                           |  | 1. Relativno nerazvijen instrument | Nedostaci | 1. Ne daje dodatne pozitivne efekte (tržišno vrednovanje duga) |
| 2. Dug kojim se može trgovati                         |           | 2. Brže zaduživanje                                                  |  | 2. Složena procedura izdavanja     |           | 2. Manja baza investitora                                      |
| 3. Veća baza investitora                              |           | 3. Veća izvesnost za uspeh zaduživanja                               |  | 3. Rizik neuspeha (javna emisija)  |           | 3. Moguće promene poslovne politike banke                      |
| 4. Veća transparentnost poslovanja lokalne samouprave |           | 4. Dodatni kreditni rejting od strane rejting agencije nije potreban |  | 4. Angažovanje rejting agencija    |           | 4. Veći zahtevi za koleteralom nego što je vrednost kredita    |

Izvor: Autori, na osnovu: Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, 2015. godina

Ako sagledamo dosadašnje izvršene emisije municipalnih obveznica na srpskom tržištu kapitala, možemo potvrditi neke od značajnih prednosti municipalnih obveznica kao finansijskog instrumenta u odnosu na kreditno zaduženje. Gradovi Novi Sad, Pančevo i Šabac, putem emisije municipalnih obveznica zadužili su se po značajno boljim finansijskim uslovima. Ako uzmemo u obzir nivo kamatne stope, u slučaju pomenutih gradova, efektivna kamatna stopa obveznica bila je značajno niža od najpovoljnije bankarske ponude za kreditiranjem. Grad Novi Sad se tokom postupka nabavke kredita suočio sa najboljom ponudom tokom javnog poziva sa fiksnom kamatnom stopom od 7,5%, dok je sa druge strane celokupna emisija municipalnih obveznica izvršena po efektivnoj kamatnoj stopi od 6,25%. Upravo donošenjem odluke o ovakvom načinu zaduženja grad je uspeo da uštedi blizu 3 miliona evra na ukupan iznos emisije obveznica. Prilikom donošenja odluka o emitovanju municipalnih obveznica kao načina finansiranja, poseban osvrt emitenta trebao bi da bude na pravni okvir koji u mnogim državama može biti ograničavajući faktor, s tim što treba naglasiti da celokupan proces emisije ne bi mogao da se sprovede bez jasno definisane pravne nomenklature (Chen & Zhao, 2021).

## REZULTATI RADA SA DISKUSIJOM

Iako su se zemlje iz našeg regiona mnogo ranije upustile u procedure izdavanja municipalnih obveznica kao povoljnog načina finansiranja, Srbija je godinama čekala na uspostavljanje adekvatnog pravno-institucionalnog ambijenta. Većina prepreka koje su stajale na putu razvoja tržišta municipalnih obveznica u Srbiji otklonjene su krajem 2011. godine. Prepreke su otklonjene donošenjem novih i izmenama postojećih zakona.

Na osnovu Odluke o zaduživanju, 2012. godine, Grad Novi Sad je prvi grad u Srbiji koji je sproveo emisiju municipalnih obveznica u vrednosti od 3.500.000.000,00 dinara, sa mogućnošću valutne klauzule u evrima ("Sl. gl. Grada Novog Sada", broj 59/10). Grad se odlučuje na osnovu pristiglih ponuda da investitor bude UniCredit Bank Srbija a.d. Beograd. Rok dospeća definisan je na 12 godina. Ugovoren je grejs period u trajanju od 2 godine, u kojem je Novi Sad kao emitent imao obavezu plaćanja

isključivo kamate čiji iznos je definisan na osnovu glavnice. Vrednost nominalne kamatne stope je 6,20%, dok je efektivna kamatna stopa nešto viša 6,25%. Grad se odlučio da emisiju ne uključuje na regulisano tržište. Konkretna namena emisije bila je izgradnja kanalizacione mreže u prigradskim naseljima i izgradnja Bulevara Evrope. Privatni plasman unapred poznatom kupcu je metod prodaje za koji se Grad odlučio.

**Tabela 4.** *Emisije municipalnih obveznica u Republici Srbiji i zemljama regiona*

| <b>Emitent</b>                         | <b>Dospeće<br/>(godine)</b> | <b>Iznos<br/>(RSD;KM;DEM;HRK;EUR)</b> | <b>Kamatna<br/>stopa</b> | <b>Namena</b>                                            |
|----------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|--------------------------|----------------------------------------------------------|
| Grad Novi Sad                          | 12 godina                   | 3.500.000.000,00 RSD                  | 6,20%                    | Izgradnja kanalizacione mreže; Izgradnja Bulevara Evrope |
| Grad Šabac                             | 7 godina                    | 400.000.000,00 RSD                    | 6%                       | Izgradnja zatvorenog bazena                              |
| Grad Banja Luka                        | 3                           | 7.000.000,00 KM                       | 5,75%                    | Izgradnja mosta                                          |
| Opština Laktaši                        | 6                           | 10.000.000,00 KM                      | 5,75%                    | Izgradnja sportske hale                                  |
| Opština Bijeljina                      | 10                          | 11.000.000,00 KM                      | 6,75%                    | Infrastrukturni objekti                                  |
| Istarska Županija                      | 2                           | 2.000.000,00 DEM                      | 11%                      | Komunalna infrastruktura                                 |
| Istarska Županija (Serija A; Serija B) | 2 godine;<br>3 godine       | 10.000.000 HRK                        | 7%                       | Finansiranje duga bolnice u Puli                         |
| Opatija                                | 4 godine                    | 14.000.000 HRK                        | 8,5%                     | Komunalna infrastruktura                                 |
| Koprivica                              | 7 godina                    | 60.000.000 HRK                        | 6,5%                     | Komunalna infrastruktura i sportski objekat              |
| Nikšić                                 | 10 godina                   | 1.000.000 EUR                         | 3%                       | Finansiranje infrastrukturnih objekata                   |

Izvor: Autori na osnovu: Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, 2015. godina; HANFA Kvartalni bilten III/2010, 2010. godina; Investiciono razvojni fond Crne Gore, 2020. godina; Banjalučka berza, 2021. godina.

Grad Šabac se odlučio na izdavanje municipalnih obveznica u dematerijalizovanom obliku, na ime i u denominaciji u dinarima (indeksirano u evrima). Za razliku od Novog Sada, Šabac se odlučio da dospeće komplementnih obaveza bude 7 godina. S tim što je kao i kod Novog Sada odobren grejs period od 2 godine u koji je podrazumevao isključivo izmirenje obaveza po osnovu kamate, dok je u narednih 5 godina isplaćivana i kamata i glavnica na osnovni dug. Otplata glavnice zagovorena je na godišnjem nivou, s tim što bi početak isplate iste počeo nakon tri godine od dana kada se celokupna emisija upiše u Centralni registar. Grad se odlučio za emisiju u vrednosti od 400.000.000,00 dinara. Definisana je fiksna kamatna stopa od 6%, uključujući datum upisa vlasništva nad obveznicama. Specifičnost ove emisije jeste ta što se grad odlučio da omogući kupovinu obveznica i fizičkim licima, odnosno građanima, što nije bio slučaj kod Novog Sada. Na taj način, grad je podigao nivo transparentnosti finansiranja. Sredstva iz celokupne emisije utrošena su u izgradnju i finalizaciju zatvorenog gradskog bazena. Objavljivanjem prospekta, Šabac je sproveo javnu ponudu obveznica samo na domicilnom tržištu kapitala.

Opština Laktaši je prva opština koja se u Republici Srpskoj odlučila da emituje municipalne obveznice (Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, Sl. gl. broj 71/12). Opština je krajem 2008. godine putem javne ponude emitovala municipalne obveznice sa kamatnom stopom od 5,75%. Rok dospeća definisan je na period od 6 godina, dok je celokupna emisija iznosila 10 miliona konvertibilnih maraka, a glavni cilj emisije bio je finansiranje izgradnje sportske hale u Laktašima. Nakon ove opštine grad Banja Luka je emitovao municipalne obveznice u vrednosti od 7 miliona konvertibilnih maraka, sa rokom dospeća od 3 godine i kamatnom stopom od 5,75%. Namena ove emisije bila je finansiranje projekata izgradnje mosta preko Vrbasa u Banja Luci. Ubrzo nakon ove dve emisije i Bijeljina se odlučila na izdavanje municipalnih obveznica.

Kamatne stope su se kretale u opsegu 5-7%, dok se rok dospeća kretao od 3 do 10 godina. Dobijena sredstva od emitovanja municipalnih obveznica, opštine su uglavnom koristile za finansiranje izgradnje sportsko-rekreativnih centara, izgradnju puteva, kao i za pokrivanje budžetskog deficita i refinansiranje dospelih i nepovoljnih kredita.

U skladu sa Zakonom o finansiranju jedinica lokalne i regionalne samouprave (1993), definisana je mogućnost finansiranja lokalnih vlasti na teritoriji Republike Hrvatske (Zakon o finansiranju jedinica lokalne samouprave i uprave, broj: PA4-151/1-93. – Zagreb, Hrvatska). Zakon posebnom uredbom predviđa i mogućnost zaduživanja putem izdavanja municipalnih obveznica, uz prethodno odobrenje od strane Ministarstva finansija.

U skladu sa pomenutim zakonom, Istarska županija je prva posegnula za izdavanjem municipalnih obveznica 1995. godine. Namena prve tranše emisije bila je rešavanje problema otpadnih voda grada Pazine, a vrednost emisije bila je 2 miliona nemačkih maraka. Pokrovitelj emisije bila je Istarska banka Pula. Ove obveznice ujedno su prve municipalne obveznice koje su se pojavile na Zagrebačkoj berzi, sa mogućnošću trgovine na sekundarnom finansijskom tržištu. Druga emisija usledila je nakon godinu dana, kada je ista županija za potrebe izmirenja duga bolnice u Puli, izdala municipalne obveznice u vrednosti od 10 miliona kuna. Treća emisija zabeležena je 1997. godine od strane grada Opatije. Namena emisije bila je izgradnja objekata vodovoda i proširenje kanalizacione mreže. Vrednost emisije bila je 14 miliona kuna, sa rokom dospeća od 4 godine. Sve tri emisije realizovane su privatnim plasmanom, odnosno unapred poznatom kupcu. Treba istaći da su se jedinice lokalnih samouprava u Hrvatskoj u svim emisijama municipalnih obveznica odlučivale za obveznice koje karakteriše nešto viši stepen sigurnosti za investitore, obzirom da se emituju na bazi poreske snage izdavaoca, odnosno emitent ima obavezu da isplati dug iz bilo kojeg izvora prihoda lokalne jedinice (Bajo i Primorac, 2010).

Prva opština u Crnoj Gori koja se odlučila da emituje municipalne obveznice sredinom 2006. godine bila je opština Nikšić (Zakon o finansiranju lokalne samouprave, Sl. gl. RCG br. 42/03, 44/03). Svrha emitovanja bila je finansiranje i izgradnja infrastrukturnih objekata, a vrednost emisije bila je milion evra. Rok dospeća bio je 10 godina, uz definisanu godišnju kamatnu stopu od 3%. Obveznice su listirane na A listingu Montenegro berze, ostvarujući mogućnost trgovine sa istim na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti. Ubrzo nakon ove emisije i druge opštine u Crnoj Gori se odlučuju za ovaj korak.

## ZAKLJUČAK

Teorijskim i empirijskim istraživanjem sprovedenim u radu autori su izveli određene zaključke. Prvo možemo konstatovati da municipalne obveznice kao potencijalan izvor prihoda za lokalnu samoupravu nose sa sobom niz benefita i pogodnosti u odnosu na kreditno zaduženje. Naravno, emisija pomenutih obveznica ima i određene nedostatke koje su autori istakli prilikom komparativne analize. Dakle, osim što je istaknuto da se radi o vrednosnim papirima dužničkog karaktera sa značajnim pogodnostima za emitenta, utvrđeno je na osnovu empirijskog istraživanja da se municipalne obveznice pretežno izdaju na duži period (pretežno od 5 do 12 godina) i to najčešće za finansiranje lokalnih kapitalnih projekata.

Takođe, treba napomenuti da se rad temelji na domaćim i stranim naučnim radovima, u kojima su autori isticali da koristi koje se vezuju za municipalne obveznice najviše zavise od usaglašenosti pravnih propisa koji na specifičan način mogu da utiču na celokupan proces emisije pomenutih hartija od vrednosti. Iz toga možemo zaključiti da određeni benefiti koji se vezuju za ove vrednosne papire ne moraju striktno da važe kada je u pitanju tržište kapitala u Republici Srbiji. Posebna ograničenja koja se tiču pravne regulative u Republici Srbiji ispravljena su tek 2011. godine. Možemo zaključiti da upravo zbog prethodno pomenute činjenice lokalne samouprave u Republici Srbiji nisu se upuštale u sam proces emisije municipalnih obveznica. S tim u vezi možemo zaključiti da je tržište municipalnih obveznica manje razvijeno od tržišta zemalja u regionu koja su se značajno ranije upustila u ovakav način finansiranja. S obzirom da tržište municipalnih obveznica u Republici Srbiji karakteriše nedovoljna razvijenost i relativno nizak nivo likvidnosti, autori smatraju da bi se u budućnosti trebalo više oslanjati na savremene finansijske trendove koji vladaju na razvijenim tržištima kapitala, uz primenu pozitivne pravne regulative koja karakteriše razvijene zemlje.

Treba istaći da činjenicu da je Šabac prvi grad u Srbiji koji se odlučio na javni plasman emisije ovih hartija od vrednosti. Na taj način podignut je nivo transparentnosti poslovanja grada, omogućujući i lokalnom stanovništvu da učestvuje u procesu kupovine. Da bi ovakav način finansiranja zaživeo u većem stepenu u Republici Srbiji, autori smatraju da pored političke i makroekonomske stabilnosti, bitan preduslov jeste

transparentnije vođenje lokalnih finansija, uz mogućnost uključenja građana u kreiranje samog budžeta. Takođe, okončanje fiskalne i ekonomske decentralizacije predstavlja bitan uslov da municipalne obveznice postanu relevantan finansijski instrument zaduženja na domicilnom tržištu kapitala. Upravo smatramo da pozitivna iskustva gradova u Republici Srbiji koja su se odlučila za ovakav vid finansiranja trebaju da budu dobar primer i motivacija za druge jedinice lokalne samouprave da se upute u finansiranje svojih potreba emitovanjem pomenutih hartija. S obzirom da se emitovanjem municipalnih obveznica pretežno finansiraju kapitalni projekti od značaja za lokalno stanovništvo, kao što je i pokazano u istraživačkom delu rada, upravo pomenuta činjenica trebalo bi da bude dodatni podstrek za svaku jedinicu lokalne samouprave koja teži da unapredi kvalitet životnog standarda na svojoj teritoriji jednim vidljivim i korisnim investicionim projektom. Da bi se lokalne samouprave opredelile za ovaj korak, autori smatraju da je neophodno uspostaviti bolju saradnju između lokalnih samouprava, uz dodatno uključenje resornih ministarstava koja će svojim aktivnostima upoznati druge lokalne samouprave i stanovništvo o benefitima koja se vezuju za municipalne obveznice.

## LITERATURA

1. Bajo, A., Primorac, M. (2010). Praksa zaduživanja lokalnih jedinica u Republici Hrvatskoj, *Finansijska teorija i praksa*, (34), 379-406.
2. Banjalučka berza (2020), Preuzeto sa:  
<https://www.blberza.com/Pages/SecurityList.aspx?search=municipalne%20obveznice>
3. Barjaktarević, S. (2007). Uloga banaka na tržištu municipalnih obveznica – primer Srbije, *Pravni život*, (12), 985-996.
4. Bejatović, M. (2008). *Bankarsko pravo i hartije od vrednosti*, Novi Sad, Privredna akademija
5. Boričić, D. (1998). Obveznice kao izvor finansiranja, *Računovodstvo i finansije: časopis za pitanja računovodstva, finansija, obračuna, kontrole i revizije*, (8), 119-124
6. Božić, D., i 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*, (13), 3-12.
7. Candace, P., Medda, F. R. (2020). The evolution of pricing performance of green municipal bonds, 10(1).
  8. 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 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region*, 33-43.
  9. Carić, S. (2000). Bankarski poslovi i hartije od vrednosti, *Novi Sad: Centar za privredni konsalting*
  10. Chen, Y., Zhao, Z. J. (2021). The rise of green bonds for sustainable finance: Global standards and issues with the expanding Chinese market, br. (52).
  11. Chen, Z., He, Z., & Liu, C. (2017). The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes. *Journal of Financial Economics*, 137 (1), 42-71.
  12. Dafflon, B. (2002). „Local public finance in Europe: Balancing the budget and controlling debt,” *Studies in fiscal federalism and state-local-finance series. Edward Elgar, Cheltenham-Northampton*, (6), 15-44.
  13. De Rosse, M. (2011). Should You Be Worried about Your Municipal Bonds? *U.S. Market Insight - Edward Jones, Member SIPC*, 12-14.
  14. Dorit, S. (1998). A Comparative Risk Return Analysis and Performance Evaluation of Tax Free Municipal, *the Journal of Business*, 71 (1), 135-146.
  15. Dugalić, V., Stojković, D. (2014). Municipalne obveznice kao izvor finansiranja, *Stanje i perspektive ekonomskog razvoja grada Kragujevca*, 535-545.
  16. Džidić, M. (2008). Obveznice u funkciji razvoja tržišta kapitala, *Zbornik radova Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse: šesto međunarodno savjetovanje*, Neum, 20., 21. i 22. lipnja 2008. godine, 273-288.
  17. Ehalaiye, D., Botica-Redmayne, N. & Laswad, F. (2017). Financial determinants of local government debt in New Zealand. *Pacific Accounting Review*, 29(4), 512-533.

18. Fabozzi, F.J. & Fledstein, S.G. (2008). *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley and sons, New Jersey.
19. Gorina, E., Joffe, M., & Maher, C. (2018). *Using Fiscal Ratios to Predict Local Fiscal Distress*. Mercatus Working Paper. Arlington, VA: *Mercatus Center at George Mason University*. Preuzeto sa: <https://www.mercatus.org/system/files/gorina-fiscal-ratios-mercatus-working-paper-v1.pdf>
20. Grujić, M., Rastoka, J. (2017). Emisija dužničkih hartija od vrijednosti u funkciji održivog razvoja lokalnih zajednica, 9. JEEP Međunarodna agrobiznis konferencija – MAK 2022, Evropski put – perspektive i potencijali, Kopaonik, 28-30., 2022, 7(4), 39.
21. HANFA – Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, Kvartalni bilten III/2010, Preuzeto sa: <https://www.hanfa.hr/globalna-stranica-za-pretragu/?searchquery=obveznice>
22. BLB <https://www.blberza.com/Pages/SecurityList.aspx?search=municipalne%20obveznice>
23. Investiciono razvojni fond Crne Gore (2020). Preuzeto sa: <https://www.irfcg.me/me/>
24. Janković, D. (2012). *Obveznice: karakteristike, kvantitativna analiza i tržišta*, Podgorica: Univerzitet Mediteran, 117-119.
25. Jovanović, A. Zakić, N. (2008). Tržište municipalnih obveznica – neka uporedna iskustva, *Ekonomika*, 54 (5-6), 88-100.
26. Jung, P. & Brucato, P. (2001). Do Competitive – Only Laws Have an Impact on the Borrowing Cost of Municipal Bonds?, *Municipal Finance Journal* (22), 61-76.
27. Maričić, I. (2001). Korporacijske obveznice, *Jugoslovensko bankarstvo: mesečni časopis Udruženja banaka i drugih finansijskih organizacija Jugoslavije*, 30, (1/2), 56-63.
28. Moody's (2011). Preuzeto sa: <https://www.moody's.com/researchandratings/market-segment/u-s-public-finance/-/005003/0420B6?tb=0>
29. Pavlović, V., Marinković, M., Drašković, V., Bučić, A., i Richter, C. (2012). Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, Projekat finansiran sredstvima EU, Program podrške opština IPA 2007, Interprint D.O.O.
30. Swianiewicz, P. (2004). *The Theory of Local government Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing - Risk and Rewards*, Open Society Institute, Budapest.

31. Tudela, M., Medioli, A. & Anne Van Praagh, A. (2012). U.S. municipal bond defaults and recoveries, 1970-2011, *Discussion paper, Moody's*.
32. 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, 103/2015, 99/2016, 113/2017, 95/2018, 31/2019, 72/2019, 149/2020 i 118/2021)
33. Zakon o finansiranju jedinica lokalne samouprave i uprave (br. PA4-151/1-93. – Zagreb, Hrvatska)
34. Zakon o finansiranju lokalne samouprave "Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 47/2011, 93/2012, 99/2013 - usklađeni din. izn., 125/2014 - usklađeni din. izn., 95/2015 - usklađeni din. izn., 83/2016, 91/2016 - usklađeni din. izn., 104/2016 - dr. zakon, 96/2017 - usklađeni din. izn., 89/2018 - usklađeni din. izn., 95/2018 - dr. zakon, 86/2019 - usklađeni din. izn., 126/2020 - usklađeni din. izn., 99/2021 - usklađeni din. izn. i 111/2021 - dr. zakon)
35. Zakon o finansiranju lokalne samouprave, (Sl. gl. RCG br. 42/03, 44/03)
36. Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 91/2019)
37. Zakon o javnom dugu ("Sl. glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009, 78/2011, 68/2015, 95/2018, 91/2019 i 149/2020)
38. Zakon o lokalnoj samoupravi ("Sl. glasnik RS", br. 129/2007, 83/2014 - dr. zakon, 101/2016 - dr. zakon, 47/2018 i 111/2021 - dr. zakon)
39. Zakon o porezu na dohodak građana ("Sl. glasnik RS", br. 24/2001, 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 135/2004, 62/2006, 65/2006 - ispr., 31/2009, 44/2009, 18/2010, 50/2011, 91/2011 - odluka US, 7/2012 - usklađeni din. izn., 93/2012, 114/2012 - odluka US, 8/2013 - usklađeni din. izn., 47/2013, 48/2013 - ispr., 108/2013, 6/2014 - usklađeni din. izn., 57/2014, 68/2014 - dr. zakon, 5/2015 - usklađeni din. izn., 112/2015, 5/2016 - usklađeni din. izn., 7/2017 - usklađeni din. izn., 113/2017, 7/2018 - usklađeni din. izn., 95/2018, 4/2019 - usklađeni din. izn., 86/2019, 5/2020 - usklađeni din. izn., 153/2020, 156/2020 - usklađeni din. izn., 6/2021 - usklađeni din. izn., 44/2021, 118/2021, 132/2021 - usklađeni din. izn. i 10/2022 - usklađeni din. izn.)
40. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 i 153/2020)

41. Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske (Sl. glasnik RS, br. 71/12)
42. Zavišić, A. (2012). Municipalne obveznice - *Izazovi evropskih integracija*, časopis za pravo i ekonomiju evropskih integracija, 5 (19), 79-87.

## LEGAL AND ECONOMIC ASPECTS OF THE USE OF MUNICIPAL BONDS

Jakšić Pavle

Uzelac Ozren

**Abstract:** *By borrowing on the financial market, local self-government units in the Republic of Serbia can finance their own needs. It is up to the local self-governments to decide whether to opt for financing through credit borrowing or through the issue of municipal bonds. The subject of this paper is the analysis of the conditions and purpose for which cities, municipalities and local governments in Serbia and in the countries of the region issued municipal bonds. In this regard, the basic characteristics of the analyzed emissions are emphasized, relying on the normative framework of each country individually. The paper points out the basic specifics of municipal bonds.. The aim of this paper is to analyze the advantages and disadvantages of the issue of these bonds in relation to credit borrowing as a possible type of financing.*

**Key words:** *securities / municipal bonds / local government / credit indebtedness.*