

PRAVNI FAKULTET  
ZA PRIVREDU I PRAVOSUĐE

**BIBLIOTEKA**

Novi Sad

**PRILAGOĐAVANJE PRAVNE REGULATIVE AKTUELNIM  
TRENDOVIMA U REGIONU**

Priradio: Redovni profesor dr Milorad Bejatović

**ADAPTING LEGAL REGULATIONS TO CURRENT TRENDS IN  
THE REGION**

Edited by: Full Professor Milorad Bejatović, PhD

---

Pravni fakultet za privredu i pravosuđe  
Univerzitet Privredna akademija Novi Sad  
Faculty of Law for Business and Justice  
University Business Academy Novi Sad

---

Novi Sad 2015.

Zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog  
od 24. – 26. septembra 2015. godine u Novom Sadu  
u organizaciji Pravnog fakulteta za privredu i pravosuđe  
Univerziteta Privredna akademija u Novom Sadu.

**Izdavač:**

Pravni fakultet za privredu i pravosuđe  
Univerziteta Privredna akademija u Novom Sadu,  
Geri Karolja br. 1, telefon: 021 400 – 499  
Web: [www.pravni-fakultet.info](http://www.pravni-fakultet.info)

**Recezeni:**

Prof. dr Milorad Bejatović  
Prof. dr Mirko Kulić  
Prof. dr Dragan Mrkšić  
Prof. dr Bora Čejović  
Prof. dr Miroslav Vitez  
Prof. dr Milan Počuča  
Prof. dr Milutin Đuričić  
Prof. dr Zoran Pavlović  
Prof. dr Ivan Joksić  
Doc. dr Predrag Mirković

**Za izdavača:**

Prof. dr Marko Carić

**Urednik:**

Prof. dr Milorad Bejatović

**Štampa:**

Štamparija FELJTON, Novi Sad

**Tiraž:** 150

ISBN 978-86-6019-058-3

Štampanje Zbornika podržao  
Sekretarijat za nauku i tehnološki razvoj AP Vojvodine

**Članovi Programskog odbora:**

**Prof. dr Marko Carić**

Dekan Pravnog fakulteta za privredu i pravosuđe u Novom Sadu,  
Univerziteta Privredna akademija, Republika Srbija

**Prof. dr Milorad Bejatović**

Profesor Pravnog fakulteta za privredu i pravosuđe u Novom Sadu, Republika Srbija

**Akademik prof. dr Miodrag Simović**

Potpredsednik Ustavnog suda Bosne i Hercegovine

**Prof. dr Borce Davitovski**

Ss. Cyril nad Metodeus University, Republic of Macedonia

**Prof. dr Kostadin Pušara**

Predsednik Udruženja Lobista Crne Gore  
Profesor Univerziteta Alfa u Beogradu, Republika Srbija

**Prof. dr Bora Čejović**

Predsednik Krivičara Srbije

**Prof. dr Miroslav Vitez**

Ekonomski fakultet u Subotici, Republika Srbija

**Prof. dr Dragan Mrkšić**

Fakultet tehničkih nauka u Novom Sadu, Republika Srbija

**Prof. dr Branko Vučković**

Predsednik Osnovnog suda u Kotoru, Republika Crna Gora

**Čedomir Backović**

Pomoćnik ministra pravde Republike Srbije

**Doc. dr Mirko Smoljić**

Veleučilište „Lavoslav Ružička“ u Vukovaru, Republika Hrvatska

**Prof. dr Rok Lampe**

Research Institute of European Faculty of Law in Nova Gorica, Republic of Slovenia

**Sebastian Spinei**

Faculty of Law, University „Lucian Blaga”, Sibiu, Romania

**Igor Denisov Yurevich**

Vice President for Development at the Federal State Educational Institution of  
Higher Professional Education, Omsk State Institute of Service, Russia

**Članovi Organizacionog odbora:**

Prof. dr Milorad Bejatović

Prof. dr Mirko Kulić

Doc. dr Predrag Mirković

Doc. dr Darko Golić

Dr. Dragan Grahovac

**Sekretar skupa:**

Msr Nenad Stefanović

**UDK: 336.763.33**

**Prof. dr Marko Carić / Marko Caric, PhD**

Redovni profesor na Pravnom fakultetu za privredu i pravosuđe  
Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu  
Full Professor at Faculty of Law, University Business Academy in Novi Sad  
E – mail: macaric@yahoo.com

**Doc. dr Predrag Mirković / Predrag Mirkovic, PhD**

Pravni fakultet za privredu i pravosuđe  
Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu  
Assistant Professor at Faculty of Law, University Business Academy in Novi Sad  
E – mail : pedja.mirkovic@gmail.com

**Doc. dr Marko Konjikušić / Marko Konjikusic, PhD**

Fakultet za menadžment, Sremski Karlovci  
Faculty of management, Sremski Karlovci  
E – mail: marko.konjikusic@famns.edu.rs

**MUNICIPALNE OBVEZNICE KAO HARTIJA OD VREDNOSTI  
– ARGUMENTI ZA I PROTIV –**

**Municipal Bonds As Securities  
– Arguments For and Against –**

**A p s t r a k t**

*Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrednosti koje emituju niži organi vlasti. Korišćenje ovih hartija od vrednosti je uglavnom vezano za finansiranje različitih projekata od značaja za emitenta obveznica. U radu su indetifikovana osnovna obeležja municipalnih obveznica i različiti pojavnici oblici istih. Posebna pažnja u radu je usmerena ka sagledavanju svih pozitivnih i negativnih aspekata vezanih za ove hartije od vrednosti, i to kako sa stanovišta emitenta ovih obveznica, tako i sa stanovišta kupaca municipalnih obveznica. Rad je upravo zato koncipiran na ovaj način, jer su različiti interesi i argumenti u prilog ili protiv ovih obveznica u zavisnosti od toga da li problem posmatramo sa stanovišta emitenta obveznica ili kupaca obveznica. Aktualnost ove teme je primerena savremenoj ekonomskoj situaciji u regionu, i ovim radom ukazuje se na alternativni način finansiranja jedinica lokalne samouprave u odnosu na klasičan način zaduživanja putem kredita. Sa druge strane, investitori na finansijskom tržištu su u konstantnoj potrebi da plasiraju svoj kapital u kvalitetne hartije od vrednosti, pa su u radu apostrofirane prednosti ulaganja u ove hartije od vrednosti, kao i eventualni rizici i druge okolnosti koje mogu biti skopčani sa ovim vidom ulaganja.*

**Ključne reči:** *Hartije od vrednosti, municipalne obveznice, finansiranje jedinica lokalne samouprave, finansijsko tržište.*

### **A b s t r a c t :**

*Municipal bonds are debt securities emitted by lower authorities. Use of these securities is mainly related to financing various projects of importance for bond issuers. Basic characteristics of municipal bonds and their different forms are identified in this paper. Particular attention in paper is focused on recognizing all positive and negative aspects of these securities, from the aspect of the bonds issuers as well as from the aspect of municipal bonds customers. The paper is designed exactly this way because different arguments and interests are either for or against these bonds depending on whether we are looking at the problem from the perspective of the bond issuers or bond buyers. Currently this topic is appropriate to the contemporary economic situation in the region and this work points out the alternative way of financing local government units in comparison to the classic way of through credits arrangements. On the other hand, investors in financial markets are in constant need of investing their capital in high quality securities, so this work emphasizes the benefits of investing in these securities, as well as the possible risks and other factors that may be connected to this type of investment.*

**Keywords:** *securities, municipal bonds, financing unit of local governments, financial market.*

## **1. UVOD**

Obveznice kao hartije od vrednosti su obligaciono pravne hartije od vrednosti i predstavljaju veoma interesantan finansijski instrument. U ulozi emitenta obveznica može se naći država ( u kojem slučaju govorimo o državnim obveznicama), niži organi vlasti (federalne jedinice, pokrajne, okruzi, gradovi i opštine – u ovom slučaju govorimo o municipalnim obveznicama)<sup>1</sup>, i privredna društva (tada je reč o korporativnim obveznicama). Sa stanovišta predmeta istraživanja ovog naučnog rada, akcenat je usmeren ka municipalnim obveznicama kao hartijama od vrednosti. Cilj rada je da se primenom naučnih metoda istraživanja dođe do jasnih podataka na osnovu kojih se može izvršiti poređenje argumenata za i protiv korišćenja municipalnih obveznica kao hartija od vrednosti, i to sa stanovišta emitenta obveznica i kupaca ovih obveznica. Zadatak naučnog rada je da se argumentovano iznesu svi pozitivni i negativni aspekti ovih hartija od vrednosti, da bi se na kraju rada mogao izvući zaključak koji će dati odgovore na ova pitanja. Hipoteza rada je: municipalne obveznice predstavljaju za emitenta jeftiniji način zaduživanja na finansijskom tržištu, a za kupce one predstavljaju relativno siguran vid plasmana kapitala uz nešto niže stope prinosa. U nastavku rada, pristupiće se predmetnom i ciljnom istraživanju postavljene teme, sa ispunjavanjem predhodno određenih zadataka i proverom postavljene hipoteze.

---

1 Ovo je uslovljeno državnim ustrojtvom jedne zemlje.

## 2. ARGUMENTI ZA I PROTIV ZADUŽIVANJA LOKALNE SAMOUPRAVE EMITOVANJEM MUNICIPALNIH OBVEZNICA

Pozajmljivanje novčanih sredstava na finansijskom tržištu je proces koji je uvek obeležen određenim izazovima koji su različitog, i karaktera i inteziteta, u zavisnosti od mnogobrojnih faktora, koji opet mogu biti globalni ili lokalni. Svetska ekonomska kriza, poteškoće u bankarskom sektoru, visoke stope deficita u budžetima zemalja u Evropi, nestabilno tržište kapitala, kao i niz drugih faktora utiču danas, više nego ikad, da se način zaduživanja mora pažljivo posmatrati sa različitih aspekata, naročito po pitanju cene koštanja zaduživanja kao i samog procesa zaduživanja. Trenutno je finansijska situacija takve prirode, da su banke koje predstavljaju najznačajnije učesnike na finansijskom tržištu u takvom položaju da teško odobravaju kreditne aranžmane, naročito one u kojima se kao subjekt zaduživanja javlja država, odnosno jedinice lokalne samouprave. Da budemo precizniji, nije da su banke odustale od finansiranja različitih projekata i pozajmljivanja novca, već je cena takvog zaduživanja, usled povećanog rizika plasmana kapitala na tržištu, značajno skočila, što se manifestuje kroz povećanje kamatnih stopa kao i strožijim kriterijumima u pogledu instrumenata obezbeđenja kredita. Usled ovih činjenica, jedinice lokalne samouprave bi trebalo razmisliti da ukoliko se zadužuju, način njihovog zaduživanja upravo bude emitovanje municipalnih obveznica. Ovaj stav zasnivamo na činjenicama da je zainteresovanost investitora za ovim obveznicama i dalje relativno visoko, da samo tržište municipalnih obveznica stabilno i u porastu, kao i da cena koštanja ovakvog zaduživanja je značajno povoljnija u poređenju sa klasičnim kreditnim zaduživanjem kod banaka<sup>2</sup>.

Ukoliko bismo analizirali argumente u korist emitovanja municipalnih obveznica kao oblik zaduživanja jedinice lokalne samouprave u odnosu na klasičan način zaduživanja, putem kreditnog aranžmana sa bankama, onda bi smo mogli izvesti sledeće argumente u tom kontekstu. U osnovi možemo reći da finansiranje različitih projekata putem emitovanja municipalnih obveznica predstavlja u realnosti adekvatnu raspodelu finansijskih resursa lokalne zajednice. Ovo uverenje je utemeljeno na činjenici da teret troškova i pristup koristi kapitala je svakako na strani emitovanja municipalnih obveznica. Sam karakter zaduživanja je donekle nepravedan, jer u velikoj meri opterećuje buduće naraštaje plaćanjem dugova po ovom osnovu. Ukoliko se lokalna samouprava zaduži klasičnim metodom kreditnih aranžmana, ona će svoje dugove plaćati direktno iz budžeta, dok u slučaju municipalnih obveznica postoje različiti načini otplate duga. Ti načini se kreću od uvođenja različitih nameta iz kojih bi se finansirali dugovi nastali po ovom osnovu, do činjenica da isti mogu biti vraćeni iz prihoda koji akumulira projekat koji je bio finansiran određenom emisijom obveznica<sup>3</sup>. Ovde uočavamo da ovaj

---

2 Swianiewicz, P. ; The theory of local borrowing and the West-European experience in Local government borrowing – Risk and rewards, Open Society Institute, Budapest, 2010.

3 Ova činjenica se naročito zasniva na tkz. hibridnim obveznicama koje predstavljaju mešavinu više različitih vrsta municipanih obveznica koje omogućavaju različite modalite otplate novčane obaveze nastale po osnovu emitovanja obveznica.

vid zaduživanja može manje da optereti buduće naraštaje lokalne zajednice, jer dozvoljava različite modalitete servisiranja dugovanja koji mogu biti prilagođeni potrebama te zajednice, što svakako nije slučaj sa klasičnim kreditnim aranžmanima koji ne poznaju većinu tih modaliteta.

Veoma je bitno napomenuti da zaduživanje emitovanjem municipalnih obveznica je u najvećem broju slučajeva predviđeno u korist razvoja infrastrukture lokalne zajednice, a ne u korist povećanja potrošnje<sup>4</sup>. Međutim, mogućnosti izdavanja ovih obveznica su regulisani normativom jednog pravnog sistema, pa često same lokalne zajednice nemaju pravnog uporišta za ovakvim vidom zaduženja. Imajući to u vidu, možemo konstatovati da se sredstvima dobijenim putem emitovanja municipalnih obveznica u najvećem broju slučajeva finansiraju određeni infrastrukturni projekti za čije finansiranje nije moguće pronaći sredstva u tekućem budžetu lokalne zajednice. Sa druge strane, jedno od glavnih obeležja postupka emitovanja municipalnih obveznica je, da sam postupak predstavlja relativno brz način prikupljanja velikih novčanih sredstava, i upravo se u toj činjenici i u teoriji ističe prednost ovakvog vida zaduživanja u odnosu na klasični oblik zaduživanja<sup>5</sup>. Ubrzavanje perioda investicionog ulaganja može znatno smanjiti operative troškove u postupku emitovanja ovih obveznica. Takođe, koristi od emitovanja municipalnih obveznica se mogu uočiti i u stabilizaciji budžetskih sredstava, naročito ako uzmemo u obzir činjenicu da se kapitalni projekti finansiraju iz tekuće potrošnje. Ukoliko su kapitalni projekti finansirani iz tekuće potrošnje, onda je pritisak na rashodnoj strani budžeta značajno veći i teško održiv u ograničenim finansijskim mogućnostima lokalne zajednice. Međutim, ukoliko se određeni projekat finansira emitovanjem municipalnih obveznica, postoji realan osnov da lokalna zajednica iz posebnih prihoda (vrste lokalnih poreza, taksi, naknada za korišćenje dobara itd.) vrši servisiranje duga, a da pritom ne opterećuje lokalni budžet u pogledu servisiranja dugovanja po osnovu emitovanih obveznica.

Odluka nadležnih organa u okviru jedne lokalne zajednice, da se putem emitovanja municipalnih obveznica zaduže, predstavlja u suštini veoma bitan pokazatelj o načinu i smeru razvoja jedne zajednice. Smatra se da su lokalne zajednice koje su već emitovale određene serije municipalnih obveznica, ili su u procesu istog, znatno privlačnije za direktne strane investicije. Ovo je uslovljeno činjenicom da sam postupak emitovanja ovih obveznica zahteva veliki broj radnji, koje su u suštini usmerene ka oceni boniteta emitenta kao i njegove sveopšte finansijske politike. Investitorima ovo predstavlja jasan pozitivan signal. Sama činjenica da je određena opština ili grad emitovala municipalne obveznice, omogućava investitoru da se na

---

4 Činjenica je da u zemljama sa slabom finansijskom disciplinom i neadekvatnim načinom rashodovanja (kao što je R.Srbija) dolazi do značajnog povećanja budžetskog deficita (ovo povećanje nije posledica realnih ulaganja već održavanja i podizanja standarda stanovništva bez realnog ekonomskog oslonca). Vidi više : Swianiewicz, P. ; The theory of local borrowing and the West-European experience in Local goverment borrowing – Risk and rewards, Open Society Institute, Budapest, 2010.

5 Perić, M. ; Municipalne obveznice kao instrument decentralizacije, Poslovna ekonomija, Vol. 5, br. 1, str. 273-282, 2011. god.

osnovu dokumentacije koja je pratila ovaj proces uveri u celokupno stanje finansija te lokalne zajednice, kao i njen pravac i strategiju razvoja. Ovo predstavlja jedno od najupečatljivijih pozitivnih efekata emitovanja municipalnih obveznica za lokalnu zajednicu.

Pored ovih pozitivnog elementa koji su predhodno navedeni, možemo izdvojiti i još neke pozitivne aspekte ovog procesa. Kada se određena jedinica lokalne samouprave odluči za emitovanje obveznica, proces je takve prirode da iziskuje od emitenta na javni uvid veoma važne dokumente koji govore, kako o trenutnoj finansijskoj situaciji u toj lokalnoj zajednici tako i o pravicima njenog razvoja. Transparentnost jednog ovakvog procesa upravo stavlja obavezu na nosioce vlasti u tim zajednicama da sredstva jasno namenski koriste u one svrhe u koje su obveznice izdate. Pritom, imaju veoma jasnu i nedvosmislenu kontrolu od strane stanovništva te zajednice, pa se time mogućnosti zloupotrebe u korišćenju sredstava ovakvim zaduživanjem značajno sužavaju. Ovaj argument je od značaja za zemlje u tranziciji, koje imaju velikih problema u postupcima javnih nabavki i izgradnji infrastrukture. Ovi procesi su obeleženi visokom stopom korupcije i zloupotreba. Sam postupak emitovanja ovih obveznica umnogome onemogućava ove pojave.<sup>6</sup>

Jedan od važnijih argumenata u prilog emitovanja municipalnih obveznica, naročito u trenucima nestabilnosti na tržištu kapitala, je i činjenica da postoji fiksno ugovorena kamatna stopa po jednoj obveznici koja ne podleže tržišnim oscilacijama. Pored toga, postoji mogućnost praćenja cene sopstvenog duga na tržištu kapitala. Fiksno ugovaranje kamatne stope je najčešći oblik određivanja kamatne stope po pojedinačnoj municipalnoj obveznici<sup>7</sup>. Ovo je veoma značajna činjenica, kako iz perspektive emitenta obveznica tako i iz perspektive investitora u ove obveznice, jer ne postoji rizik smanjenja ili povećanja kamatne stope usled nestabilnosti na tržištu kapitala. Na ovaj način, obe strane u ovom procesu su donekle obezbeđene. Takođe, veoma bitna mogućnost koja je na raspolaganju emitentu obveznica je da prati cenu sopstvenog duga na sekundarnom tržištu kapitala. Na ovaj način postoji mogućnost ranije otplate duga, po znatno povoljnijim uslovima, ukoliko u budžetu emitenta za to postoje sredstva. Sama činjenica da postoji, prema ugovoru sa investitorom, mogućnost ranijeg otkupa dospelih municipalnih obveznica je veoma značajna za lokalnu zajednicu. Takođe, ove vrste obveznica koje imaju ugovorene mogućnosti ranijeg otkupa, su neka vrsta hibridnih obveznica, koje su sve više aktuelne na svetskim tržištima kapitala.

U teoriji se još navodi da emitovanjem municipalnih obveznica, lokalna

---

6 Pop, C.; Georgescu, M.: Municipal and treasury bond market segments development at Bucharest stock exchange, *Transylvanian Review of administrative sciences*, Issue 35 e. pg. 197-218, Feq. 2012.

7 Pirinsky, C. A.; Wang, Q.: Market Segmentation and the Cost of Capital in a Domestic Market: Evidence from Municipal Bonds; *FINANCIAL-MANAGEMENT* Volume: 40 Issue: 2 Pages: 455-481 DOI: 10.1111/j.1755-053X.2011.01149.x Published: SUM 2011

samouprava vrši diversifikaciju izvora finansiranja<sup>8</sup>. Diversifikacija izvora finansiranja u današnjem trenutku, predstavlja jedan od važnijih segmenata koji utiču na način i politiku zaduživanja lokalne zajednice. Naime, ukoliko postoji već oformljen diversifikovan način finansiranja različitih potreba jedinica lokalne samouprave, onda će i način kao i cena pozajmljenog kapitala biti znatno povoljnija. Ovo je uslovljeno činjenicom da postoji značajan broj subjekata na finansijskom tržištu s kojima mogu ugovoriti povoljniji načini pozajmljivanja novčanih sredstava. Ukoliko lokalna samouprava pozajmljuje pomenuta sredstva iz različitih izvora, odnosno od različitih subjekata, onda je ona u boljoj poziciji da znatno povoljnije konkuriše za dobijanje finansijskih sredstava, u odnosu na gradove i opštine koje nisu vršile diversifikaciju svojih izvora finansiranja.

Argumentacija protiv zaduživanja lokalne samouprave emitovanjem municipalnih obveznica je relativno skromnijeg obima u odnosu na predhodno predočene prednosti. Posmatrano sa stanovišta emitenta obveznica (jedinice lokalne samouprave), najveći problem se javlja prilikom samog procesa emitovanja obveznica. Ovaj problem je naročito prisutan u zemljama u tranziciji (slučaj R. Srbije) koji se manifestuje u dve različite sfere. Sa jedne strane, sam proces tranzicije podrazumeva celokupne društveno-ekonomske promene koje moraju biti normativno uređene. Imajući to u vidu javlja se problem pravne regulative, odnosno načina i mogućnosti emitovanja municipalnih obveznica. Iako većina ovih zemalja ima inkorporirane pravne norme u okvirima svojih pravnih sistema, sam kvalitet pravnih rešenja i nedovoljno iskustvo zakonodavca u ovoj oblasti često imaju za posledicu izuzetna normativna ograničenja i pravne praznine, koje se reflektuju na relativno dug vremenski period za realizaciju emisije obveznica. Ono što takođe usporava proces emitovanja obveznica je i nedovoljna stručnost i iskustvo zaposlenih u lokalnim organima vlasti. Kombinovanjem ova dva faktora, može se znatno otežati i usporiti proces emitovanja municipalnih obveznica. U radu smo došli do zaključka da upravo faktor ekspeditivnosti u procesu emitovanja obveznica je jedan od bitnijih pozitivnih aspekata ovog vida zaduživanja. Da bi se ovi problemi otklonili, potrebna je stručna edukacija lica u lokalnim samoupravama koji su uključeni u postupak emitovanja obveznica. Pored toga, država mora pravnu regulativu u ovoj oblasti uskladi sa evropskom praksom i da otkloniti sve uočene nedostatke.

Kao argument protiv ovog vida zaduživanja jedinica lokalne samouprave, u stručnoj i naučnoj praksi naglašava se i problem prodaje ovih obveznica. Sam način prodaje municipalnih obveznica zavisi od više faktora : stepen razvijenosti finansijskog tržišta, veličina emisije obveznica, stepen zainteresovanosti investitora na finansijskom tržištu i drugi<sup>9</sup>. Prodaja municipalnih obveznica može biti obavljena javnom emisijom i privatnom emisijom. Usled nedovoljno razvijenog finansijskog tržišta i male vrednosti emisije obveznica u zemaljama u tranziciji, emitenti se često odlučuju za privatne plasmane pojedinačnih emisija. Ovakav vid

---

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

9 Swianiewicz, P. ; *The theory of local borrowing and the West-European experience in Local goverment borrowing – Risk and rewards*, Open Society Institute, Budapest, 2010.

prodaje municipalnih obveznica ostavlja mogućnosti za različite vrste zloupotreba u vršenju procene cene pojedinačne obveznica. Ovim načinom prodaje se kompletno eliminiše transparentnost i konkurentnost. To može dovesti do znatno veće cene koštanja ovih obveznica čime one gube na prednosti u odnosu na klasičan vid zaduživanja. Zemlje u tranziciji često se susreću sa ovim problemom, jer su emisije obveznica veoma niske vrednosti i samo tržište je relativno nerazvijeno i plitko. Na državi je, da putem različitih mehanizama, zaštiti interes zajednice i eliminiše mogućnosti zloupotrebe u procesu prodaje obveznica putem privatnih plasmana.

### **3. ARGUMENTI ZA I PROTIV MUNICIPALNIH OBVEZNICA SA STANOVIŠTA INVESTITORA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

Sa stanovišta investitora, kada je reč o prednostima municipalnih obveznica, je da su one često oslobođene poreza na kapitalnu dobit ili nekog drugog poreskog opterećenja u zavisnosti od poreskog sistema zemlje emitenta. Poresko oslobođenje je veoma značajan razlog interesovanja investitora za ulaganje u ove obveznice, jer samo ova vrsta hartija od vrednosti im omogućava oslobođenje od poreza na kapitalnu dobit. Na žalost, većina zemalja u tranziciji, uključujući i R. Srbiju, nije u okviru svog poreskog sistema predvidela ovaj vid oslobođenja od plaćanja poreza na ove hartije od vrednosti. Sa sigurnošću možemo konstatovati da je ovaj razlog jedan od značajnijih koji utiče na sporo kreiranje tržišta municipalnih obveznica i na njihovo emitovanje u tim zemljama. Nasuprot tome, SAD imaju znatno složenije državno ustrojstvo, sa različitim nivoima vlasti, pa su ipak municipalne obveznice uvek oslobođene lokalnog poreza na kapitalnu dobit, a često su oslobođene i državnog poreza na nivou država članica federacije.

Druga prednost ulaganja kapitala u kupovinu municipalnih obveznica je visok stepen sigurnosti plasmana sredstava s obzirom da se u ulozi emitenta nalazi država, odnosno jedinice lokalne samouprave. Pored već spomenutih pogodnosti koje investitor uzima u obzir prilikom kupovine ovih obveznica, možemo istaći i da municipalne obveznice imaju visok nivo likvidnosti<sup>10</sup>. Visok nivo likvidnosti omogućava da ih imaoци ovih obveznica brzo prodaju na sekundarnom tržištu kapitala, jer su kao hartije od vrednosti veoma tražene. Na taj način investitor u suštini nema zarobljen kapital koji čeka oplodnju, već ukoliko ima određenih poteškoća u finansijskom smislu ili želi da svoj uloženi kapital prosledi u druge namene, onda će to učiniti veoma brzo i jednostavno iz razloga koje smo prethodno spomenuli. Takođe, investitor uvek ima na umu mogućnosti ostvarivanja stope profita putem ovakvih finansijskih transakcija. Municipalne obveznice omogućavaju investitoru visok nivo zarade, jer će ona uvek biti veća od drugih finansijskih ulaganja sa sličnom stopom sigurnosti plasmana, kao što je oročenje depozita u komercijalnim bankama ili ulaganja u druge hartije od vrednosti. Imajući u vidu i trenutno nestabilno finansijsko tržište u svetu i opštu ekonomsku

---

10 Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. ; The handbook of municipal bonds ; John Wiley and sons, New Jersey

stagnaciju koja prati trenutnu krizu, za investitora je veoma važno da postoji jasno utvrđen i ugovoren tok prihoda po ročnosti, strukturi i dinamici plaćanja. Svakako da u trenutnom ekonomskom stanju, ovo predstavlja pozitivnu činjenicu koja može uticati na investitora da se opredeli za kupovinu ovih hartija od vrednosti. Kao dodatni vid osiguranja svojih novčanih ulaganja, investitor ima mogućnost da kupi one municipalne obveznice koje su osigurane kod određene osiguravajuće kuće, čime se rizik gubitka uloženog kapitala još više smanjuje. Međutim, prinosi po ovim obveznicama su i nešto niži u odnosu na klasične, zbog učestvovanja još jednog subjekta u procesu emitovanja obveznica jer se povećava cena koštanja emisije, što se kasnije reflektuje i na manju kamatnu stopu.

Bez obzira na sve ukazane prednosti ovakvog vida ulaganja sredstava, i municipalne obveznice kao uostalom i druge hartije od vrednosti su vezane za postojanje određenih rizika koji se ne mogu izbeći. U delu „Municipal bonds portfolio management“ autori ovog dela<sup>11</sup> su došli do određenih konstanti koje su skupčane sa rizikom koji se pojavljuje u kontekstu municipalnih obveznica. Autori ovog rada su analizirali sve potencijale rizike vezane za municipalne obveznice i ukazali na sledeće:

- Neplaćanje ili kreditni rizik;
- Rizik kamatnih stopa;
- Rizik reinvestiranja;
- Rizik otkupa;
- Rizik volatilnosti;
- Poreski rizik i
- Rizik inflacije.

Autori ovog rada grupisali su ove rizike prema učestalosti njihovog pojavljivanja kao i njihovog sveopšteg uticaja u vezi sa postupkom emitovanja i kupovine municipalnih obveznica. Analizirajući ove moguće rizike koji se pojavljuju, jasno je da je rizik nenaplativosti duga po osnovu emitovanih obveznica najizraženiji. U ovom slučaju se moramo odmah ograditi od autora ovog teksta, jer su isti govorili o pravnom sistemu SAD gde postoji mogućnost proglašenja bankrota opština ili gradova pa samim time i nemogućnost naplate potraživanja imaoca municipalnih obveznica. U pravnim sistemima gde je predviđena ovakva mogućnost, ovo istinski predstavlja rizik za investitora. On ga može donekle ublažiti adekvatnom i nezavisnom ocenom boniteta emitenta čime bi smanjio mogućnost nastanka ove situacije. Sa druge strane, u velikom broju zemalja u tranziciji, koji u okvirima svojeg pravnog sistema još uvek nemaju predviđenu mogućnost bankrota fizičkog lica, a kamoli jedinica lokalne samouprave, ovaj rizik je u suštini marginalnog karaktera jer do nastupanja istog i ne može doći.

---

11 Fabozzi, Fabozzi, and Feldsteinn (1995)

Kada je reč o riziku **kamatnih stopa**, priroda ovog rizika ogleda se u odnosu cene i dobiti koji su u inverznom odnosu kada su u pitanju obveznice sa fiksnom kamatnom stopom (imajmo na umu da na finansijskom tržištu postoje municipalne obveznice i sa promenljivom kamatnom stopom). Samo relativno povećanje kamatnih stopa na tržištu kapitala će proizvesti domino efekat koji će prouzrokovati pad cena obveznica, ali samo onih koji se kotiraju na sekundarnom tržištu kapitala. Moramo istaći da u našem okruženju i pored skromnog broja emisija municipalnih obveznica, iste se gotovo nikad i ne nađu na sekundarnom tržištu kapitala, pa je ovaj rizik vezan za realativno razvijena tržišta municipalnih obveznica, što svakako naše nije. U suštini ovaj problem se dvostruko posmatra. Prvo ukoliko kupac obveznica iz određenih razloga mora na tržištu kapitala da proda svoje obveznice u periodu povećanih kamatnih stopa, onda će isti pretrpeti određeni gubitak usled promenjene cene obveznica. Do ove situacije će doći ukoliko su obveznice od strane investitora prodane pre roka dospeća, a nivo kamatnih stopa neposredno nakon njihove prodaje poraste. Sa druge strane, ako kamatne stope padnu, investitori će ostvariti dobit na obveznice prema izvornom prinosu<sup>12</sup>.

U zemljama sa relativno nestabilnim finansijskim tržištem, ali i sa neadekvatnom monetarnom politikom, viši nivo inflacije od projektovane, može takođe uticati na rizik investiranja u ove dužničke hartije od vrednosti. U trenucima inflatornih pritisaka i povećane inflacije dolazi do smanjenja tokova gotovog novca usled pada njegove vrednosti ali i do smanjenja kupovne moći investitora. Ukoliko dođe do povećanja stope inflacije, što je najčešći slučaj u zemljama u tranziciji sa slabom nacionalnom valutom i plivajućim kursom te valute u odnosu na referentne strane valute, cena municipalnih obveznica ima određenu tendenciju na dole. U pogledu ostalih rizika koji su navedeni, većina istih je manjeg značaja u odnosu na predhodno analiziran. S obzirom da želimo da u radu apostrofiramo što bliže ovu problematiku našem podneblju, onda i nema naročite potrebe za posebnom analizom ostalih rizika imajući u vidu da se isti uglavnom manifestuju na razvijenim tržištima kapitala odnosno tržištima municipalnih obveznica, što svakako nije slučaj sa našom zemljom i ostalim zemljama u tranziciji.

#### 4. ZAKLJUČAK

Cilj rada koji je bio postavljen u uvodnom delu je, da se putem naučnih metoda istraživanja dođe do jasnog upoređenja argumenata za i protiv ovih hartija od vrednosti. Sa stanovišta emitenta municipalnih obveznica možemo zaključiti da na osnovu argumentacije koja je u radu izneta, postoji mnogo više argumenata u korist ovakvog vida zaduživanja u odnosu na druge modalitete koji su na raspolaganju jedinicama lokalne samouprave. Posebno možemo istaći da municipalne obveznice istinski predstavljaju značajno jeftiniji i brži način zaduživanja na finansijskom tržištu čime se potvrđuje postavljena hipoteza na početku rada. Pored ovih prednosti, svakako je da transparentnost ovog procesa

---

12 Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G.; The handbook of municipal bonds; John Wiley and sons, New Jersey

kao i ograničene mogućnosti zloupotrebe finansijskih sredstava koje su dobijene na ovaj način, mogu samo pozitivno da utiču na jedinice lokalne samouprave da na ovaj način finansiraju projekte od značaja. Sa stanovišta kupaca ili investitora na finansijskom tržištu, takođe je potvrđena hipoteza rada da ove hartije od vrednosti predstavljaju u današnjim okolnostima veoma siguran vid plasiranja slobodnog kapitala. Sama sigurnost plasmana kapitala u kupovinu ovih obveznica ima i svoja ograničenja koja se manifestuju u nešto skromnijim prihodima koji se ostvaruju, ali smo mišljenja da bi usled globalne finansijske krize investitori trebali da ulažu svoj kapital u znatno sigurnije finansijske instrumente na uštrb većeg profita. Kada je reč o zemljama u tranziciji (među kojima je i R. Srbija) one moraju umnogome olakšati sam proces emitovanja municipalnih obveznica, kao i izvršiti promene u okvirima poreskih zakona kojim bi dobit od ovih obveznica bila oslobođena plaćanja poreza.

### LITERATURA:

1. Barjaktarević, S.(2007). Uloga banaka na tržištu municipalnih obveznica – primer Srbije. *Pravni život*, 56 (12), str. 985-996
2. Compton, R. W. (2009) Municipal bonds. *St. Luis*, str. 51 – 56
3. Dorit S. (1997). A comparative risk return analysis and performance evaluation of tax free municipal bond funds, *The Ohio State University*.
4. Fabozzi, F.J., i Feldstein, S.G. The handbook of municipal bonds. *John Wiley and sons, New Jersey*.
5. Freire, M., de la Torre, A., I Huertas, M. (1999). Credit rating and bond issuing at the sub national level. *The World Bank, Washington*.
6. Ignjatović S., i Pavlović R. (2009). Finansijsko tržište Srbije u funkciji finansiranja privrede i preduzeća. *Ekonomika*, 55 (3-4), str. 72-79
7. Jeremić Lj. (2007). *Mogućnosti razvoja finansijskih tržišta u Srbiji, Ekonomski vidici*. Beograd: Univerzitet Singidunum, 12 (3), str. 533-544
8. Jovanović, A., i Zakić, N. Tržište municipalnih obveznica – neka uporedna iskustva. *Ekonomika*, 54 (5-6), str. 88-100
9. Levitas, T. Uvod u kreditiranje lokalne samouprave i razvoja tržišta municipalnih obveznica u Srbiji. *Program MEGA*.
10. Mitić, A. (2008). Mogućnost emitovanja municipalnih obveznica u Srbiji i nužnost unapređenja finansijskog sistema – praktična i zakonska ograničenja. *Pravni život*, 57 (12), str. 865-876
11. Momirović, D. (2009). Municipalne obveznice – novina ili finansijska inovacija na tržištu kapitala Srbije. *Finansije*, 64 (1-6), str. 226-255
12. Paunović B. (2005). Funkcionisanje finansijskog tržišta u razvijenim zemljama - pouke za Srbiju. *Poslovna politika*, 34 (6), str. 23-24
13. Perić, M. (2011). Municipalne obveznice kao instrument decentralizacije. *Poslovna ekonomija*, 5 (1), str. 273-282
14. Petrović P. (2005). Finansijsko tržište i svetsko tržište kapitala. *Računovod-*

- stvo*, 49 (7-8), str. 74-94
15. Pirinsky, C. A., i Wang, Q. (2011). Market Segmentation and the Cost of Capital in a Domestic Market: Evidence from Municipal Bonds. *FINANCIAL MANAGEMENT*, 40 (2), str. 455-481
  16. Pop, C., i Georgescu, M. (2012). Municipal and treasury bond market segments development at Bucharest stock exchange. *Transylvanian Review of administrative sciences*, 35, str. 197-218
  17. Rose, P. S., i Marquis, M. H. (2007). Money and capital markets, *McGraw-Hill Irwin, Boston*.
  18. Schultz, P. (2012). The market for new issues of municipal bonds: The roles of transparency and limited access to retail investors. *Journal of financial economics*, 106 (3), str. 492-512
  19. Skakavac A. (2008). Funkcija, značaj, determinante i elementi finansijskog tržišta. *Poslovna politika*, 37 (1), str. 34-36
  20. Summers, G., i Nolad, T. (2008). Introduction to the U.S. Municipal bond market. *International Journal on Governmental Financial management*, VIII, str. 145-161
  21. Swianiewicz, P. (2010). The theory of local borrowing and the West-European experience in Local government borrowing – Risk and rewards. *Open Society Institute, Budapest*.
  22. *The Bond Market Association*. An investors guide to municipal bonds, New York, 2003.
  23. Totić, I. (2011). Savremeni finansijski instrumenti kao uslov funkcionisanja finansijskog tržišta. *Poslovna politika*, 40 (5-6), str. 18-23
  24. Trajković, M. (2007). *Vodič kroz municipalne obveznice*. Novi Sad.
  25. Živković, B., i Šoškić, D. (2009). *Finansijska tržišta i institucije*. Beograd: Ekonomski fakultet.
  26. Yinger, J. (2010). Municipal Bond Ratings and Citizens' Rights. *AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW*, 12 (1), str. 1-38

CIP - Каталогизација у публикацији  
Библиотека Магице српске, Нови Сад

340.134(497)(082)

**МЕЂУНАРОДНИ научни скуп “Прилагођавање правне регулативе  
актуелним трендовима у региону” (2015 ; Нови Сад)**

[Zbornik referata sa Međunarodnog naučnog skupa “Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu”, 24-26. septembar 2015, Novi Sad] / [priređio Milorad Bejatović]. - Novi Sad : Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, 2015 (Novi Sad : Feljton). - 825 str. : ilustr. ; 24 cm

Tiraž 150. - Bibliografija uz svaki rad. - Rezime na engl. jeziku uz većinu radova.

ISBN 978-86-6019-058-3

а) Правна регулатива - Усаглашавање - Балкан - Зборници  
COBISS.SR-ID 299340807