



FINANSIRANJE INVESTICIJA EMISIJOM OBVEZNICA**

Redovni profesor, dr Ljubica Nikolić*,

Vanredni profesor, dr Aleksandar Mojašević*,

Apstrakt: Obveznice kao hartije od vrednosti, jesu instrumenti koji se masovno koriste za prikupljanje novčanih sredstava, na razvijenim finansijskim tržištima. Emitenti (izdavaoci) obveznica mogu biti sva pravna lica, a kupci sva zainteresovana pravna i fizička lica. Praktično, emitent obveznica njihovom prodajom pozajmljuje novac od kupaca svojih obveznica, na određeno vreme (na koje obveznica glasi) uz obavezu vraćanja novca nakon roka dospelosti i plaćanja kamate. U nedostatku sopstvenih finansijskih sredstava, privredni subjekti mogu koristiti klasične bankarske kredite ili emitovati svoje obveznice. Finansiranje investicija bankarskim kreditima podrazumeva proceduru, troškove, neizvesnost i nametnute uslove od bankarskog sektora. Ovaj vid finansiranja jeste tradicionalan kod nas, između ostalog, i zbog nedovoljnog poznavanja prednosti finansiranja emisijom obveznica i drugih hartija od vrednosti, nerazvijenosti finansijskog tržišta, nepoverenja u emitente. Trenutno kod nas, Republika Srbija, u odnosu na ostale privredne subjekte, najviše koristi ovaj vid zaduživanja prodajući svoje obveznice na domaćem i inostranom finansijskom tržištu, čime delimično pokriva deficit u državnom budžetu, ujedno povećavajući javni dug. Rezultat ove pojave, jeste nemogućnost naše države da se finansira kreditima iz primarne emisije, kao i činjenice da je već previše zadužena kreditima. Sa druge strane, jedinice lokalne samouprave i domaća privredna društva nedovoljno koriste ovaj vid finansiranja. Cilj ovog rada jeste ukazivanje na prednosti i mogućnosti finansiranja investicija emisijom obveznica kod nas, kao i razloga zbog kojih one jos uvek nisu zastupljene u dovoljnoj meri, i pored toga što zakonska regulativa pruža takve mogućnosti a izgrađena je i nužna infrastruktura vezana za njihovu emisiju i prodaju. Poseban osvrt u radu, biće usmeren na

** Rad je rezultat istraživanja na projektu: „Zaštita ljudskih i manjinskih prava u evropskom pravnom prostoru“, br. 179046, koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

* Pravni fakultet Univerziteta u Nišu, Srbija, ljubica@prafak.ni.ac.rs

• Pravni fakultet Univerziteta u Nišu, Srbija, mojasevic@prafak.ni.ac.rs

obveznice lokalnih samouprava i javnih preduzeća. Aktuelnost rada bazirana je na činjenici, da funkcionisanje i razvoj jedinica lokalne samouprave zavisi od njihove sposobnosti da obezbede zdrave izvore finansiranja. Ključne reči: obveznice, finansiranje, investicije, lokalne samouprave.

1. Uvod

Obveznica jeste hartija od vrednosti, kojom se stvara dug na strani emitenta. To je dužnička hartija od vrednosti, čijim se emitovanjem pozajmljuje tuđi novac. Emitent (izdavalac) obveznice obavezuje se da će imaću (kupcu) obveznice, u roku njene dospelosti, isplatiti iznos njene nominalne vrednosti (iznos plaćen prilikom kupovine obveznice), i ugovorenu kamatu. Obveznica sadrži obavezu emitenta (zajmoprimca) prema imaću obveznice (zajmodavcu). Vreme dospelosti obveznice (rok dospeća) jeste vreme određeno za vraćanje pozajmljenog novca, uvećanog za kamatu. Rokove isplate glavnice i kamate određuje emitent, i oni su poznati u vreme kupovine obveznica. Prilikom definisanja iznosa nominalne vrednosti kao i ponuđene kamate, emitent vodi računa o privlačenju kupaca, pokušavajući da svoje obveznice učini atraktivnim u odnosu na obveznice drugih emitenata. Obveznice jesu prenosivi elektronski dokumenti. Emisija i trgovina obveznicama kod nas, regulisani su Zakonom o tržištu kapitala (ZTK).¹ Dematerijalizovani finansijski instrumenti registruju se, kao elektronski zapisi, na računu hartija od vrednosti u Centralnom registru, na osnovu kojih zakoniti imalac finansijskog instrumenta ima određena prava u odnosu na izdavaoca.²

Na razvijenim finansijskim tržištima, obveznice se masovno koriste za finansiranje investicija i pokrivanje dugova (Jones, 1994, p. 75-77). Emitenti obveznica mogu biti sva pravna lica, a kupci sva pravna i fizička lica. U skladu sa našim ZTK izdavalac je domaće ili strano pravno lice, kao i: Republika, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja u Republici; Narodna banka Srbije; strane države, državni organi, centralne banke, međunarodne i nadnacionalne institucije.³ Obveznice se mogu prodavati javnom ponudom ili unapred poznatim kupcima, na domaćem i inostranom tržištu.⁴

Ukoliko privrednim subjektima nedostaju sopstvena finansijska sredstva, oni mogu koristiti bankarske kredite ili emitovati hartije od vrednosti, dugoročne ili kratkoročne. Pojedine hartije od vrednosti mogu emitovati samo određeni emitenti, dok obveznice mogu sva pravna lica, i one jedine mogu biti i dugoročne i kratkoročne. Finansiranje drugim finansijskim instrumentima neće biti predmet ovog rada.

Kada privredni subjekti koriste bankarske kredite, oni prihvataju bankarske uslove, koji su definisani tako da zaštite bankarski sistem od budućih neizvesnih kretanja na finansijskom tržištu ali i od promene platežne moći korisnika kredita. Nasuprot tome, emitent obveznice sam definiše uslove svog zaduživanja (nominalnu vrednost, rokove

¹ Zakon o tržištu kapitala, *Sl. glasnik RS*, 31/11, 112/15 i 108/16

² Čl. 7. st. 1. ZTK

³ Čl. 2. st. 38. tač. 1. ZTK

⁴ Čl. 40. ZTK

Finansiranje investicija emisijom obveznica

otplate, kamatu), vodeći računa o konkurentnosti svoje obveznice u odnosu na druge ponuđene. I pored ove prednosti, finansiranje bankarskim kreditima i dalje je najzastupljeniji oblik zaduživanja kod nas. Razlog tome je što većina domaćih privrednih subjekata nedovoljno poznaje proceduru i prednost finansiranja emisijom obveznica, kao i nedovoljna razvijenost domaćeg finansijskog tržišta, i nepoverenje u domaće izdavaoce obveznica. Naplata potraživanja jeste dugogodišnji problem u našoj privredi, i jedan od razloga odvratanja od kupovine obveznica i drugih hartija od vrednosti.

Od svih domaćih privrednih subjekata, Republika Srbija trenutno najviše koristi ovaj vid zaduživanja prodajući svoje obveznice na domaćem i inostranom finansijskom tržištu. I druge države se zadužuju kreditima, kao i emisijom hartija od vrednosti, sto sve skupa povećava njihov javni dug (Abel & Bernanke, 2001, p. 579-588). Suštinsko je pitanje kako se prikupljeni novac koristi i da li se sprovodi ozbiljna politika smanjivanja javnog duga, ili se samo dug vremenski prelijeva novim zaduživanjem. Za razliku od Republike Srbije, domaće jedinice lokalne samouprave i privredna društva, nedovoljno koriste finansiranje emisijom obveznica.

Cilj ovog rada jeste ukazivanje na prednosti i mogućnosti finansiranja investicija emisijom obveznica, kao i razloga zbog kojih one još uvek nisu zastupljene u dovoljnoj mjeri kod nas, iako dugi niz godina imamo pravnu regulativu i institucije koje omogućavaju emisiju i prodaju obveznica. Aktuelnost ovog rada odnosi se na objašnjenje alternativnog izvora finansiranja domaćih privrednih subjekata, posebno jedinica lokalne samouprave čiji razvoj može biti podstaknut ovakvim vidom finansiranja.

2. Pojam i značaj obveznica

Obveznice su privlačne za štediše, jer nude kamatu višu od bankarske kamate, kao i vraćanje glavnice po dospeću. Vlasnici obveznica dobijaju kamate, nezavisno od poslovanja emitenata. Kupac može zadržati obveznicu do dospeća, ili je može prodati pre dospeća, nekom drugom licu. U uslovima savremenog tržišnog poslovanja, obveznice su postale značajno sredstvo za prikupljanje slobodnog kapitala. Izdavalac obveznice može izvršiti obavezu i pre ugovorenih rokova, ako je to predviđeno odlukom o izdavanju.

Obveznice mogu izdavati: preduzeća, banke, i druge finansijske organizacije, osiguravajuća društva, država, i druga pravna lica. Domaćim Zakonom o javnom dugu (ZJD) uređuju se uslovi, način i postupak zaduživanja Republike Srbije, jedinica teritorijalne autonomije i lokalne samouprave, Republičkog fonda za zdravstveno osiguranje, Republičkog fonda za penzijsko i invalidsko osiguranje i Nacionalne službe za zapošljavanje, javnih preduzeća i drugih pravnih lica čiji je osnivač Republika.⁵ U skladu sa ovim zakonom, zaduživanjem se smatra uzimanje kredita i emitovanje državnih hartija od vrednosti za finansiranje budžetskog deficita i deficita tekuće likvidnosti, za refinansiranje obaveza po osnovu javnog duga i za finansiranje investicionih projekata, kao i davanje garancija.⁶

U razvijenim privredama, preduzeća i država često pozajmljuju novac, emisijom i prodajom obveznica i drugih hartija od vrednosti (Boldvin & Viploš, 2010, p. 548-553).

⁵ Čl. 1. Zakona o javnom dugu, *Sl. glasnik RS*, 61/05, 107/09, 78/11 i 68/15

⁶ Čl. 2. st. 3. ZJD

Postoji više vrsta obveznica, koje emitentima pružaju različite uslove zaduživanja. Neke su *kratkoročne* (dospevaju na naplatu u periodu do jedne godine), druge su *dugoročne* (njima se novac pozajmljuje na period duži od jedne godine). Kao kompenzacija za pozajmljivanje na dugi rok, dugoročne obveznice obično imaju više kamatne stope nego kratkoročne. Kupovina obveznica povlači *kreditni rizik*, odnosno mogućnost da emitent obveznice ne izmiri svoju obavezu u potpunosti ili delimično. Emitenti mogu propustiti da vrate svoju pozajmicu, i prateću kamatu, što ponekad i čine. Kada kupci obveznica procene da je verovatnoća za neizvršavanje obaveza velika, oni očekuju više kamatne stope, kao kompenzaciju za prihvatanje ovakvog rizika. Kako država obično izvršava svoje obaveze, državne obveznice nose mali kreditni rizik, i zato se na njih plaća niža kamata. Suprotno tome, poslovanje nekih preduzeća nesigurno je, i na njihove obveznice plaćaju se visoke kamate, kao kompenzacija za rizik pozajmljivanja (Fabozzi & Fabozzi, 1989, p. 122-144). U razvijenim privredama, mnoge agencije procenjuju kreditni rizik različitih obveznica, i na osnovu tih procena, investitori donose odluku o kupovini obveznica.

Poreski tretman zarađenih kamata na obveznice utiče na njihovu kupovinu (Ljutić, 2004, p. 372-377). Kamata na većinu obveznica jeste oporezivi prihod, tako da vlasnik obveznice treba da plati porez na ostvarenu kamatu. Neke obveznice, naročito državne, mogu biti oslobođene obaveze plaćanja poreza na kamate. To je još jedan razlog, zbog čega državne obveznice nose niže kamatne stope, nego obveznice emitovane od preduzeća. Dužničke hartije od vrednosti i instrumenti tržišta novca koje izdaju domaći i strani izdavaoci mogu biti izražene u dinarima i u stranoj valuti, u skladu sa ZTK.⁷

Vasnike obveznica interesuje i cena po kojoj ih mogu prodati pre dospeća. *Tržišna cena* obveznice zavisi od kamate na obveznicu, od nominalne vrednosti obveznice, i kamatnih stopa koje se isplaćuju na slične novoemitovane obveznice. Od momenta kupovine, do dospeća obveznice, kamatne stope na tržištu mogu se promeniti. Promena tržišnih kamatnih stopa direktno utiče na cene obveznica. Ukoliko se na tržištu pojave nove obveznice, s višim kamatnim stopama, to dovodi do pada cena ranije emitovanih obveznica, pa bi, u slučaju njihove prodaje pre dospeća, vlasnici bili na gubitku. Ako dođe do pada tržišnih kamatnih stopa, porasla bi cena ranije emitovanih obveznica, i njihovi vlasnici bi, prodajom, ostvarili kapitalnu dobit.

Neki kupci obveznica spadaju u kategoriju konzervativnih, oni drže obveznice do dospeća, očekujući samo siguran prihod, u vidu kamate i vraćanja glavnice. Agresivne kupce interesuje kapitalna dobit, odnosno razlika između prodajne i kupovne cene obveznice. Što jeftinije kupe, a skuplje prodaju obveznicu, kapitalna dobit je veća. Oni ne žele da drže obveznice do dospeća, već ih kupuju i prodaju, na osnovu prognoze promena kamatnih stopa. Kad očekuju pad kamatnih stopa, aktivni kupci stupaju u akciju, i ulažu u obveznice, zbog mogućnosti povišavanja njihovih cena. Ako kamatne stope padnu, njihove obveznice dobijaju na vrednosti, i oni ih prodaju. Kada je prognoziran rast kamatnih stopa, oni ne drže obveznice, ili drže samo kratkoročne obveznice. Vlasnicima obveznica neophodno je tržište, kako bi mogli prodavati obveznice. U suprotnom, mnogi investitori ne bi kupovali obveznice, jer bi time "zarobili" svoja sredstva, u toku dužeg perioda. Investitori mogu kupiti, bilo nove

⁷ Čl. 9. st. 3. ZTK

Finansiranje investicija emisijom obveznica

obveznice, koje se emituju na primarnom tržištu, bilo već postojeće obveznice, na sekundarnom tržištu.

Najrazvijenijim tržištem obveznica u svetu smatra se američko, sa dugogodišnjom praksom i velikim brojem obveznica različitih emitenata (Mishkin & Eakins, 2005, p. 245-258). Na Njujorškoj berzi, trguje se količinom od nekoliko hiljada obveznica. Ova Berza smatra se najvećim centralizovanim tržištem obveznica, mada je sekundarno tržište obveznica pre svega OTC tržište, odnosno vanberzansko tržište, s velikom mrežom dilera, koji trguju različitim obveznicama.

2.1 Vrste obveznica

U zavisnosti od polaznog kriterijuma, obveznice se mogu podeliti u više vrsta. Prema kategorijama emitenata, možemo razlikovati *obveznice države* (ili jedinice lokalne samouprave), obveznice banaka i drugih finansijskih organizacija i obveznice privrednih društava i drugih privrednih subjekata (Vasiljević, 2004, p. 899-902). Za emisiju državnih obveznica (savezna država, republika) ne traži se saglasnost nadležnog državnog organa, dok se takva saglasnost, po pravilu, traži kad obveznice emituju drugi subjekti. Kod nas, pojednostavljena procedura izdavanja važi za obveznice (i druge dužničke hartije od vrednosti) koje izdaju Republika i Narodna banka Srbije. Državne obveznice su, po pravilu, najsigurnije, jer država obično izvršava svoje obaveze. Pošto državne obveznice nose najmanji rizik, one nose nižu kamatu u odnosu na obveznice drugih emitenata. Obveznice koje emituju lokalne vlasti (gradovi, opštine, regioni) najčešće služe za finansiranje izgradnje infrastrukturnih objekata. Na razvijenim svetskim berzama, preduzeća jesu značajni emiteni obveznica, jer one predstavljaju privlačan način za obezbeđivanje dodatnog kapitala. Njihovom emisijom preduzeća ne prenose deo vlasništva, niti pravo upravljanja, kao što je to slučaj kod emisije akcija. Kao izdavaoci obveznica, javljaju se i banke, i druge finansijske organizacije.

Prema načinu izmiravanja obaveza emitenata obveznica, razlikujemo: obveznice s kuponom, i bez njega. *Jednokratno isplative obveznice* (obveznice bez kupona), jesu takve obveznice, kod kojih je izdavalac dužan da izvrši svoju obavezu u celosti, određenog dana. Ovde nema godišnje isplate kamate, već se kamata isplaćuje odjednom, posle određenog roka, ili se, u momentu dospeća, imaocu obveznice isplaćuju i kamata, i glavnica. *Višekratno isplative obveznice* (obveznice s kuponom), podrazumevaju obavezu emitenta da vlasniku obveznice godišnje isplaćuje kamatu, sve do dana dospelosti obveznice, kao i da, na dan dospeća, vrati glavnica. Većina obveznica, na razvijenim tržištima, javlja se u ovom obliku. Poseban oblik obveznica predstavljaju one, kod kojih izdavalac nema obavezu da, o dospeću, vrati pozajmljenu sumu novca, već ima obavezu da neprekidno plaća kuponski dohodak.

U zavisnosti od postojanja obezbeđenja isplate, obveznice se dele na *garantovane i negarantovane*. Osim personalne garancije drugih subjekata, izdavalac može obezbediti i sopstvenu garanciju - imovinom. Obveznica, garantovana zalogom nepokretnosti, naziva se hipotekarna obveznica (mortgage bond), a obveznica, garantovana opštom kreditnom sposobnošću nekog subjekta, naziva se debenture.

Obveznice mogu nositi *fiksne kamate*. Budući da se iznos kamate, u uslovima inflacije, realno obezvređuje, obveznice tada mogu nositi i *varijabilne kamate*. Postoje i tzv. participativne obveznice, koje imaocu, osim kamate, daju pravo i na deo dobiti izdavaoca obveznice. Na svetskim berzama sreću se i obveznice s pravom učešća u dohotku (income bonds), kod kojih kamate nisu fiksne, već zavise od postojanja i veličine ostvarenog dohotka.

U odnosu na *mogućnost otkupa* od izdavaoca, obveznice mogu biti obveznice koje izdavalac može otkupiti i obveznice koje izdavalac ne može otkupiti.

Prema roku dospeća, obveznice mogu biti *kratkoročne* (čiji je rok dospeća kraći od godinu dana, od dana emitovanja) i *dugoročne* (čiji je rok dospeća duži od godinu dana). Kratkoročne obveznice plasiraju se na berzi novca, a dugoročne obveznice na berzi kapitala.

Obveznice mogu biti *zamenljive i nezamenljive*. Zamenljive, odnosno konvertibilne obveznice, daju imaocu mogućnost da, pod određenim uslovima, može zahtevati zamenu obveznice, za neku drugu hartiju od vrednosti. I kod nas se mogu emitovati zamenljive obveznice, zamenljive za akcije.⁸

Domaće akcionarsko društvo može, osim akcija, emitovati i druge hartije od vrednosti (obveznice, zamenljive obveznice, varante).⁹ Odluku o izdavanju obveznica, zamenljivih obveznica i varanata sa određenjem broja, vremena, cene sticanja, i drugih uslova izdavanja, donosi skupština akcionara.¹⁰

3. Značaj državnih obveznica

U razvijenim zemljama, tržište državnih obveznica veoma je razvijeno. Emisijom i prodajom hartija od vrednosti, pre svega dugoročnih obveznica, države obezbeđuju finansijski kapital za finansiranje javnih rashoda, kada su redovni javni prihodi nedovoljni. Umesto korišćenja bankarskih kredita, javni sektor se sve češće pojavljuje kao emitent hartija od vrednosti. Sa druge strane, kupovina državnih obveznica predstavlja atraktivan vid plasmana kapitala za sve investitore. Finansiranje budžetskog deficita, emisijom obveznica, može biti realizovano ukoliko u nacionalnoj ekonomiji postoji i funkcioniše tržište hartija od vrednosti, i ukoliko finansijsko poverenje u emitente nije poljuljano.

U SAD-u se, kao emitent obveznica, javlja federalna vlast. Ona emituje obveznice Ministarstva finansija, ili se javlja kao garant za obveznice federalnih agencija. I lokalne vlasti emituju hartije od vrednosti, najčešće uz saglasnost, ali bez formalne garancije od države. Kao emitenti obveznica javnog sektora javljaju se i javna preduzeća (Jones, 1994, p. 157). Ona aktivno učestvuju na finansijskim tržištima, posebno tržištima obveznica, s obzirom na to da im često nedostaju finansijska sredstva. Budući da su cene proizvoda i usluga javnih preduzeća često limitirane od države, finansijski problemi ovih preduzeća česta su pojava. Emisija hartija od vrednosti javnih preduzeća obično se reguliše posebnim propisima, i uslovljava se dobijanjem saglasnosti nadležnih državnih organa.

⁸ Čl. 262. Zakona o privrednim društvima (ZPD), *Sl. glasnik RS*, 36/11, 99/11, 83/14 i 5/15

⁹ Čl. 262. st. 1. ZPD

¹⁰ Čl. 262. st. 6. ZPD

Finansiranje investicija emisijom obveznica

Na razvijenim finansijskim tržištima, najčešće se javljaju sledeće obveznice javnog sektora:

Državne obveznice (government bonds) izdaje, i za njih garantuje, država. Emisijom državnih obveznica, obezbeđuju se novčana sredstva za pokriće budžetskog deficita. Na ovaj način, dolazi se do kapitala za finansiranje raznih investicionih i razvojnih projekata, kada redovni prihodi nisu dovoljni. Kamate od državnih obveznica mogu biti oslobođene plaćanja poreza, čime se povećava atraktivnost njihove kupovine. Kao kupci državnih obveznica, javljaju se: poslovne banke, institucionalni investitori, državne agencije, jedinice lokalne samouprave, individualni investitori i centralna banka. Rokovi dospeća državnih obveznica obično se kreću od dve godine, do 25 godina.

Obveznice vladinih agencija/korporacija (government agency/corporation bonds). Država osniva i finansira državne agencije, čiji je zadatak finansiranje delatnosti od opšteg interesa, kao što su stambena izgradnja, razvoj poljoprivrede, i slično. Najveći deo sredstava ove agencije dobijaju prodajom državnih obveznica. One su se vremenom osamostalile, i svoje poslovanje finansiraju prodajom sopstvenih obveznica, na finansijskom tržištu. Državne korporacije (železnica, pošte, i tako dalje) mogu izdavati obveznice u svoje ime, i za svoj račun, mada prilikom njihovog plasiranja uživaju državnu podršku.

Kratkoročne državne obveznice (treasury bills) izdaju vlade, radi finansiranja kratkoročnih budžetskih deficita, nastalih usled periodičnih oscilacija u naplati poreza, zatim zbog neočekivanog smanjivanja budžetskih prihoda, ili nepredviđenih budžetskih troškova. Ove obveznice, s rokom dospeća do jedne godine, spadaju u red najtraženijih kratkoročnih hartija od vrednosti, na razvijenim finansijskim tržištima. Smatraju se najsigurnijim finansijskim instrumentom, jer su kratkog roka dospeća, a država garantuje za izvršavanje obaveza. Mogućnost otplate obveznica, država garantuje svojom poreskom snagom. Zato što nose najmanji rizik, ove obveznice investitorima donose najnižu stopu prinosa, u odnosu na druge hartije od vrednosti.

Obveznice lokalnih samouprava (municipal bonds) izdaju: opštine, gradovi, regioni, i tako dalje. Najčešće se koriste za finansiranje infrastrukturnih objekata. Za razliku od korporativnih obveznica, ove obveznice donose kamatu koja je izuzeta od saveznog, a ponekad i lokalnog poreza na prihod. Na ovaj način, najčešće se finansira izgradnja objekata od javnog interesa.

Za finansiranje javnih troškova, država obezbeđuje sredstva iz poreskih prihoda, i zaduživanjem. Emisijom i prodajom kratkoročnih i dugoročnih državnih obveznica, finansira se tekući budžetski deficit, ali i refinansira javni dug, koji je dospeo za plaćanje. Finansiranje budžetskog deficita emisijom državnih obveznica, povlači i opasnost od daljeg narastanja javnog duga. Postojeći javni dug može se finansirati emisijom obveznica, ali treba platiti i kamatu na ceo dug, koji je stvoren u prošlosti, kao i na novi dug, nastao emisijom obveznica, s ciljem pokrivanja deficita iz prethodnog perioda.

Municipalne obveznice u širokoj su upotrebi na razvijenim finansijskim tržištima. One pružaju mogućnost za rešavanje dela finansijskih problema lokalnih vlasti. Ove obveznice mogu emitovati niže teritorijalne jedinice (regioni, gradovi, gradske četvrti, opštine, sela, parohije), kao i lokalne ustanove (škole, univerziteti, bolnice), i druge javne službe. Prinos

na ove obveznice oslobođen je, ili saveznog (republičkog) poreza, i/ili poreza nižih teritorijalnih jedinica. Ukoliko se njihovom emisijom i prodajom finansiraju dobra koja imaju širi društveni značaj, kao što su škole, bolnice, putevi, i slično, prinos je oslobođen svih poreza. Kada se finansiraju dobra od lokalnog značaja, kao što su sportske hale, trgovinski centri, i drugo, prinos je oslobođen poreza nižih teritorijalnih jedinica, ali ne i saveznog (republičkog) poreza. Privilegovani poreski tretman prinosa od ovih obveznica čini ih atraktivnim, u odnosu na obveznice korporacija, ali zato nose nižu kamatnu stopu jer se smatraju sigurnim hartijama od vrednosti.

3.1 Domaće državne obveznice

Država i jedinice lokalne samouprave, kao osnivači *javnih preduzeća*, snose rizik njihovog poslovanja i finansiranja. Investicioni projekti u javna preduzeća najčešće su potpomognuti, ili u celini finansirani, od države. Budući da je obično reč o velikim ulaganjima, koja javno preduzeće ne može samo da podnese, neophodno je da osnivači učestvuju u finansiranju. U uslovima budžetskog deficita, finansiranje javnih preduzeća otežano je.

Pod uticajem državne intervencije, javna preduzeća često su prisiljena da, svoje proizvode ili usluge, prodaju po nižoj ceni, čak i u slučaju da takve cene izazivaju gubitke. Te gubitke obično pokriva država. Javna preduzeća, prodajom proizvoda, ili naplatom usluga, pokrivaju deo troškova, a država nadoknađuje gubitke, nastale depresiranjem cena. Osim toga, država obezbeđuje kapital za investiranje u razvoj javnih preduzeća. Na razvijenim finansijskim tržištima, osim tradicionalnih izvora, koriste se i savremeni izvori finansiranja javnih preduzeća, upotrebom hartija od vrednosti. Isto tako, državna svojina, kao tradicionalna svojinska baza javnih preduzeća, potiskuje se, u korist privatnog vlasništva, putem privatizacije. Finansiranje javnih preduzeća, plasiranjem obveznica, predstavlja atraktivan vid finansiranja proizvodnje javnih dobara, bez obzira na svojinsku osnovu i organizacione oblike javnih preduzeća. Kao emitenti obveznica, mogu se javiti osnivači, ili samo javno preduzeće. Nažalost, ovakve mogućnosti finansiranja domaće lokalne samouprave i javna preduzeća gotovo da uopšte ne koriste.

Kao emitenti državnih obveznica, kod nas, mogu se javiti: Republika, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava, organizacije obaveznog socijalnog osiguranja, javna preduzeća.¹¹ Tek od 2005. godine, kada je usvojen Zakon o javnom dugu, omogućeno je zaduživanje jedinica lokalne samouprave na finansijskom tržištu, uz definisanje najvišeg nivoa zaduživanja. Time je stvoren pravni okvir da se domaće lokalne samouprave mogu zaduživati kreditima i emisijom dugoročnih hartija od vrednosti (municipalne obveznice), koje mogu kupovati domaća i strana pravna i fizička lica.¹² I pored ovih zakonskih mogućnosti, municipalne obveznice minimalno su zastupljene na domaćem tržištu. Isti je slučaj i sa korporativnim obveznicama. Zaduzivanje javnih preduzeća kod nas regulisano je Zakonom o javnom dugu, kojim je predviđena mogućnost da Republika, ali ne i lokalna vlast,¹³ može dati garanciju za izmirenje preuzetih

¹¹ Čl. 2. st. 38. tač. 1. ZTK

¹² Čl. 37. st. 2. ZJD

¹³ Čl. 34. st. 3. ZJD

Finansiranje investicija emisijom obveznica

obaveza javnih preduzeća.¹⁴ I pored zakonske mogućnosti, domaća javna preduzeća ne emituju obveznice. Jedino je Republika Srbija, unazad par godina, masovno koristila ovaj vid zaduživanja. Tome doprinosi i pojednostavljena procedura izdavanja finansijskih instrumenata koja se odnosi na Republiku Srbiju i Narodnu banku Srbije.¹⁵ U isto vreme, tržište obveznica, naročito obveznica javnog sektora, dominantno je tržište hartija od vrednosti u razvijenim tržišnim privredama, s velikim brojem različitih emitenata, dobro organizovanim posrednicima, s dugim rokovima dospeća, i visokim poverenjem investitora.

U toku 2016. godine na Beogradskoj berzi trgovalo se akcijama, municipalnim obveznicama i obveznicama Republike Srbije. Za razliku od prethodnih godina, kada su u prometu dominantno učestvovali akcije, 2016. godinu je obeležila potpuna dominacija trgovine obveznicama Republike Srbije. Te godine je promet obveznicama iznosio 85,5 % ukupnog godišnjeg prometa na domaćoj Berzi, što je rekordno učešće ovih finansijskih instrumenata u novijoj istoriji domaćeg tržišta kapitala. Od ukupno 86 listiranih dugoročnih obveznica RS u toku 2016. godine trgovano je sa 52 serije. Pored listiranih obveznica te godine se na Beogradskoj berzi trgovalo obveznicama i na MTP tržišnom segmentu, reč je o municipalnim obveznicama Opštine Stara Pazova, emitovanih 2015. godine, sa fiksnom kamatnom stopom od 6 % na godišnjem nivou, koje na naplatu dospevaju maja 2020. godine. U 2015. godini trgovina akcijama je obuhvatala 74 % od ukupnog prometa na domaćoj Berzi, a već naredne godine svega 14,5 %. I tokom 2017. godine nastavljen je trend dominacije trgovine obveznicama. Republika Srbija kontinuirano emituje dugoročne obveznice, koje se nalaze na Prime Listingu Beogradske berze, sa različitim rokovima dospeća i denominacijom kako u dinarima, tako i u evrima. Ove obveznice se smatraju finansijskim instrumentima sa najnižim kreditnim rizikom s obzirom na to da je garant ispunjenja obaveza Država. Kamata ostvarena po osnovu dužničkih hartija od vrednosti čiji je izdavalac Republika, ne podleže obavezi plaćanja poreza na prihod od kapitala.¹⁶

Na dan 27.2.2018. godine na Prime Listingu domaćeg regulisanog tržišta nalazile su se obveznice Evropske banke za obnovu i razvoj, kao i obveznice Republike Srbije, dok su se na MTP tržištu plasirale obveznice Grada Šapca i Opštine Stara Pazova.¹⁷ Nažalosti, ni privilegovani poreski tretman municipalnih obveznica, nije bitno privukao investitore. Domaćim zakonom je propisano da se ne plaća porez na prihode od kapitala na kamatu po osnovu dužničkih hartija od vrednosti, čiji je izdavalac Republika, autonomna pokrajina, jedinica lokalne samouprave ili Narodna banka Srbije.¹⁸

4. Zaključak

O municipalnim obveznicama gradova i opština godinama se govori, ali tek nekoliko domaćih lokalnih samouprava kapitalne projekte finansira emitovanjem hartija od

¹⁴ Čl. 16. st. 2. ZJD

¹⁵ Čl. 5. st. 1. ZTK

¹⁶ http://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI_2016.pdf

¹⁷ http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/hartije/obv

¹⁸ Čl. 65. st. 1. tač. 2. Zakona o porezu na dohodak građana, *Sl. glasnik RS*, 24/01, 80/02, 135/04, 62/06, 65/06, 31/09, 44/09, 18/10, 50/11, 91/11

vrednosti. Posle Novog Sada, Pančeva, Šapca, Stare Pazove, emisiju obveznica najavljuje i Knjaževac. Mnogo je prednosti ovakvog vida finansiranja lokalnih samouprava, zakonske i institucionalne mogućnosti postoje, kamate su povoljne, ono što, međutim, koči ovaj proces jeste nedovoljna razvijenost domaćeg finansijskog tržišta, nedovoljno poznavanje ovog vida investiranja i nepoverenje u domaće finansijske institucije. Sama procedura izdavanja obveznica nije jednostavna, posebno ona koja se odnosi na emisiju municipalnih obveznica. Lokalne samouprave treba da donesu odluku o zaduživanju (skupština grada/opštine), koja treba da bude u skladu sa njihovim potrebama i mogućnostima, i bazirana na predlogu stručnjaka iz ove oblasti. Nakon toga sledi pribavljanje mišljenja Ministarstva finansija i ocena opravdanosti zaduživanja.¹⁹ Potom sledi redovna procedura emisije koja podrazumeva izradu prospekta i njegovo odobravanje od Komisije za hartije od vrednosti, ukoliko je reč o javnoj ponudi ovih obveznica, svim zainteresovanim licima.²⁰ U slučaju privatnog plasmana, ovaj deo procedure izostaje, emitent tada zaključuje ugovore sa poznatim investitorima. Domaće lokalne samouprave mogu se zaduživati na domaćem i inostranom tržištu, u dinarima i stranoj valuti.²¹

Prvi gradovi u Srbiji koji su emitovali municipalne obveznice jesu Novi Sad i Pančevo. Novi Sad je emitovao obveznice 2011. godine, ukupne vrednosti 3.500.000.000 dinara, sa rokom dospeća od 12 godina i kamatom od 6,25 %. Pokrovitelj emisije je bila UniCredit banka. Ove obveznice su ponuđene privatnim plasmanom, unapred poznatom kupcu, sa namerom finansiranja izgradnje Bulevara Evrope i dela kanalizacione mreže. Nakon toga, 2012. godine, grad Pančevo je izdao sedmogodišnje obveznice, ukupne vrednosti 107.000.000 dinara, koje su, takođe prodate putem privatnog plasmana. Pokrovitelji emisije bili su Banka Intesa AD Beograd i Komercijalna banka AD Beograd. Grad Šabac je 2014. godine emitovao municipalne obveznice, koje je ponudio privrednim subjektima i građanima, radi finansiranja izgradnje bazena. Ovo je bila prva javna ponuda municipalnih obveznica kod nas. Vrednost emisije je iznosila 400.000.000 dinara, sa rokom dospeća od 7 godina i fiksnom kamatom od 6 %. Nakon toga je, 2015. godine, i opština Stara Pazova izdala Municipalne obveznice ukupne vrednosti 125.000.000 dinara, za finansiranje obdaništa, uređenje centra i kuglane. Građani su bili podstaknuti da finansiraju projekte značajne za njihovu lokalnu samoupravu, a bile su im ponuđene petogodišnje obveznice sa fiksnom kamatom od 6 %, što je bio veći iznos od kamata na oročenu štednju u bankama.

Sa padom kamata na bankarskom tržištu, padaju i kamate na obveznice ali su one uvek više od adekvatnih bankarskih, što jeste stimulans za potencijalne kupce obveznica. Kao garancija za isplatu obaveza po emitovanim obveznicama navodi se budžet grada (opštine), čime je uspeh emisije municipalnih obveznica u direktnoj korelaciji sa poverenjem u lokalnu vlast. Sama procedura emisije ovih obveznica podrazumeva izradu prospekta (kod javne ponude), odnosno informacionog memoranduma (kod privatnog plasmana), i tu se jasno može videti finansijsko stanje lokalne samouprave. Drugim rečima, prezaduženim lokalnim samoupravama ne bi ni bilo dozvoljeno novo zaduživanje emisijom obveznica. Nedovoljno poznavanje ovog vida plasiranja novca, jeste i razlog što naše štediše još uvek

¹⁹ Čl. 33. ZJD

²⁰ Čl. 11-33. ZTK

²¹ Čl. 34. ZJD

Finansiranje investicija emisijom obveznica

svoj novac radije čuvaju na računima u banci ili kod kuće. Sa druge strane i domaće lokalne samouprave radije se odlučuju za bankarske kredite zbog složene, i njima nedovoljno poznate, procedure vezane za emisiju obveznica.

Na razvijenim finansijskim tržištima investitori rado kupuju obveznice, posebno državne, i aktivno trguju njima pre roka dospeća. Domaće finansijsko tržište nedovoljno je razvijeno, pa čak i oni koji se odluče za kupovinu obveznica uglavnom ih čuvaju do dospeća. Municipalne obveznice Novog Sada i Pančeva prodane su unapred poznatim kupcima, putem privatnog plasmana, dok su obveznice Šapca i Stare Pazove prodane javnom ponudom i uključene na domaće regulisano tržište kapitala. Ova skromna iskustva, posebno javna ponuda municipalnih obveznica, mogu podstaći i druge lokalne samouprave da iskoriste mogućnosti ovog vida finansiranja. Na osnovu dosadašnjih iskustava, potrebno je oko tri meseca za proceduru emisije municipalnih obveznica kod nas.²² Na državi je, međutim, stimulisanje razvoja domaćeg finansijskog tržišta, povećanje efikasnosti institucija povezanih sa emisijom i prodajom hartija od vrednosti, pojednostavljivanje procedura s tim u vezi, kao i smanjenje pratećih troškova. Kod nas još uvek ne postoje specijalizovane institucije za merenje kreditnog rizika emitentata obveznica (rejting agencije), što je još jedan razlog izbegavanja kupovine obveznica. Kada je reč o korporativnim obveznicama, trenutno je u domaćem Centralnom registru hartija od vrednosti registrovano svega 10 takvih obveznica, od kojih je samo jedna dugoročna.²³

LITERATURA

- Abel, A. B. & Bernanke, B.S. (2001). *Macroeconomics*. Boston: Addison Wesley.
- Boldvin, R. & Viploš, Č. (2010). *Ekonomija evropskih integracija*. Beograd: DATA STATUS.
- Jones, C.P. (1994). *Investments analysis and management*, New York: John Wiley & Sons, INC.
- Mishkin, F. S. & Eakins, S. G. (2005). *Financijska tržišta i institucije*. Zagreb: Mate.
- Fabozzi, F. J. & Fabozzi D. T. (1989). *Bond markets, analytis and strategies*. London: Prentice-Hall.
- Vasiljević, M. (2004). *Poslovno pravo*. Beograd: Udruženje pravnika u privredi Srbije i Crne Gore.
- Ljutić, B. Ž. (2004). *Bankarsko i berzansko poslovanje*. Beograd: Magistar biznis administracija.
- Zakon o tržištu kapitala, *Sl. glasnik RS*, 31/11, 112/15 i 108/16
- Zakon o javnom dugu, *Sl. glasnik RS*, 61/05, 107/09, 78/11 i 68/15
- Zakona o privrednim društvima, *Sl. glasnik RS*, 36/11, 99/11, 83/14 i 5/15

²²http://www.exchange.org.rs/upload/Document/File/2016_03/Smernice_za_izdavanje_municipalnih_obveznica.pdf

²³ <http://www.crhov.rs/?Opcija=5&TipHartije=kratkoročne>

Zakona o porezu na dohodak građana, *Sl. glasnik RS*, 24/01, 80/02, 135/04, 62/06, 65/06, 31/09, 44/09, 18/10, 50/11, 91/11

http://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI_2016.pdf

http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/hartije/obv

http://www.exchange.org.rs/upload/Document/File/2016_03/Smernice_za_izdavanje_municipalnih_obveznica.pdf

<http://www.crhov.rs/?Opcija=5&TipHartije=kratkoročne>

FINANCING INVESTMENTS BY BONDS ISSUE

Abstract: *Bonds, as securities, are instruments that are massively used for the collection of funds in developed financial markets. The bonds issuers can be all legal entities whereas the buyers can be all interested legal and natural persons. Practically, by selling the bonds the bond issuer lends the money from the customers for a certain period of time with the obligation to return the money after the maturity date and interest payment. In the absence of own funds, business entities can use classic banking loans or issue their bonds. Financing investments by bank loans implies procedure, costs, uncertainty and imposed conditions from the banking sector. This type of financing is traditional in our country, among other things, due to insufficient knowledge of the advantages of financing investments by bonds issue and other securities issue, the underdevelopment of the financial market, and the lack of trust in the issuers. Currently, in our country, the Republic of Serbia, as compared to other business entities, uses this type of lending mostly by selling its bonds on the domestic and foreign financial markets, partly covering the deficit in the state budget, while increasing the public debt. The result of this phenomenon is the inability of our state to finance itself from the primary issue loans, as well as the fact that it is already too heavily indebted. On the other hand, local self-government units and domestic business entities do not use sufficiently this type of financing.*

The aim of this paper is to point out the advantages and possibilities of financing investments by bonds issue in our country, as well as the reasons why they are not yet sufficiently represented, despite the fact that the legislation provides such opportunities as well as the necessary infrastructure related to their issuing and selling is built. A special review will be directed to bonds of local self-government units and public enterprises. Actuality of this work is based on the fact that the functioning and development of local self-government units depends on their ability to provide healthy sources of financing.

Key words: *bonds, financing, investments, local governments.*