

ОБВЕЗНИЦЕ ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ, КАО МОГУЋНОСТ РЈЕШАВАЊА ПРОБЛЕМА ФИНАНСИРАЊА ИНВЕСТИЦИОНИХ ПРОЈЕКТА

Апстракт: Локална самоуправа је, у основи, облик управљања и одлучивања грађана у локалним заједницама. Она представља локалну власт која има одређен степен слободе, самосталности и материјалних могућности за остваривање својих изворних и уставом и законом загарантованих функција. Локална самоуправа у Републици Српској је једноступена и, у основи, монотипска, као што је била у претходној Југославији. У настојању да најлакше предброде проблеме приликом финансирања инвестиционих пројеката локалне самоуправе се суочавају са дилемом да ли пројекат финансирати позајмљеним средствима од пословних банака или емисијом серије обвезница на финансијском тржишту. Оба модела имају своје предности и недостатке. Финансирање емисијом обвезница омогућује инвеститору да иницира висину каматне стопе на позајмљена средства, али уз одговарајуће трошкове и ризике које преузима инвеститор – емитент који су везани за успјех емисије на тржишту, док финансирање пројекта позајмљивањем од пословних банака омогућава инвеститору да на једноставнији и сигурнији начин прибави неопходна средства за финансирање пројекта уз каматну стопу коју дефинише пословна банка у складу са својом пословном политиком.

Кључне ријечи: Локална самоуправа, муниципалне обвезнице, цијене обвезнице, *compound-interest* обвезнице, *multiplier* обвезнице, ризици инвестирања.

ЈЕЛ класификација: G11, G12

1. УВОД

Локална самоуправа је, у основи, облик управљања и одлучивања грађана у локалним заједницама. Она представља локалну власт која има одређен степен слободе, самосталности и материјалних могућности за остваривање својих изворних и уставом и законом загарантованих функција. Локална самоуправа у Републици Српској је једноступена и монотипска, као што је била у претходној Југославији. Општина је основна територијална јединица локалне самоуправе, која се формира за дио једног или више насељених мјеста, која чини територијалну и економску цјелину неопходну за задовољавање потреба њених становника. У циљу извршења својих надлежности општина обезбјеђује средства из својих прихода. Уколико не може да обезбиједи потребна средства за несметан рад,

¹ Мастер, Средња школа – професор економске групе предмета, Милићи, Е – mail: vajddjomla@gmail.com

недостајући дио средстава обезбјеђују се кроз буџет Републике. Систем финансирања се базира на моделу заједнице прихода и модела властитих прихода као базичним моделима (изворни и уступљени приходи), јединицама локалне самоуправе припадају јавни приходи чија је основица слабо мобилна и који су лако уочљиви, уградња елемената компететивности и подршке предузетништву јединица локалне самоуправе, финансијско изравнање се успоставља између Републике и јединица локалне самоуправе и између јединица локалне самоуправе посебно у градским заједницама, уградње елемената солидарности према економско слабијим, неразвијеним и мањим јединицама локалне самоуправе и битно се не повећавају функције јединица локалне самоуправе у односу на постојеће стање.

У настојању да најлакше предброде проблеме приликом финансирања инвестиционих пројеката, инвеститори се суочавају са дилемом да ли пројекат финансирати позајмљеним средствима од пословних банака или емисијом серије обвезница на финансијском тржишту. Оба модела имају своје предности и недостатке. Емисија обавезница на тржишту Републике Српске тек почиње да заживљава и очекује се да све већи број општина у наредном периоду одлучи за овај начин прибављања недостајућих средстава.

Обвезнице у својој основи представљају дужничке хартије од вриједности. Оне су најзначајнији облик дугорочног дуга различитих емитената у савременим тржишним привредама. Финансирање пројекта позајмљивањем од пословних банака омогућава инвеститору да на једноставнији и сигурнији начин прибави неопходна средства за финансирање пројекта уз каматну стопу коју дефинише пословна банка у складу са својом пословном политиком. Приликом узимања кредита инвеститор није у могућности да утиче на висину каматне стопе.

С друге стране, финансирање емисијом обвезница омогућује инвеститору да иницира висину каматне стопе на позајмљена средства, али уз одговарајуће трошкове и ризике које преузима инвеститор – емитент који су везани за успјех емисије на тржишти. У наставку ћемо пажњу посветити основним карактеристикама финансирања емисијом обвезница, те тржишту обвезница локалне управе на домаћем финансијском тржишту.

2. ФИНАНСИРАЊЕ ИНВЕСТИЦИОНИХ ПРОЈЕКТА ОРГАНА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ ЕМИСИЈОМ ОБВЕЗНИЦА

2.1. Основне карактеристике обвезница

Обвезница је хартија од вриједности, најчешће преносива, која доказује да је одређена сума новца позајмљена емитенту и да постоји обавеза емитента обвезнице да ту суму новца врати власнику обвезнице, назначеног дана у будућности. Такође, емитент обвезнице се изричито обавезује да власнику обвезнице плати уговорену камату у одређеним временским интервалима.

У закону о тржишту хартија од вриједности² обвезнице се дефинишу као дужничке хартије од вриједности које власнику дају право на наплату главнице и камате, односно других прихода у складу са законом и одлуком о емисији. Об-

² Закон о тржишту хартија од вриједности (Сл. гласник Републике Српске бр. 92/06).

везнице емитију корпорације, држава и органи локалне самоуправе, па се тако могу разликовати: корпоративне обвезнице, државне обвезнице и обвезнице локалне самоуправе (муниципалне обвезнице).

Обвезнице се најчешће класификују по критеријуму осигурања, тј. да ли су осигуране неким залогом или нису осигуране (Иванишевић, Красуља 2001: 366-367). Неосигуране обвезнице могу да буду сениорске и субординиране.

Сениорске обвезнице нуде својим власницима стицање права на имовину тек пошто су интереси свих осигураних повјерилаца у потпуности задовољени. Пошто власници тих обвезница имају статус општих повјерилаца, њихова емисија може да буде условљена рестрикцијом по којима се емитенту омогућава да емитује нову серију тих обвезница. Због тога емисију сениорских обвезница могу да врше само емитенти са високим и поузданим кредитним бонитетом. Конвертибилне обвезнице су у правилу сениорске обвезнице.

Субординиране обвезнице су на одређени начин подређене у односу на остале облике дугорочног дуга емитента. Власници субординантних обвезница имају секундарно право на камату и повраћај главнице из ликвидационе вриједности емитента у поређењу са свим другим општим повјериоцима, али је то право приоритетно у односу на оно које припада преференцијални и обичним акционарима. Емитовање субординирани обвезница је врло често скупљи облик финансирања за емитента јер су оне ризичнији облик улагања са становишта дугорочних повјерилаца.

Осигураних обвезница има више врста. У најзначајније осигуране обвезнице спадају хипотекарне обвезнице, обвезнице које су осигуране акцијама, и обвезнице других емитената и сл. Уговором о емисији ових обвезница, слично осигураним краткорочним и дугорочним кредитима, предвиђа се обезбјеђење дуга стављањем заложеног права на одређену имовину емитента. Уколико дужник не извршава своје обавезе које су предвиђене уговором, старалац може да ликвидира средство из колатералног обезбјеђења да би задовољио права власника обвезница.

2.2. Муниципалне обвезнице - дефиниција, карактеристике и врсте

Муниципалне обвезнице су дужничке хартије од вриједности издате од локалне власти, односно градова, општина или других локалних јединица. Њихова намјена је прикупљање финансијских средстава за изградњу локалне инфраструктуре као што су школе, болнице, цесте, канализација али и финансирање других пројеката који имају карактеристике јавних добара и/или услуга. Издавањем обвезница, локална власт позајмљује новац и обећава купцу обвезнице да ће вратити посуђену главницу с припадајућим каматама. Обично се камата исплаћује периодично, најчешће полугодишње. Главница се најчешће исплаћује по доспијећу, али могућа је и периодична исплата. У већини држава постоје порезне олакшице за купце локалних обвезница. Оне се првенствено односе на зарађену камату.

Муниципалне обвезнице, осим порезних олакшица, нуде инвеститорима многе друге погодности. Прије свега, инвеститор остварује атрактивну камату, по могућности ослобођену од порезних давања. Ако не постоје порезне олакшице на камате, углавном је принос опет већи него да се уложило у друге финансијске

облике као депозит и сл. Камата се исплаћује у једнаким раздобљима, обично полугодишње, што значи да је готовински ток предвидив, односно познат унапријед. Муниципалне обвезнице су издате од (локалне) власти па тиме за инвеститора носе висок степен сигурности наплате потраживања. Због истог разлога, уз сигурност, имају и висок степен утраживости. Уз камату, постоји и могућност капиталног добитка уколико се обвезница прода на секундарном тржишту. Муниципалне обвезнице могу бити краткорочне и дугорочне.

Краткорочне обвезнице се обично називају *ноте*. Краткорочне ноте обично имају рок доспијећа до годину дана, док дугорочне обвезнице имају рок доспијећа дужи од годину дана. Краткорочне муниципалне ноте издаје локална власт како би пребродила тренутну неликвидност. Локална власт издаје ноте кад је прилив, односно готовински ток прорачунских прихода, нередован било да се ради о порезима, донацијама или неким другим приходима локалних прорачуна.

Дугорочне муниципалне обвезнице првенствено служе за финансирање локалних јавних добара. У основи разликујемо двије врсте таквих обвезница:

1. опште обвезујуће обвезнице и
2. обвезнице које носе приход.

Опште обавезујуће муниципалне обвезнице карактерише општа обавеза издаваоца за враћањем дуга, односно и главница и камата могу бити подмирене из било ког извора прихода јединице локалне управе. Будући да локална власт гарантује свим својим приходима, посебно порезним, одлуку о задужењу може донијети једино скупштина локалне јединице или се расписује јавни референдум. Зато се за такве обвезнице каже да су *voter-approved*. За улагача су такве обвезнице најсигурније. То произлази из саме чињенице да локална власт гарантује свим својим приходима.

Муниципалне обвезнице које носе приход издају се са сврхом остварења прихода од појединог пројекта. Ти пројекти могу бити нпр. изградња цеста, мостова, канализација и сл. Главница и камата се враћају из прихода које остварује објекат, изграђен на основу претходног задуживања. Тако нпр. наплата цестарине може враћати позајмљена средства по издатим обвезницама. Постоји неколико група муниципалних обвезница с посебним инвестицијским могућностима. Једна од њих су осигуране муниципалне обвезнице. Оне омогућују инвеститору већу сигурност и мањи ризик наплате дуга тако да осигуравајуће друштво гарантује да ће исплатити припадајућу главницу и камату ако она по доспијећу није плаћена од примарног дужника, односно локалне заједнице. Постоје обвезнице које не носе фиксну каматну стопу. Каматна стопа се периодично рекалкулира према кретању неке референтне каматне стопе. На примјер, у САД-у то је често каматна стопа на трезорске записе. У ту групу спадају муниципалне обвезнице с промјењивом и пливајућом каматном стопом. Постоје муниципалне обвезнице које не носе камате него се продају уз „дубоки“ дисконт. У ту групу се убрајају обвезнице без купона, *compound-interest* обвезнице и *multiplier* обвезнице. Оне су привлачне за улагаче који су оријентисани на дугорочну акумулацију капитала. Као посебну инвестициону могућност, обвезница може садржавати опцију која инвеститору омогућује поврат главнице на његов захтјев и прије доспијећа. На тај начин улагач се ослобађа ризика обезвређивања инвестираног капитала, садржаног у

вриједносним хартијама с фиксном каматном стопом. Такве обвезнице се зову *пут обвезнице*.

Да би се инвеститор одлучио за куповину (муниципалне) обвезнице, прво око чега се брине јест сигурност наплате његових потраживања, односно могућност локалне јединице да на вријеме изврши своје обвезе. У ту сврху издавачи обвезница објављују многа финансијска извјештавања. Постоји и други начин процјене ризика емитента обвезница. Многе су обвезнице рангиране према ризику од специјализованих свјетских агенција као *Moody's Investors Service, Standard & Poor's i Fitch Ratings*.

2. 3. Законодавни оквир задуживања општина у Републици Српској

Задуживање и давање гаранција општина у Републици Српској регулисано је Законом о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске („Службени гласник Републике Српске“ број 30/07 од 20.04.2007. године) који је усаглашен са Законом о задуживању, дугу и гаранцијама Босне и Херцеговине („Службени гласник Босне и Херцеговине“ број 52/05 од 02.08.2005. године).

Ограничења задужења општина регулисано је члановима од 48 до 50. Законом о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске. Члан 48 Закона о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске: Општина се може задужити само ако у периоду стварања дуга *укупан износ који доспјева на отплату, по предложеном дугу и цјелокупном доспјелом неизмиренем постојећем дугу, у било којој наредној години не прелази 18% износа њених редовних прихода остварених у претходној фискалној години.*“

Чланом 51 Закона о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске регулисана је процедура задуживања општина, која се састоји у сљедећим корацима:

- општина се може задужити само ако скупштина општине донесе одлуку о задужењу;
- објављивање обавјештења да ће на наредној сједници бити разматрана одлука о задужењу најмање 15 дана прије датума одржавања сједнице скупштине у једном дневном листу који излази на територији општине и званичној интернет презентацији;
- одлука о задужењу у року од 10 дана од њеног доношења доставља се Министарству финансија Републике Српске.

Чланом 52 Закона о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске дефинисано је да дуг општине може настати путем:

- кредитног споразума,
- емисије хартија од вриједноисти.

Чланом 55 ст. 2 Закона о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске регулисана је намјена задужења: "Општина се може дугорочно задужити за:

- а) финансирање капиталних инвестиција,
- б) рефинансирање неисплаћеног дугорочног дуга који је настао у складу са тачком а) овог става."

Чланом 57 Закона о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске дефинисано је кориштење средстава:

"(1) Кредитна средства могу се користити само за намјену за коју су одобрена.

(2) На основу одлуке скупштине општине кредитна средства могу се привремено инвестирати прије њихове намјенске употребе, у складу са законом који уређује инвестирање јавних средстава."

Члан 71 Закона о задуживању, дугу и гаранција Републике Српске гласи: "У прелазном периоду од три године од дана ступања на снагу овог закона, општина је дужна прибавити одобрење Министарства финансија за свако ново задужење које има за посљедицу да будуће годишње отплате по укупном задужењу не прелазе 10% редовних годишњих прихода општине у било којој фискалној години."

2.4. Обвезнице органа локалне самоуправе на тржишту Републике Српске

Емисију и прометовање обвезница омогућава Закон о тржишту хартија од вриједности Републике Српске и правни акти као што су Статут и правила трговања Бањалучке берзе хартија од вриједности.

Законом о тржишту хартија од вриједности, који је усвојен у Народној скупштини Републике Српске крајем 2006. године, дефинисани су појам, врста и обавезни елементи хартије од вриједности, емитент хартија од вриједности, те стицање, пренос, ограничења права и права трећих лица на хартије од вриједности. Овим Законом се хартије од вриједности дефинишу као преносива исправа у нематеријализованом облику – електронском запису, емитована у серији на основу које власници остварују права према емитенту у складу са Законом и одлуком о емисији.

Такође, Законом је прецизно дефинисан поступак емисије хартија од вриједности, било да се ради о јавном или приватном пласману хартија од вриједности, као и послови са хартијама од вриједности и овлашћени учесници на тржишту хартија од вриједности.

До априла 2009. године двије јединице локалне самоуправе су покренуле поступак емисије обвезница како би прикупљеним средствима финансирани објекте од локалног значаја.

Општина Лакташи је у поступку емисије обвезница у номиналном износу од 10 милиона КМ. Новчаним средствима прикупљеним првом емисијом обвезница јавном понудом, финансираће се изградња инфраструктурног објекта – спортске дворане у Лакташима капацитета преко 3.000 гледалаца.

Ове обвезнице представљају неосигуране, директне и безусловне обвезнице општине Лакташи, међусобно су равноправне и једнаког су ранга са свим другим и садашњим и будућим неосигураним обвезницама у општини Лакташи, осим обавеза које имају првенство на основу важећих законских прописа.

Обвезнице ће бити ануитетне, што значи да ће се главница са припадајућом каматом исплаћивати полугодишње у периоду од 6 година од дана регистрације емисије у Централном регистру хартија од вриједности Републике

Српске. Општина ће продавати обвезнице по појединачној номиналној вриједности која износи 100,00 КМ.

Обвезнице ће носити камату на неотплаћени дио главнице по фиксној каматној стопи од 5,75% годишње. С обзиром на то да купони доспијевају на наплату два пута годишње, камата ће се исплаћивати полугодишње, а каматна стопа купона обвезница је 2,875% (на неотплаћени дио главнице).

Предвиђена је и валутна клаузула (прерачун КМ у евро, односно евра у КМ) по средњем курсу, а према курсној листи Централне банке БиХ на дан промјене курса. Обавезе по основу емисије обвезница исплаћиваће се из буџета општине Лакташи по доспијећу емисије.

Комисија за хартије од вриједности Републике Српске одобрила је почетком марта 2008. године, граду Бањалуци проспект за прву емисију обвезница јавном понудом. Вриједност емисије обвезница је 7.000.000,00 КМ (700 обвезница номиналне вриједности од по 100,00 КМ), док каматна стопа износи 5,75%. Рок доспијећа ових обвезница је три године. Средства прикупљена емисијом обвезница биће искоришћена за изградњу моста преко ријеке Врбас. Одлука о првој емисији обвезница јавном понудом је од великог значаја за град Бања Луку, узимајућу чињеницу да је циљ прикупљања новца финансирање инфраструктурног пројекта на јефтинијој и приступачнијој начин у односу на подизање банкарских кредита.

У плану је емисија обвезница општина Бијељина, Шамац, Градишка. Без обзира на све позитивне ефекте које нуди овакав начин финансирања пројекта од локалног значаја, треба напоменути да ће овакав вид финансирања моћи да користе само општине које испуњавају услове предвиђене Законом о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске.³ Законом је прописано да се општина може задужити само ако, у периоду стварања дуга укупан износ који доспијева на отплату по предложеном дугу и цјелокупном доспјелом постојећем неизмиренем дугу, у било којој наредној години не прелази 18% износа њених редовних прихода остварених у претходној фискалној години.

Продајна цијена и начин њеног утврђивања

Продајна цијена Обвезница је најчешће 100,00 КМ по обвезници, а цијена по којој купци уписују и уплаћују обвезнице се утвђује по методи континуиране јавне понуде (вишеструке цијене), по правилима Бањалучке берзе.

Обрачун камате

Обвезнице ће носити камату на неотплаћени дио главнице по непромјенљивој каматној стопи годишње. Каматна стопа рачунаће се као годишња каматна стопа обвезница подјељена с учесталосту исплате камате по доспјелим купонима из обвезница на годишњем нивоу. С обзиром да купони доспијевају два пута годишње на наплату, камата ће се исплаћивати полугодишње, а каматна стопа

³ Законом о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске (Сл. Гласник Републике Српске бр. 30/07).

купона обвезница је 50% годишње каматне стопе (на неотплаћени дио главнице). За обрачун стечене камате из обвезница, узимаће се стварни број дана у раздобљу за које се обрачунавају камате, односно, за раздобље од, и укључујући, дан доспијећа задње камате по доспјелом купону до, али не укључујући дан доспијећа слједеће камате по доспјелом купону.

Исплата главнице и камате

Исплата главнице и камате ће се извршити најкасније у року петнаест дана од дана доспијећа купона. У случају кашњења исплате камате и припадајућег дијела главнице емитент је обавезан да плати затезну камату. Дан доспијећа главнице и камате по обвезници ће се рачунати од дана уписа емисије обвезница у Централном регистру хартија од вриједности Републике Српске.

Примјер исплате главнице и камате:

Ако датум уписа у Централни регистар буде 10.04.2009. године, онда ће се главница и камате исплаћивати по слједећем плану: прва исплата главнице и камате биће 25.10.2009. за раздобље од и укључујући датум регистрације 10.04.2009. године до, али не укључујући 10.10.2009. године. Слједећи купони исплаћиваће се полугодишње и то:

- 25.04.2010. за раздобље од и укључујући датум 10.10.2009. до, али не укључујући 10.04.2010. године,
- 25.10.2010. за раздобље од и укључујући датум 10.04.2010. до, али не укључујући 10.10.2010. године,
- 25.04.2011. за раздобље од и укључујући датум 10.10.2010. до, али не укључујући 10.04.2011. године,
- 25.10.2011. за раздобље од и укључујући датум 10.04.2011. до, али не укључујући 10.10.2011. године,
- 25.04.2012. за раздобље од и укључујући датум 10.10.2011. до, али не укључујући 10.04.2012. године,
- 25.10.2012. за раздобље од и укључујући датум 10.04.2012. до, али не укључујући 10.10.2012. године,
- 25.04.2013. за раздобље од и укључујући датум 10.10.2012. до, али не укључујући 10.04.2013. године,
- 25.10.2013. за раздобље од и укључујући датум 10.04.2013. до, али не укључујући 10.10.2013. године,
- 25.04.2014. за раздобље од и укључујући датум 10.10.2013. до, али не укључујући 10.04.2014. године,
- 25.10.2014. за раздобље од и укључујући датум 10.04.2014. до, али не укључујући 10.10.2014. године,
- 25.04.2015. за раздобље од и укључујући датум 10.10.2014. до, али не укључујући 10.04.2015. године.

Удио недоспјеле главнице у номиналном износу хартије од вриједности (pool фактор) представља коефицијент којим се номинални износ хартије од вриједности своди на износ недоспјелог дуга. При доспијећу дијела главнице власницима обвезница исплаћује се износ главнице који је пропорционалан количини хартије од вриједности у власништву. Номинални износ хартије од вриједности уписан на власничкој позицији неће се смањити смањивањем износа недоспјелог дуга, већ ће се удио недоспјеле главнице у номиналном износу хартије од вриједности (pool фактор) смањити за омјер исплаћеног дијела главнице у односу на укупни номинални износ хартије од вриједности.

Удио недоспјеле главнице у номиналном износу хартије од вриједности (pool фактор) приказује се као децималан број, који не може бити мањи од 0 нити већи од 1. Неотплаћени дио главнице и pool фактор рачунају се на сљедећи начин.

Неотплаћени дио главнице = номинална вриједност емисије * pool фактор

Почетни pool фактор = 1

Почетни pool фактор је ефективан до датума прве исплате дијела главнице. Након датума прве исплате дијела главнице, pool фактор за наведено раздобље рачуна се на сљедећи начин:

Pool фактор у текућем раздобљу = pool фактор у претходном раздобљу умањен за постотак главнице који је отплаћен на датум посљедње исплате дијела главнице.

Кашњење с исплатом камате

У случају кашњења исплате купона из обвезница, емитент ће платити законску затезну камату од задњег дана исплате купона (петнаест дана од дана доспијећа) до дана стварне исплате. Законска затезна камата, обрачунава се сљедећом формулом:

$$K = \frac{S \times p \times n}{100} \quad (3.6.)$$

K - затезна камата,

S - износ доспјеле, а неисплаћене камате,

p - стопа затезне камате,

n - број година.

При обрачуна затезне камате за обрачуноско раздобље краће од године дана примјењује се календарски број дана за ту годину и користи се сљедећа формула:

$$K = \frac{S \times p \times d}{36\,500} \quad (3.7.)$$

односно за преступну годину:

$$K = \frac{S \times p \times d}{36\,600} \quad (3.8.)$$

K - затезна камата,
S - износ доспјеле, а неисплаћене камате,
p - стопа затезне камате,
d - број дана.

Кашњење с исплатом главнице обвезница

У случају кашњења плаћања главнице из обвезница, емитент ће платити законску затезну камату од дана доспијећа главнице до дана стварне исплате. Законска затезна камата, коју емитент плаћа инвеститорима на основу извода о власницима обвезнице Централном регистру хартија од вриједности Републике Српске, обрачунава се посредством сљедеће формуле:

$$K = \frac{S \times p \times n}{100} \quad (3.9.)$$

K - затезна камата,
S - износ доспјеле, а неисплаћене главнице,
p - законска стопа затезне камате,
n - број година.

При обрачуну затезне камате за обрачунско раздобље краће од године дана примјењује се календарски број дана за ту годину и користи се сљедећа формула:

$$K = \frac{S \times p \times d}{36\,500} \quad (3.10.)$$

односно за преступну годину:

$$K = \frac{S \times p \times d}{36\,600} \quad (3.11.)$$

K – затезна камата,
S - износ доспјеле, а неисплаћене главнице,
p – законска стопа затезне камате,
d - број дана.

Пријевремени откуп обвезница

Општина може, у било које вријеме, откупити обвезнице по било којој цијени на тржишту или на други начин, под условом да, у случају куповине јавном понудом, таква понуда буде доступна свим власницима обвезница и да таква понуда буде у складу са законским одредбама.

Ниједан власник обвезница није дужан прихватити понуду емитента нити је дужан продати емитенту било који износ којим располаже. За износ обвезница које је емитент откупио прије датума исплате дијела главнице може се умањити износ неотплаћених обвезница на сљедећем датуму отплате главнице. Власници обвезница су сагласни да тако откупљене обвезнице општина може у сваком тренутку поништити без њихове претходне сагласности.

Права садржана у обвезницама и ограничења тих права

Основно право власника обвезнице је исплата номиналне вриједности главнице и камате. Ниједан власник нема право тражити пријевремено доспијеће обвезница.

Начин утврђивања цијене обвезнице на секундарном тржишту

Обвезнице ће бити уврштене на Службено берзанско тржиште Бањалучке берзе, и секундарна трговина обвезницама ће се вршити на Бањалучкој берзи. Цијена обвезница засниваће се на тзв. „чистој цијени“, што значи да не обухвата стечену камату. Цијена ће се изражавати у процентима од номиналне вриједности обвезнице. Плаћање по обављеној куповини обвезница на Берзи обавља ће се према цијени по којој се трговало, увећаној за стечену камату за раздобље од задње исплате камате по доспјелом купону па све до дана поравнања посла закљученог на берзи (Т+3), не укључујући дан поравнања посла.

Примјер секундарне трговине:

- Регистрација обвезница у Централном регистру 10.04.2009. године;
- Трговина се обавља 12.04.2009. године, а салдирање 15.04.2009. године;
- Цијена на берзи 100%;
- Чиста цијена 100 КМ;
- Припадајућа камата 0,08 КМ;
- Укупан износ трансакције 100,08 КМ.

Начин исплате главнице и камате

Обрачун и поравнање у секундарној трговини обвезница врши Централни регистар хартија од вриједности Републике Српске а.д. Бањалука. Ануитети који садрже камату и припадајући дио главнице ће се исплаћивати најкасније у року петнаест дана од дана доспијећа ануитета.

Пословна банка код које Општина има отворен жиро рачун ће средства примљена од општине на име камате и главнице, на основу извјештаја о броју обвезница у власништву сваког инвеститора уплатити на његов рачун путем платног система. Уколико је дан доспијећа главнице, камата или других износа

који произлазе из обвезница нерадни дан, исплата ће се вршити првог наредног радног дана. Радни дан је дан који је утврђен као радни дан Централног регистра хартија од вриједности Републике Српске, пословних банака и девизног тржишта који обављају исплату у Републици Српској и Босни и Херцеговини.

Ризици инвестирања уопштено

Приликом улагања у обвезнице, инвеститор, у складу са властитим преференцијама односа ризика и приноса из улагања, свјесно преузима поједине врсте ризика. При разматрању улагања у обвезнице општине, потенцијални инвеститор требало би узети у обзир и факторе ризика изложене у наставку, али се инвеститор упућује на властиту оцјену и суд о финансијском положају општине, условима издања, као и осталих фактора и информација које могу утицати на успјешност издања.

Политички ризик

Политички ризик поједине државе укључује све ризике повезане с могућом политичком нестабилношћу, укључујући цјеловитост државе као такве. Узимајући у обзир тренутне унутрашње и спољнополитичке односе и политике Босне и Херцеговине, може се закључити да је Босна и Херцеговина парламентарна демократија чији је главни спољнополитички циљ чланство у Европској унији којег заступају све парламентарне политичке партије.

Уз то што политички ризик зависи о односима Босне и Херцеговине са сусједним државама и свијетом, тај ризик зависи и од процеса транзиције на тржишну економију. За државе које се налазе у процесу транзиције карактеристичан је повећан политички ризик који зависи од односа законодавне, извршне и судске власти, те синдиката, али и односа између заједничких органа, институција Републике Српске и административне службе. Политички и општи друштвени ризик својствен је свим дијеловима једног друштва и на њега се по правилу из перспективе појединца не може индивидуално утицати.

Ризик пореских прихода

Ризик пореских прихода садржан је у врсти и висини пореских прихода који су законски утврђени као извори финансирања јединица локалне самоуправе, што значи да приходи града зависе од: законски утврђених извора и нива привредних активности на које се утврђени порези обрачунавају. Значајне промјене у једним од ова два фактора, уз претпоставку непромијењених расхода могу довести до настанка дефицита буџета општине.

Каматни ризик

Каматне стопе овог издања прилагођена су нивоу каматних стопа на банкарском тржишту у БиХ. Општина нема утицаја на понашање каматних стопа на тржишту, тако да раст каматних стопа на тржишту може проузроковати пад цијена овог издања, што може негативно утицати на инвеститоре. Исто тако, пад каматних стопа на тржишту може довести до раста цијена, што ће имати имати позитиване ефекте на инвеститоре.

Оперативни ризик

Оперативни ризик (информациони системи, процедуре, људски фактор, документација) произлази из дневног пословања општине. Општина је константно изложена овом ризику.

Кредитни ризик

Иако општине у Републици Српској немају кредитни рејтинг добијен од неке од водећих свјетских рејтинг агенција, на цијену овог издавања могла би утицати промјена кредитног рејтинга Босне и Херцеговине. Промјене ће зависити у највећој мјери од макроекономских кретања у домаћој економији, а у случају појаве буџетског дефицита у билансу текућих трансакција, могло би довести до ревизије постојећег инвестицијског кредитног рејтинга Босне и Херцеговине, а затим и до његовог снижавања, што би за посљедицу имало пад цијена свих дужничких хартија од вредности.

Тржиште хартија од вриједности РС

Тржиште капитала Републике Српске и БиХ карактерише доминантно присуство власничких хартија од вриједности насталих у процесу приватизације, непостојање издања општинских и државних обвезница, као ни инструмената тржишта новца изданих од стране Централне банке БиХ.

Ово имплицира да за емисију обвезница општине не постоји референтна хартија од вриједности, као ни референтни принос. Ограничавајући фактор јесте величина тржишта, слаба ликвидност за постојеће инструменте, непостојање већег броја домаћих институционалних инвеститора.

Виша сила

Под појмом виша сила подразумијевају се догађаји који имају негативан утицај на пословање емитента као што су:

1. рат – инвазија, дјеловање спољног непријатеља, терористичко дјеловање, непријатељства (без обзира да ли је рат објављен или није), грађански рат, побуна или устанак непријатеља Републике Српске и Босне и Херцеговине;
2. појава епидемије којом су погођени грађани и радници општине;
3. без ограничења случајеви као што су: земљотреси, торнада, оркани, поплаве, пожари, а изузев предвидивих и уобичајних климатских и природних појава које узрокују оштећења или уништења;
4. битан застој у раду као посљедица судских налога, забрана или сличних налога које су добиле треће стране;
5. колективни радни спорови, штрајкови или радње демонстраната, осим када утичу на односе између општине и њених радника.

Валутни ризик

Конвертибилна марка (КМ) као званична валута у БиХ је везана за евро. Централна банка Босне и Херцеговине одржава монетарну стабилност у складу са

„*Currency board*“ аранжманом (1 КМ = 0,51129 евро, односно 1 евро = 1,95583) што значи да издаје домаћу валуту уз пуно покриће у слободним конвертибилним девизним средствима по фиксном курсу (1 КМ = 0,51129 евро) односно (1 евро = 1,95583).

3. ЗАКЉУЧАК

Ефикасно управљење буџетом локалне самоуправе представља једно од важнијих проблема у једној локалној заједници. Да би уопште могли извршавати све функције које додијелене локалној заједници, потребно је адекватно познавати буџет као један од важнијих аката локалне заједнице. Самим тим и управљање јавном потрошњом, као и израда механизма који ће осигурати ефикасну употребу јавних ресурса, представља изазов за локалну заједницу.

Од суштинске су важности специфичне мјере у три области ради осигурања ефикасне јавне потрошње :

1. пажљива остварење прихода и адекватно покривање расхода,
2. ефикасније управљање буџетом, укључујући модерно рачуноводство,
3. рефому државне, односно јавне управе.

Органи локалне самоуправе имају могућност да кроз издавање тзв. муниципалних обвезница прибаве неопходна средства за улагање у локалну инфраструктуру и друге пројекте, а ова врста хартија од вриједности веома често је високо рангирана код инвеститора, с обзиром на релативно низак ризик неиспуњавајна обавеза од стране издаваоца – тј. локалне самоуправе. Предност муниципалних обвезница, са аспекта локалне самоуправе, свакако је нижа цијена у односу на друге форме финансирања.

Као и друге обвезнице, муниципалне обвезнице предстаљају хартије од вредности чији издавалац се обавезује да ће о року доспијећа платити купцу позајмљени износ са припадајућом каматом. Назив муниципалних обвезница долази управо од њихове главне карактеристике – а то је да их издају органи локалне самоуправе. Приликом примарне, тј. прве продаје обвезница, издавалац прикупља неопходна средства, а заинтересовани инвеститори их купују, уз одговарајући дисконт (по нижој цијени од номиналне), очекујући да о року доспијећа добију цио номинални износ, и на тај начин остваре принос кроз разлику између дисконтоване и номиналне цене. Секундарна цијена продаја обвезница обавља се на организованом тржишту (берзи), гдје тренутна тржишна цијена зависи од понуде и тражње за тим хартијама.

Муниципалне обвезнице могу се издавати за покривање дефицита буџета локалне самоуправе, за финансирање пројеката који не доносе приход или за финансирање пројеката који доносе приход. У принципу, изложеност ризику је већа код обвезница које се односе на приходне пројекте, али се ово умањује осигуравањем хартија од вриједности. Конкретна намјена средстава прикупљених кроз појединачну емисију муниципалних обвезница опредељена је одлуком о емисији, а поред покрића буџетског дефицита, најчешће је у питању изградња. Према домаћој регулативи, купци муниципалних обвезница могу бити држава и

финансијске институције (банке, осигуравајућа друштва и пензиони и инвестициони фондови). У светској пракси, најчешћи купци ових хартија од вредности управо и јесу разне институције, али је чињеница да се тражња за овим хартијама од вриједности понекад јавља и од стране физичких лица, посебно у случају мање номиналне вриједности обвезница, што је случај и у домаћем законодавству.

Предности задуживања кроз емисију обвезница у односу на класичан банкарски кредит се са аспекта локалне самоуправе огледа прије свега у нижој каматној стопи. Истовремено, изложеност јавности резултује и у повећаној одговорности носилаца власти и пажљивијој евалуацији пројеката. Користи од финансирања путем муниципалних обвезница преносе се даље и на окружење, кроз подизање стандарда живота и стварање основе за развој реалног сектора који учествује у реализацији пројеката. Са аспекта инвеститора, муниципалне обвезнице доносе релативно мали ризик и пореске олакшице, што их чини атрактивним финансијским инструментом. Процедура емисије муниципалних обвезница, према домаћем законодавству подразумијева на првом мјесту одлуку надлежног органа локалне самоуправе о задужењу кроз емисију обвезница. Након што Министарство финансија изда одобрење за задужење, слиједи отварање емисионог рачуна у Централном регистру, као и други неопходни поступци према Централном регистру. Сљедећи кораци су поступци пред Комисијом за хартије од вриједности, која издаје одобрење проспекта за дистрибуцију хартија од вриједности. Слиједе јавни позив за упис и уплату обвезница, а као посљедњи корак долази и захтјев за укључење на тржиште берзе. Законска регулатива прописује да ниво задужења органа локалне самоуправе не може бити већи од максимално 18% буџетских прихода из претходне године, као и да износ главнице и камате по свим основама дугорочног задуживања не може бити већи од 18%. Потенцијални трошкови емисије муниципалних обвезница би у пракси требало да буду мањи од 1% обима емисије.

До сада, у Републици Српској су се двије општине (Лакташи и Бањалука) одлучиле на прибављање средстава путем емисије муниципалних обвезница. Иако су ефекти ових хартија од вриједности већ доказани на светским финансијским тржиштима, остаје да се види када ће се друге општине и градови у Републици Српској определијелити да на овај начин наступе на тржишту капитала и опробају се у финансирању пројеката путем обвезница.

ЛИТЕРАТУРА

1. А. Вигвари, Б. Раичевић и З. Брњас, *Основи теорије државног буџета и финансијски послови самоуправа*, Европски покрет у Србији, Београд и Прометеј, Нови Сад, 2003.
2. Божидар Раичевић: *Јавне Финансије*, Економски факултет, Београд, 2005.
3. Бранко Васиљавић, *Основе финансијског тржишта*, друго измијењено и допуњено издање, Принцип, Београд 1999.
4. Бошко Живковић, Дејан Шошкић, *финансијска тржишта и институција*, друго издање, Економски факултет, Београд, 2007.
5. Милорад Иванишевић, Драган Красуља, *Пословне финансије*, Економски факултет Београд 2001.
6. J. Stiglitz, *Економија јавног сектора*, Економски факултет, Београд, друго издање, 2008.
7. Mishkin. S. Frederik, *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, 7. издање, Дата статус Београд 2006.
8. Др Миливој Крчмар, *Финансијска математика*, Сарајево, 2002.
9. Ново Плакаловић, *Монетарна економија*, Економски факултет Источно Сарајево, 2005.
10. Р. Мусgrave, *Теорија јавних финансија*, Научна књига, Београд, 1973.
11. *Закон о буџетском систему Републике Српске*, „Службени гласник Републике Српске“ број: 96/03, 14/04, 67/05, 34/06.
12. *Закон о локалној самоуправи*, „Службени гласник Републике Српске“ бр. 101/04, 42/05, 118/05.
13. *Закон о тржишту хартија од вриједности* („Службени Гласник Републике Српске“ бр. 92/06.)
14. *Закон о утврђивању и преносу права располагања имовином на јединицу локалне самоуправе* „Службени гласник Републике Српске“ бр. 70/06.
15. *Законом о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске* („Службени Гласник Републике Српске“ бр. 30/07).
16. *Правилник о финансијском извјештавању за кориснике прихода Буџета Републике, општина, градова и фондова*, „Службени гласник Републике Српске“ број: 56/04, 62/04, 11/05.

Коришћени интернет сајтови:

www.bih-rss.net
www.biznis.ba
www.blberza.com
www.capital.ba
www.irbrs.net
www.komorars.ba

Mladen Vidović

LOCAL GOVERNMENT BONDS, AS A POSSIBILITY OF SOLVING THE PROBLEMS OF FINANCE INVESTMENT PROJEKTS

Summary: *The municipal community is basically a form of management and decision-making of the people living in the municipal community. It is a local government that has a certain degree of freedom, independence and material capabilities to achieve its original functions determined by the constitution and the law. The municipal community in the Repulika Srpska is single and monotypic in its basis, the same as it was in the former Yugoslavia. In an effort to overcome most easily the problems with financing the investment projects, the municipal community faces the dilemma of whether to finance the projects with the funds borrowed from the commercial banks or by issuing a series of bonds on the financial market. Both models have their advantages and disadvantages. Financing by issuing bonds allows the investor to initiate the interest rate on the borrowed funds but with the corresponding costs and risks overtaken by the investor – issuer, which are related to the success of the issued programs on the market, while the financing of the project by borrowing from the commercial banks allows the investor to obtain the necessary funds for financing the projects in a safer and simpler way, with the interest rate defined by the commercial bank in accordance with its business policy.*

Key words: *municipal community, municipal bonds, bond price, compound-interest bonds, multipler bonds, investment risks*

JEL classification: *G11, G12*