

UDK 336.761:352.07

PREGLEDNI RAD

DOI: 10.7251/FIN1704035G

Miloš Grujić*

Jelica Rastoka**

Emisija dužničkih hartija od vrijednosti u funkciji održivog razvoja lokalnih zajednica

Issue of debt securities in the function of the sustainable development of local communities

Rezime

Jedan od načina da lokalne vlasti na tržištu kapitala prikupe novac za izgradnju, modernizaciju ili proširenje puteva, mostova, škola, bolnica te izgradnju i proširenje sportsko-rekreativnih centara, kapaciteta za proizvodnju i distribuciju toplotne energije ili unapređenje vodosnabdjevanja jeste izdavanje municipalnih obveznica. Finansiranje navedenih projekata emisijom municipalnih obveznica može da se obezbijedi po povoljnijim uslovima nego da se opštine kreditno zadužuju kod banaka.

Problem istraživanja se definiše kao traženje odgovora na pitanje da li emisija dužničkih hartija od vrijednosti može služiti u funkciji razvoja lokalnih zajednica. Predmet istraživanja je analiza do sada provedenih emisija municipalnih obveznica u Republici Srpskoj, a primijenjena je metoda studije slučaja. Cilj istraživanja je da se kroz detaljnu analizu navedenih emisija, kao i iskustava drugih zemalja utvrde mogućnosti korištenja emisije dužničkih hartija od vrijednosti u svrhe razvoja lokalnih zajednica u Republici Srpskoj. Empirijskim istraživanjem provedenim 2017. godine došlo se do zaključka da emisija municipalnih obveznica može biti korištena kao efikasan instrument lokalnih vlasti za finansiranje projekata razvoja i održivosti.

Ključne riječi: municipalne obveznice, održivi razvoj, obveznice, rizici, investiranje.

Abstract

One of the ways in which local governments can raise money in the capital markets for the purposes of building, modernizing or extending roads, bridges, schools, hospitals and expansion of sports and recreational centers, manufacturing or heat production capacities or improving water supply, is the issuance of municipal bonds. Funding these projects by issuing municipal bonds can be provided under more favourable conditions than in a case of debt financing through banks.

Researching problem is being defined as finding an answer to the question whether a debt securities issue can be used in a function of local community development. The subject of this research paper is the analysis of previous emissions of municipal bonds in the Republic of Srpska, where case study method was applied. The aim of this research is to determine the possibilities of using debt securities emissions with the purpose of local communities development in the Republic of Srpska, through detailed analysis of the above mentioned emissions, as well as the experiences of other countries. By empirical research conducted in 2017, we came to the conclusion that the emission of municipal bonds can be used as an efficient instrument for local governments in financing development and sustainability projects.

Keywords: municipal bonds, sustainable development, bonds, risks, investing.

* Narodna skupština Republike Srpske, e-mail: milos.grujic@mail.com

** Student II ciklusa studija na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Banjoj Luci, e-mail: jelica.rastoka@gmail.com

UVOD

Opština Kozarska Dubica emitovala je u oktobru 2017. obveznice u iznosu od 10,5 miliona maraka po kamatnoj stopi od 5,7% na Banjalučkoj berzi. Tim potezom postala je prva opština u Republici Srpskoj koja je nakon pet godina emitovala i prodala obveznice. Prije Kozarske Dubice, 19 opština u Srpskoj je od 2008. do 2012. godine emitovalo obveznice u vrijednosti od 74,695 miliona konvertibilnih maraka. Štaviše, opštine Gradiška, Kostajnica, Laktaši, Lopare i Srbac emitovale su obveznice po dva puta.

Municipalne obveznice smatraju se manje rizičnim od drugih vrsta ulaganja, prvenstveno od tržišta korporativnih hartija od vrijednosti (Bubaš, 2002). Tokom posljednjih decenija, u svijetu je primjetan rast interesovanja za municipalne obveznice sa tendencijom daljeg povećanja iz godine u godinu. Prema tradicionalnom, teorijskom shvatanju, municipalne obveznice, kao i druge obveznice, predstavljaju dužničke hartije od vrijednosti, koje emitenta, tj. lokalne vlasti (opštinu i grad) obavezuju da kupcima obveznica isplati pozajmljeni iznos zajedno sa pripadajućom kamatom, u utvrđenom vremenskom periodu. Praksa je da se municipalne obveznice emituju na duži rok i nose kamatu po fiksnoj ili promjenjivoj kamatnoj stopi za kapitalne projekte. Lokalne zajednice mogu, mada je takav slučaj rijetkost, emitovati obveznice i na rok dospijeca od nekoliko mjeseci. Hartije koje se emituju na rok kraći od jedne godine nazivaju se note i po uzoru na trezorske zapise emituju se kako bi emitent došao do sredstava za pokrivanje nepravilnih novčanih tokova ili budžetskog deficita (Orsag, 2011).

„Zlatno pravilo“ finansiranja dozvoljava zaduživanje samo za kapitalne projekte i zahtijeva jasno razdvajanje tekućeg i kapitalnog budžeta (Rodić, 1997, str. 63). Ovo pravilo se, po teoriji, krši samo u rijetkim slučajevima – za zaduživanje za pokriće tekućih izdataka, tj. zbog pokrivanja tekućeg deficita proizašlog iz neujednačenog novčanog priliva tokom budžetske godine.

1. ODRŽIVI LOKALNI RAZVOJ

Početak XXI vijeka obilježen je naglim razvojem nacionalnih ekonomija, rušenjem granica tržišta i stvaranjem jednog globalnog liberalnog tržišta. Čini se da na globalnom nivou ekonomski rast prati ekspanziju putanju, što, naravno, ima svoje posljedice. Većina država koje karakteriše takav rast plaćaju cijenu takvog rasta. Naime, ovakvi globalni trendovi „uzimaju danak“ u drugim bitnim aspektima savremenih ekosistema, kao što je socijalni, kulturološki, ekološki i drugi. Kao posljedica novonastalih izazova sa kojima se suočavaju savremene zemlje, naglašen je koncept održivog razvoja.

Održivost predstavlja novi pristup i nove metode za implementaciju programa i projekata koji uključuju ciljeve održivog razvoja (Haugh, 2005, str. 15). Održivi razvoj je zapravo politički koncept, ispunjen pitanjima upravljanja. Pri tome, upravljanje je ključno za uspješno provođenje tranzicije ka održivim oblicima razvoja (Farrell, Kemp, Hinterberger, Rammel, Ziegler, 2005). U zajedničkom izvještaju o održivom razvoju, UNECE, OECD i Eurostat (2008) konstatuju kako se čini razumnim tumačiti održivi razvoj kao razvoj koji se može nastaviti zauvijek ili barem veoma dugo. Temelj održivog razvoja čini javna uprava, dok su tri osnovna stuba: društvo, ekonomija i ekologija (uključujući energiju i prirodno okruženje). Upravljanje održivim razvojem predstavlja zadatak države koji ona provodi putem javne uprave. Javna uprava se često opisuje kao državna administracija. Svjetska banka (World Bank, 2003, str. 37) definiše javnu upravu kao instituciju pravila i organizacija, uključujući neformalne norme koje koordinišu ljudsko ponašanje. Kako navodi u izvještaju o održivom rastu, one su neophodne za održiv i pravedan razvoj. Počeci

zlaganja za uplitanje države u privredu pronalaze se još u ranim radovima ekonomske teorije i misli, kao što je Smitovo „Bogatstvo naroda“ (1776), u kojem se on zalagao za ograničenu ulogu države. Kada se govori o savremenom shvatanju države, kako navode Dušanić i Špirić (2009, str. 190), ona svojom finansijskom djelatnošću obezbjeđuje, posredstvom javnih prihoda, neophodna sredstva za finansiranje javnih rashoda. Finansiranje ujedno predstavlja jedan od najvećih izazova sa kojima se suočavaju javne uprave, kako na lokalnim, tako i na nacionalnim nivoima.

Tokom 2014. godine, nakon odluke donesene na Rio+20 konferenciji i nakon više od godinu dana zajedničkog rada internacionalnih vlada u okviru otvorene radne grupe, države članice UN predložile su skup Ciljeva održivog razvoja (SDG – Sustainable Development Goals). Ciljevi održivog razvoja bi trebalo da budu slijed Milenijumskih razvojnih ciljeva (MDG – Millennium Development Goals) kao referentnih ciljeva međunarodne zajednice za period od 2015. do 2030. godine (United Nations, 2014). Ovi ciljevi trenutno predstavljaju jednu od najaktuelnijih tema u zemljama širom svijeta. Opšte su prihvaćeni kao nešto nužno, čemu se mora težiti. Među sedamnaest formulisanih ciljeva, izdvaja se jedanaesti po redu – održivi ciljevi i zajednice (eng. *sustainable cities and communities*). Kako navodi Le Blanc (2015), navedeni cilj spada u red ciljeva sa srednjim multiplikativnim dejstvom, pri čemu cijeni da on, kao takav, direktno ili indirektno, ali u značajnoj mjeri, utiče na šest do osam ostalih ciljeva održivosti. Jedna od najvećih prepreka dostizanju održivog razvoja ogleda se upravo u neadekvatnom pristupu upravljanju i rukovođenju u javnoj upravi. Tradicionalni sistemi rukovođenja ne uspijevaju da uspješno odgovore na potrebe savremenog društva. Kako navode Espinosa i Walker (2011), tradicionalna javna uprava je vođena imperativima ekonomskog rasta i ispunjavanjem kratkoročnih interesa izabranih političara. Za posljednicu, ne uspijevaju postići održiv ekonomski razvoj, jer je jedna od njegovih pretpostavki dugoročnost.

U osnovi, načela i vrijednosti ekonomskog rasta i razvoja u zajednici ukazuju na značaj kolektivnog djelovanja na lokalnom nivou kao preduslova za savladavanje političkih i socijalnih ograničenja ekonomskog razvoja (Olson, 1965; Reisman, 1990). Kolektivno djelovanje je u najvećem broju slučajeva otežano (Rusk, 1999; Stoeker, 1997). Ekonomski rast i razvoj lokalnih zajednica najviše se oslanja na lokalne institucije, tako da u najvećoj mjeri zavisi od njihovih sposobnosti da organizuju programe i strategije za razvoj mjesta, te da obezbijede finansije za njih. Potter (2003, str. 165) navodi kako postoje brojne mogućnosti provođenja programa za revitalizaciju i ekonomski rast gradova. Vlasti najčešće koriste sljedeće metode: eksproprijacija, prostorno planiranje, krediti i porezi, izdavanje obveznica u svrhe razvojnih projekata i sl.

U Sjedinjenim Američkim Državama (SAD), sposobnost lokalne zajednice da emituje obveznice uočena je kao jedan od glavnih faktora za privlačenje lokalnog javno-privatnog partnerstva i investiranja. U skladu s tim, razvijen je okvir za dopuštanje ulaganja u lokalne zajednice i prikupljanja finansija, uz istovremeno kontrolisanje ukupne potrošnje (Potter, 2003, str. 51). S druge strane, u Velikoj Britaniji postoje ozbiljna ograničenja na potrošnju lokalnih javnih uprava, stoga je malo ili nimalo mogućnosti emisije obveznica za lokalni razvoj (Potter, 2003, str. 52).

Zajednice, u smislu opština, gradova i dr., mogu koordinisati i koristiti svoja sredstva za ekonomski razvoj u zavisnosti od svoje sposobnosti donošenja kolektivnih odluka, iskustva sa upotrebom hartija od vrijednosti za finansiranje, kao i pristup ekstreminim sredstvima kojima bi mogli povećavati vlastitu imovinu tokom vremena (Simon, 2001; Ramsay, 1996; Nowak 1998). Počeci podrške zajednicama u ekonomskom razvoju vezuju se za šezdesete godine dvadesetog vijeka, kada su se u SAD počele udruživati nacionalne i lokalne fon-

dacije sa federalnim vladama kako bi zajedno obezbijedili potrebna finansijska sredstva. Danas, podrška razvoju zajednice i njenom ekonomskom rastu vezuje se za filantropsko davanje i podršku javnog sektora (Anglin, 2011, str. 14). Titangos (2013, str. 170), navodeći savjete za izgradnju održive lokalne zajednice, između ostalog, govori o investiranju u zajednicu.

Proces tranzicije i prelaska na tržišnu ekonomiju prinudio je lokalne vlasti u postsocijalističkim zemljama da traže nove izvore za finansiranje rasta i razvoja lokalnih zajednica. Izdavanje municipalnih obveznica pokazalo se kao jedan od uspješnih načina da lokalne vlasti na tržištu kapitala prikupe novac za: izgradnju, sanaciju i modernizaciju ili proširenje puteva, mostova, bolnica, sportsko-rekreativnih centara, izgradnju i proširenje kapaciteta za proizvodnju i distribuciju toplotne energije ili škola; unapređenje vodosnabdjevanja; preradu otpadnih voda ili za reciklažu otpada, za finansiranje izgradnje obnovljivih izvora energije i sl.

U skladu s navedenim, testiraćemo sljedeću hipotezu:

H: Određene municipalne obveznice imaju slične, ali ne i iste rokove dospijeaća i otplatne planove te odbacuju različite prinose. Prema tome, nose i različite nivoe rizika. Međutim, karakteristike otplatnog plana nisu presudan faktor koji opredjeljuje investitore da kupe municipalne obveznice na tržištima u razvoju.

2. ISKUSTVA I PRAKSA SA RAZVIJENIH TRŽIŠTA

Najčešći razlog zbog kojeg državni organi emituju hartije od vrijednosti jeste namjera pokrića budžetskog deficita ili prikupljanje sredstava za finansiranje određenih projekata i potreba. Kao emitenti se mogu pojaviti organi na različitim nivoima – od centralne do lokalne vlasti. Najčešći instrumenti iz ove grupe su vladine obveznice, trezorski zapisi, štedne obveznice i sl. Nerijetko se razlikuju po roku dospijeaća, kamati, načinu plaćanja kamate i drugim parametrima (Radivojac i Grujić, 2017, str. 156).

Prateći iskustva zemalja razvijenih tržišnih ekonomija, prije svega tržišta kapitala SAD, zemlje sa „mladim“ tržištima kapitala su svoje zakonske i druge institucionalne uslove prilagodile za primjenu novih finansijskih instrumenata svojim tržištima (El Daher, 1997). Međutim, tržišta municipalnih obveznica u (post)tranzicionim zemljama, uprkos činjenici da je pravna regulativa zasnovana po uzoru na SAD, u velikoj mjeri i u bitnim segmentima odstupaju od američkog modela (Leko, 1999, str. 343–358). O razvoju tržišta municipalnih obveznica zemalja u tranziciji, poput Poljske, Slovačke, Mađarske i Hrvatske, važno je reći da su mnoge municipalne obveznice prodate prvi put od strane malih emitenata koji nisu dovoljno poznati investitorima i da pojedinačni investitori čine najveći dio tržišta (Šimović, 2005, str. 8–13). Osim toga, kapaciteti za analizu rizika takvih investitora nisu razvijeni kao kod institucionalnih investitora (Trajković, 2012).

Kao i kod kreditnog zaduživanja, i emitenti obveznica u prospektu mogu da ostave mogućnost prijevremenog ispunjenja obaveza, tj. otkupa prije roka dospijeaća. Štaviše, u prospektu, ova mogućnost, za razliku od prijevremenog vraćanja duga banci, može da se predvidi. Na taj način emitent pri prijevremenoj otplati ne mora da plaća dodatne „penale“. Osim toga, u prospektu se prije emisije obveznica može precizirati da ugovorena kamatna stopa ne podliježe tržišnim kamatama.

Za razliku od klasičnog načina zaduživanja kod banaka, emitovanjem municipalnih obveznica mogu da se obezbijede jeftiniji izvori finansiranja. Važan efekat emisije municipalnih obveznica jeste povećanje odgovornosti nosilaca lokalne vlasti, jer se zbog transparentnosti emitovanja pažljivije pristupa razvoju projekta i podliježe većoj kontroli javnosti, čime se ostvaruje i određeni marketinški efekat.¹ Dakle, emisijom municipalnih obveznica se popravlja imidž lokalne samouprave jer se lokalna vlast dovodi u fokus pažnje javnosti i podliježe većoj kontroli javnog mnjenja. Posljednje, ali ne i najmanje važno, emisija municipalnih obveznica omogućava i građanima da kroz tržište kapitala ulažu u razvitak svoje lokalne zajednice.

S druge strane, kao nedostaci i opasnosti pribavljanja novca emisijom municipalnih obveznica navode se da su municipalne obveznice nerazvijen tržišni instrument i duga procedura pribavljanja novca u poređenju sa bankarskim kreditom. Stevanović i Grujić (2014), analizirajući mogućnost izdavanja obveznica kao alternativu kreditu zapažaju da od dana donošenja odluke o zaduživanju pa do objave odluke o prijemu obveznica na službeno berzansko tržište prođe više od šest mjeseci. Osim toga, kao nedostatak se navodi i veća neizvjesnost u pogledu pribavljanja dovoljnih sredstava u poređenju sa bankarskim kreditom. Naime, kao kriterijum uspješnosti emisije često se postavlja određeni procenat obveznica koji treba da bude upisan i uplaćen u određenom roku predviđenom za upis i uplatu.² Dakle, emisija obveznica traje duže nego odobravanje kredita. Osim toga, dodatno ograničenje za institucionalne investore koji namjeravaju da kupe municipalne obveznice predstavljaju ograničenja koja su povezana sa učešćem u pojedinačnoj emisiji. Na primjer, investicioni fondovi ne mogu da ulažu u obveznice više od 25% emisije, dok osiguravajuća društva ne mogu da ulažu više od 10% ukupne emisije. S druge strane, kod banaka koje daju kredite takva ograničenja su vezana za kapital i aktivu. Prema trenutnoj regulativi, ovakva ograničenja predstavljaju jedan od faktora koji destimulišu emisiju hartija od vrijednosti.

Iskustva na svim tržištima kapitala pokazuju da je sekundarno tržište municipalnih obveznica zaista znatno pasivnije i manje likvidno u odnosu na tržište akcija ili tržište državnih obveznica (Van Horne, Wachowicz, 2014). Zbog te karakteristike, neki investitori, usljed različitih faktora, nerijetko prodaju municipalne obveznice prije roka dospijeaća po nižim cijenama od onih koje su bile pri javnoj ponudi. S druge strane, kupovina municipalnih obveznica često može predstavljati problem ako su prodavci zadovoljni novčanim tokovima od obveznica.

U nekim zemljama, na primjer u SAD, prihod od kamata od municipalnih obveznica su često izuzeti iz federalnog poreza na dohodak i od poreza na dohodak države u kojoj su izdate, što predstavlja podsticaj investitorima da kupuju municipalne obveznice (Mennis, 1999). Dakle, lokalni organi nastoje da emisije ovih hartija učine što primamljivijim tako što investitorima u ove instrumente nude različita poreska oslobađanja (Radivojac i Grujić, 2017, str. 172).

Iskustva razvijenih tržišta kapitala, ali i zemalja u tranziciji, pokazuju da municipalne obveznice, osim što osvežavaju i diversifikuju tržište, povećavaju konkurentnost među finansijskim instrumentima. Osim lokalnih zajednica, direktne koristi ima država, što je jedan od sinergijskih efekata pojavljivanja municipalnih obveznica na tržištu kapitala. S druge strane, prirodno je da se broj „manjih“ preduzeća koja su „silom zakona“ – privatizacijom, listirana na berzi, smanji pod uticajem izmijenjene zakonske regulative. Ona podrazumijeva da većinski vlasnik koji u preduzeću ima 95 odsto vlasništva, može da kupi preostali dio,

¹ Ilustracije radi, naglašava se finansiranje projekata zajedno sa građanima i institucijama, kao u opštini Laktaši – „Igrajmo zajedno“.

² Najčešće, emisija se smatra uspješnom ako je u roku predviđenom za upis upisano i uplaćeno 60% od emitovanih obveznica. Ako se upis i uplata 60% obveznica ne završi u određenom roku, upis obveznica se poništava, a sve uplate koje je emitent primio za upisane obveznice vraćaju se kupcima u roku od tri dana od dana kada se konstatuje da emisija nije uspjela.

da promijeni pravnu formu preduzeća i da ga delistira. Zabluda je da manji broj preduzeća znači manje razvijeno tržište kapitala. Berze u BiH, Crnoj Gori, Srbiji i Makedoniji imaju veći broj listiranih akcija nego berze u Austriji, Sloveniji, Češkoj, Poljskoj, Mađarskoj, a promet na tim berzama je neuporedivo manji nego na evropskim berzama. Na primjer, na Bečkoj berzi je listirano 98 akcija, a 3.304 obveznica. Osim toga, na ovoj berzi je 4.826 strukturalnih proizvoda (eng. structured products) (Wienerborse, 2016). Dakle, prirodno je da se broj listiranih akcija smanjuje, a paralelno s tim, raste ponuda obveznica.

3. STANJE I PERSPEKTIVE NA TRŽIŠTIMA U RAZVOJU

Pojam „tržište u razvoju“ obuhvata zemlje koje karakteriše institucionalna turbulencija i nizak nivo ekonomskog razvoja u odnosu na razvijene zemlje (Welsh et al., 2006, str. 130–149). U skladu s tim, tržište u razvoju može da predstavlja zemlju odnosno tržište na kojem je u toku tranzicija političkog ili ekonomskog sistema i ekonomski razvoj veći od jednocifrenog procenta na godišnjem nivou (Fan, 2008, str. 353–358). Identifikovane su 64 ekonomije u razvoju (Hoskisson et al., 2000, str. 249–267). Iz okruženja Bosne i Hercegovine u grupu tržišta u razvoju spadaju: Hrvatska, Srbija, Makedonija, Albanija, Bugarska i Rumunija.

S ciljem da dokažemo ili opovrgnemo hipotezu, fokusiraćemo se na stanje i perspektive na Banjalučkoj berzi hartija od vrijednosti. Tržište kapitala Republike Srpske odlikuje veliki broj listiranih vlasničkih

hartija od vrijednosti nastalih u procesu privatizacije, nepostojanje instrumenata tržišta novca izdatih od strane Centralne banke BiH, kao i značajno učešće kratkoročnih i dugoročnih dužničkih hartija od vrijednosti, gdje je dominantna ponuda entitetskih obveznica u odnosu na korporativne i municipalne. Ograničavajući faktor jeste veličina tržišta, slaba likvidnost za postojeće instrumente, nepostojanje većeg broja domaćih institucionalnih investitora (Stevanović i Grujić, 2014, str. 267). Prema klasifikaciji Duffa i Phelps (Grabowski et al., 2014), većina listiranih društava na Banjalučkoj berzi spada u grupu kompanija „mikro“ tržišne kapitalizacije. Tu su kompanije od 2.395 do 632.770 miliona američkih dolara (Banjalučka berza, 2017).

Od aprila 2007. godine, usvajanjem Zakona o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, gradovi i opštine u Republici Srpskoj, uz saglasnost Ministarstva finansija, imaju mogućnost da na tržištu kapitala pribave novac za provođenje projekata koji će uzrokovati rast i razvoj lokalne zajednice (Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, 30/07. i 29/10). Prva lokalna zajednica u Republici Srpskoj koja je prepoznala mogućnost da emisijom municipalnih obveznica prikupi sredstva za realizaciju nekog projekta jeste opština Laktaši. Ova opština je emitovala obveznice u iznosu od 10 miliona konvertibilnih maraka s ciljem da se sredstvima finansira izgradnja sportske dvorane. Emisijom ovih obveznica započela je nova faza u razvoju finansijskog tržišta Republike Srpske jer je primjer Laktaša ispratio znatan broj jedinica lokalne samouprave Republike Srpske, a ubrzo i FBiH.

Ukupna vrijednost do sada emitovanih obveznica iznosi 85,195 miliona KM, a kamatna stopa na do sada emitovane municipalne obveznice u RS iznosi između pet i sedam odsto (tabela 1).

Tabela 1. Emisije municipalnih obveznica na Banjalučkoj berzi

Godina listiranja	Vrijednost emisije (u KM)	Primarna trgovina	Sekundarna trgovina
2008.	17.000.000	17.000.000,00	-
2009.	18.280.000	18.280.000,00	-
2010.	24.537.500	24.537.500,00	929.870,91
2011.	11.607.500	11.607.500,00	5.270.349,40
2012.	3.270.000	3.270.000,00	-
2013.	0	-	-
2014.	0	-	-
2015.	0	-	-
2016.	0	-	-
2017.	10.500.000	10.500.000,00	-
Ukupno:	85.195.000	85.195.000,00	6.200.220,31

Izvor: Sajt Banjalučke berze

Municipalne obveznice na Banjalučkoj berzi moguće je kupiti u trenutku izdavanja (na primarnom tržištu), ili od drugih vlasnika poslije emisije (na sekundarnom tržištu). Upoređivanjem ostvarenih sekundarnih prometa sa drugim tržišnim segmentima po godinama

utvrđuje se da sekundarna trgovina nije značajna jer, do sada, ukupan iznos sekundarne trgovine iznosi 6.200.220,31 KM u 16 transakcija (tabela 2). Zaključak koji proizlazi iz toga je da kupci obveznica preferiraju da obveznice drže do dospijeca.

Tabela 2. Sekundarna trgovina municipalnim obveznicama na Banjalučkoj berzi

Emitent	Broj	Prosječna	Broj	Količina	Vrijednost	Broj	Godina
Opština Bijeljina	110.000	100,1413	4	15.600	1.484.261,85	3	2011.
Opština Gradiška – prva emisija		100,2672	2	9.150	729.870,91	2	2010.
Opština Laktaši – prva emisija		100,3292	8	39.530	3.180.087,55	6	2011.
Opština Lopare – prva emisija	4.225	100	3	660	66.000,00	2	2011.
Opština Šamac	45.800	100	1	2.000	200.000,00	1	2010.
Grad Banja Luka		100	2	16.200	540.000,00	2	2011.
Ukupno					6.200.220,31	16	

Izvor: Sajt Banjalučke berze

Dobijena sredstva opštine uglavnom koriste za pokrivanje budžetskog deficita, refinansiranje dugova, izgradnju puteva, sportsko-rekreativnih centara i za unapređenje infrastrukture (tabela 3). Prema pomenutom Zakonu o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, dozvoljeni prag zaduživanja opština iznosi 18 odsto ostvarenih prihoda u godini koja prethodi godini u kojoj se emituju obveznice. Ta činjenica, uz unaprijed poznate rokove isplate, treba da razuvjeri kupce obveznica da će otplata duga i kamata doći u pitanje.

Govoreći o ulozi lokalne zajednice u održivom razvoju, nemoguće je zaobići napore Grada Banja Luka da kroz emisiju obveznica Toplane u iznosu oko 8,5 miliona KM planira da restrukturiše dugove ovog preduzeća. Odluka kojom se odobrava emisija obveznica uz garanciju grada usvojena je na vanrednoj sjednici Skupštine grada

1. novembra.³ Naime, stara Toplana je u procesu restrukturisanja dugova, uglavnom prema komercijalnim bankama. Pomenuti iznos je preostao nakon odluka koje je Skupština grada već donijela u vezi sa dugovanjima prema komercijalnim bankama, Investiciono-razvojnoj banci te dijelom koji je Vlada RS ranije preuzela na sebe.

Kada se stave u odnos promet svih obveznica i ukupan promet na Banjalučkoj berzi, vidi se da obveznice čine sve važniji tržišni materijal (tabela 4).

Na tržištu Banjalučke berze u novembru 2017. godine je listirano ukupno 62 emisije obveznica, od toga, 22 emisije municipalnih obveznica Republike Srpske, 21 emisija obveznica Republike Srpske, 10 emisija korporativnih obveznica i četiri emisije obveznica finansijskih institucija (Banjalučka berza, 2017).

Tabela 3. Emisije municipalnih obveznica na Banjalučkoj berzi po iznosima, roku dospijea, kamatnoj stopi i namjeni

Redni broj	Emitent	Oznaka	Vrijednost emisije	Rok dospijea	Kamatna stopa	Grace period	Namjena	Broj obveznica	Nominalna vrijednost	Preostali dio nominalne vrijednosti
1.	Grad Banja Luka	BLMI-0-A	7.000.000	3	5,75%	0	Izgradnja mosta na Vrbasu	70.000	100	0
2.	Opština Laktaši – prva emisija	LKSD-0-A	10.000.000	6	5,75%	0	Izgradnja sportske dvorane	100.000	100	0
3.	Opština Gradiška – prva emisija	GRDS-0-A	2.700.000	6	6,00%	0	Izgradnja sportske dvorane	27.000	100	0
4.	Opština Šamac	SMFO-0-A	4.580.000	10	5,90%	1	Refinansiranje ranijeg kratkoročnog duga	45800	100	40,4622
5.	Opština Bijeljina	BNIF-0-A	11.000.000	10	6,75%	0	Izgradnja industrijske i komunalne infrastrukture, izgradnja Centra za kulturu	110000	100	31,5216
6.	Opština Brod	OBDI-0-A	4.000.000	10	6,75%	0	Izgradnja sportske dvorane i rekonstrukcija privredne i komunalne infrastrukture	40000	100	37,2222
7.	Opština Kotor Varoš	OKVI-0-A	4.500.000	10	6,00%	3	Finansiranje kapitalnih investicija i refinansiranje ranijeg kratkoročnog duga	45000	100	47,9564
8.	Opština Istočni Stari Grad	ISKP-0-A	515.000	10	6,00%	3	Osnivanje i opremanje komunalnog preduzeća	5150	100	47,9564
9.	Opština Srbac – prva emisija	OSRM-0-A	1.500.000	20	5,00%	0	Izgradnja i rekonstrukcija putne i komunalne infrastrukture	15000	100	77,5373
10.	Opština Lopare – prva emisija	OLKI-0-A	422.500	10	6,75%	1	Izgradnja i rekonstrukcija putne infrastrukture	4225	100	0
11.	Opština Srbac – druga emisija	OSFO-0-A	1.000.000	15	6,00%	10	Prevazilaženje problema finansiranja prema izvođačima radova i kapitalne investicije	10000	100	100
12.	Opština Lopare – druga emisija	OLKI-0-B	277.500	10	6,75%	1	Izgradnja i rekonstrukcija putne infrastrukture	2775	100	0
13.	Opština Gradiška – druga emisija	GRRZ-0-A	7.000.000	15	6,00%	10	Sufinansiranje projekata bitnih za ostvarivanje razvojnih ciljeva	70000	100	100
14.	Opština Novi Grad	NGRD-0-A	2.000.000	15	6,25%	3	Rekonstrukcija glavne ulice – refinansiranje postojećeg duga	20000	100	78,0058
15.	Opština Kostajnica – prva emisija	KSFO-0-A	1.080.000	15	6,00%	1	Otkup nepovoljnih kredita iz ranijeg perioda, kupovina poslovnog prostora i zemljišta, izgradnja i sanacija puteva i ulica	10800	100	76,3362
16.	Opština Laktaši – druga emisija	LKDK-0-A	4.500.000	8	5,00%	4	Završetak radova na izgradnji sportske dvorane, izgradnja vodovodnog sistema i kanalizacije	45.000	100	0
17.	Opština Osmaci	OSBD-0-A	350.000	7	6,75%	2	Saniranje budžetskog deficita i kapitalne investicije	3500	100	28,8484
18.	Opština Zvornik	OZRN-0-A	3.000.000	10	6,75%	10	Izgradnja sportske dvorane, saniranje budžetskog deficita i kapitalne investicije...	30000	100	53,2311

³ Vidjeti: Administrativna služba grada Banja Luka. Skupštinski materijali. Preuzeto 07.11.2017. sa http://www.banjaluka.rs.ba/front/article/9431/?left_mi=427

19.	Opština Kneževo	OKFO-O-A	5.600.000	20	6,00%	10	Finansiranje dospjelih, neizmirenih obaveza iz ranijeg perioda	56000	100	100
20.	Opština Petrovo	OPNS-O-A	400.000	10	6,00%	3	Za opremanje javnog komunalnog preduzeća (za kupovinu motornih vozila, mašina i druge opreme neophodne za rad preduzeća i kvalitetno pružanje komunalnih usluga)	4000	100	68,9276
21.	Opština Kostajnica – druga emisija	KSIN-O-A	720.000	14	6,00%	0	Otkup prostora i zemljišta, izgradnja i sanacija puteva i ulica	7200	100	73,2969
22.	Opština Šipovo	SPSD-O-A	1.700.000	10	7,00%	0	Izgradnja sportske dvorane u Šipovu	17000	100	58,5165
23.	Opština Trnovo	OTKP-O-A	850.000	15	6,00%	3	Za kupovinu imovine preduzeća „Zrak“ a.d. Teslić, koje se nalazi na području opštine Trnovo.	8500	100	87,8476
24.	Opština Kozarska Dubica	KDRF-O-A	10.500.000	12	5,70%	0		105000	100	99,026902
Ukupno			85.195.000				Ukupno	851.950		

Izvor: Sajt Banjalučke berze

Najprihvaćeniji način ocjene finansijske sposobnosti emitenta zasniva se na ocjenjivanju njegovog boniteta. Bonitet emitenata municipalnih obveznica, uglavnom, ocjenjuju specijalizovane agencije, kao na primjer Moody's Investors Service, Standard & Poor's and Fitch Ratings. Pojedine banke i brokerske kuće imaju sopstvene službe, organizovane u odjeljenja, koje analiziraju i procjenjuju sigurnost i rizik investiranja u hartije od vrijednosti (Živković i Šoškić, 2009). U Republici Srpskoj

obveznice nisu rangirane i nemaju rejting. Osim toga, njihova važna karakteristika je da, uprkos tome što važe za jedna od najsigurnijih ulaganja te ih kupuju investitori sa manjom sklonošću ka riziku, one nisu bez rizika (risk free). Kako su takve hartije osigurane postojanjem i garancijom države, prinos na takve hartije se uzima kao bezrizičan. Smatra se i da je to ujedno referentna kamatna stopa, a njena visina zavisi od rejtinga zemlje emitenta.

Tabela 4. Promet akcijama, obveznicama i trezorskim zapisima na Banjalučkoj berzi

Godina	Tržište akcija	Promet obveznicama	Tržište trezorskih zapisa	Ukupan promet	Promet dužničkim HOV u odnosu na ukupan promet
2002.	6.989.170	0	0	6.989.170	0,00%
2003.	72.528.711	0	0	72.528.711	0,00%
2004.	100.806.620	0	0	100.806.620	0,00%
2005.	278.107.652	0	0	278.107.652	0,00%
2006.	388.464.942	0	0	388.464.942	0,00%
2007.	741.764.285	818.006	0	742.582.291	0,11%
2008.	245.467.664	29.622.573	0	275.090.237	10,77%
2009.	82.398.932	50.139.177	0	132.458.109	37,85%
2010.	118.408.587	55.857.565	0	174.266.152	32,05%
2011.	81.936.119	246.737.548	88.316.356	416.990.023	80,35%
2012.	63.060.162	77.134.207	112.304.843	252.499.212	75,03%
2013.	77.788.229	77.884.632	204.135.118	359.807.980	78,38%
2014.	86.349.850	280.695.564	191.990.319	585.777.072	80,69%
2015.	68.186.949	249.795.586	148.498.853	466.481.389	85,38%
2016.	47.375.776	375.772.731	199.325.540	622.474.047	92,39%
2017.	34.518.879	243.254.120	130.368.109	408.141.108	91,54%

Izvor: Sajt Banjalučke berze

Neposredno prije emisije municipalnih obveznica, u prospektu emisije, među ostalim faktorima, ističe se da investitori svjesno preuzimaju određene rizike. Fabozzi i Feldstein (2011) navode nekoliko rizika koje donosi kupovina municipalnih obveznica, kao što su neplaćanje ili kreditni rizik, rizik kamatnih stopa, rizik reinvestiranja, rizik otkupa, rizik volatilnosti, poreski rizik i rizik inflacije. U prospektima na tržištu kapitala Republike Srpske navode se još i politički rizik, rizik poreskih prihoda i operativni rizici (Grad Banja

Luka, 2008). Međutim, u praksi se pokazalo da neke opštine novac dobijen emisijom obveznica troše mimo predviđenih namjena – saglasnosti kupaca obveznica, ili značajno kasne sa izmirivanjem obaveza. Na primjer, kako je utvrdila Glavna služba za reviziju javnog sektora RS, opština Gradiška je 2011. godine nezakonito potrošila 1,4 miliona KM koje je dobila emitovanjem obveznica.

Budući da se radi o dugoročnom zaduženju na tržištu kapitala, opština je imala prospekte sa planom ulaganja novca, čemu su

prethodile i odluke Skupštine opštine. Perspektivne emisije obveznica i odluke Skupštine opštine nisu poštovani, a prekršen je Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama (Glavna služba za reviziju javnog sektora Republike Srpske, 2013). S druge strane, neke opštine, poput opština Zvornik i Lopare, imale su značajna probijanja rokova za isplatu.⁴

4. DISKUSIJA

Danas banke na računima kod CBBiH drže gotovo dvije milijarde KM iznad obaveznih rezervi, pri čemu ostvaruju minimalne prinose po osnovu kamate (Godišnji izvještaj Centralne banke Bosne i Her-

cegovine za 2016. godinu, 2017, str. 38). Kupovinom (državnih, korporativnih ili municipalnih) obveznica ostvarile bi povoljniju kamatu nego da novac drže kod CBBiH. Nakon što se poveća sekundarna trgovina municipalnim obveznicama, treba očekivati i interesovanje investitora koji imaju veću averziju prema riziku i manje novca.

Emisije opštinskih obveznica u RS uspjele su najviše zahvaljujući podršci Investiciono-razvojne banke i Penzijskog rezervnog fonda Republike Srpske. Međutim, ukoliko se opštine pokažu kao odgovoran emitent, treba očekivati veće interesovanje i drugih institucionalnih investitora, prije svega investicionih fondova i osiguravajućih društava. Takođe, ograničenja koja destimulišu emisiju hartija od vrijednosti treba da budu „olabavljena“ u smislu da se pojedinačnim investitorima dozvoli veće izlaganje jednoj emisiji.

Tabela 5. Broj municipalnih obveznica u Akcijskom fondu i u Fondu za restituciju IRBRS po godinama

Emitent	Broj obveznica	Broj obveznica u Akcijskom fondu po godinama										Broj obveznica u Fondu za restituciju po godinama									
		2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.		
Opština Laktaši – prva emisija	100.000	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	-	-	-	-	-	54.292	50.292	50.292	50.292	-	-	-	-		
Opština Srbac – druga emisija	10.000	-	-	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	-	-	5.000	5.000	5.000	500	5.000	5.000	5.000		
Opština Gradiška – druga emisija	70.000	-	-	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	-	-	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000		
Opština Novi Grad	20.000	-	-	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	-	-	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000		
Opština Kostajnica – prva emisija	10.800	-	-	8.100	8.100	8.100	8.100	8.100	8.100	8.100	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Opština Laktaši – druga emisija	45.000	-	-	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Opština Kneževno	56.000	-	-	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	-	-	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000		
Opština Petrovo	4.000	-	-	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Opština Kostajnica – druga emisija	7.200	-	-	5.400	5.400	5.400	5.400	5.400	540	5.400	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Opština Šipovo	17.000	-	-	255	2.550	255	2.550	2.550	2.550	2.550	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

Izvor: Sajt Banjalučke berze

Tabela 6. Procenat municipalnih obveznica u Akcijskom fondu i u Fondu za restituciju IRBRS po godinama

Emitent	Oznaka	Broj obveznica	Zbir emisija u portfelju IRB									
			2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	
Opština Laktaši – prva emisija	LKSD-O-A	100.000	1,5%	55,8%	51,8%	51,8%	51,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Opština Srbac – druga emisija	OSFO-O-A	10.000	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	55,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Opština Gradiška – druga emisija	GRRZ-O-A	70.000	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Opština Novi Grad	NGRD-O-A	20.000	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Opština Kostajnica – prva emisija	KSFO-O-A	10.800	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	
Opština Laktaši – druga emisija	LKDK-O-A	45.000	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%	
Opština Kneževno	OKFO-O-A	56.000	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Opština Petrovo	OPNS-O-A	4.000	0,0%	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	
Opština Kostajnica – druga emisija	KSIN-O-A	7.200	0,0%	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	7,5%	75,0%	
Opština Šipovo	SPSD-O-A	17.000	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	15,0%	1,5%	15,0%	15,0%	15,0%	

Izvor: Sajt Banjalučke berze

Na sajtu IRBRS navedeno je da banka kupuje hartije od vrijednosti u primarnoj emisiji privrednih subjekata, jedinica lokalne samouprave i Republike Srpske (Investiciono-razvojna banka Republike Srpske, 2017). Kupovina hartija od vrijednosti vrši se iz sredstava četiri fonda kojima upravlja IRBRS. To su Akcijski fond Republike Srpske, Fond za restituciju Republike Srpske, Fond za razvoj i zapošljavanje Republike Srpske i Fond za razvoj istočnog dijela Republike Srpske. Prije odluke o kupovini hartija od vrijednosti nekog emitenta, sprovodi se detaljna analiza kreditnog rejtinga emitenta, kao i kvaliteta hartija, te se vrši procjena visine prinosa i sigurnosti povrata ulaganja. Pored toga, uzima se u obzir i uskla-

đenost ulaganja sa strateškim i prioritetnim ciljevima IRBRS. U radu smo obrađivali samo Akcijski fond Republike Srpske i Fond za restituciju Republike Srpske. Posmatrajući portfelje ovih fondova po godinama, zapažamo da je IRBRS preko tih fondova bila jedini kupac obveznica druge emisije Opštine Srbac (OSFO-O-A), druge emisije Opštine Gradiška (GRRZ-O-A), Opštine Novi Grad (NGRD-O-A), druge emisije Opštine Laktaši (LKDK-O-A) i Opštine Kneževno (OKFO-O-A). Takođe, preko tih fondova je bila dominantan kupac, kupivši 75% od emisije obveznica Opštine Petrovo (OPNS-O-A) i druge emisije Opštine Kostajnica (KSIN-O-A). Slično, u portfelju Penzijskog rezervnog fonda Republike Srpske možemo uočiti i da

⁴ Obavještenje o isplati kupona prve i druge emisije obveznica opština Lopare (<http://www.blberza.com/Pages/DocView.aspx?Id=22138>) i Zvornik (http://www.blberza.com/Cms2FileCache/files/cms2/docver/22040/files/Opstina%20Zvornik_isplata%20kupona.pdf) objavile su na sajtu Banjalučke berze u proljeće 2012, pristupljeno 11.10.2017.

je ovaj fond bio jedan od značajnijih kupaca municipalnih obveznica. Na primjer, PREF u svom portfoliju ima 97,3% prve emisije Opštine Kostajnica (KSFO-O-A), 66,27% emisije Opštine Zvornik (OZRN-O-A), 58,82% emisije Opštine Kozarska Dubica (KDRF-O-A), 51,43% druge emisije Opštine Kostajnica (KSIN-O-A), 20,71% emisije Opštine Osmaci (OSBD-O-A), 5% emisije Opštine Petrovo (OPNS-O-A) i 0,59% emisije Opštine Lopare (Mjesečni izvještaj za septembar 2017, Društvo za upravljanje PREF-om, 2017). Pažnju čitalaca skrećemo na činjenicu da IRBRS u portfelju tih fondova ne drži obveznice Opštine Bijeljina, Opštine Brod i Opštine Lopare. Ove obveznice nose prinos od 6,75%. S druge strane, IRBRS posjeduje 100% emisija druge emisije Opštine Srbac, druge emisije Opštine Gradiška i emisije Opštine Kneževo. Prinos na ove obveznice je 6,00%. Takođe, IRBRS osjeduje 100% emisija Opštine Novi Grad, koje nose prinos od 6,25%. Interesantno, IRB posjeduje 75% obje emisije obveznica Opština Kostajnica koje nose prinos od 6,00%.

Osim toga, prema otplatnom planu obveznica Opštine Bijeljina nema grejs perioda. S druge strane, obveznice koje je kupovala IRBRS imaju grejs period. Štaviše, obveznice Opština Srbac i Gradiška prema otplatnom planu imaju grejs period od 10 godina. Razloge koji su opredijelili IRB za neulaganje u obveznice koje nosi prinos možemo tražiti u činjenici da su opštine koje su emitovale obveznice po tom prinosu možda pronašle zainteresovane investitore prije emisije. Bez sumnje, činjenica da ne postoji grejs period i visoka kamata nisu opredjeljujući faktor da institucionalni investitori kupe te obveznice.⁵

Do 2012. godine, kamatne stope su bile mnogo veće nego danas jer je stopa EURIBOR-a bila veća (grafikon 1). Dakle, činjenica da se nakon pet godina pokazuje interes za emitovanjem obveznica objašnjava se tim da postoji prostor i povoljan momenat na tržištu da se ide u pravcu emisija obveznica ili čak i zaduživanja kod banaka po nižim kamatama nego tada. Ovakav ambijent je povoljan i za „prepakivanje“ dugova. Zapravo, takvo ponašanje je poželjno jer ukazuje na odgovorno i domaćinsko ponašanje lokalnih vlasti ako se na taj način može osloboditi novac za investicije. Naime, ekonomski racionalno je nastojati da se dug zamijeni dugom sličnog otplatnog plana, a sa manjom kamatnom stopom. Upravo to je uradio Grad Banja Luka i oslobodio novac za nove projekte. Međutim, kada se takva zamjena pravi u prvim godinama otplate, svaki zajmodavac će zadovoljno trljati ruke jer se prilikom prvih godina vraćanja vraća uglavnom kamata.

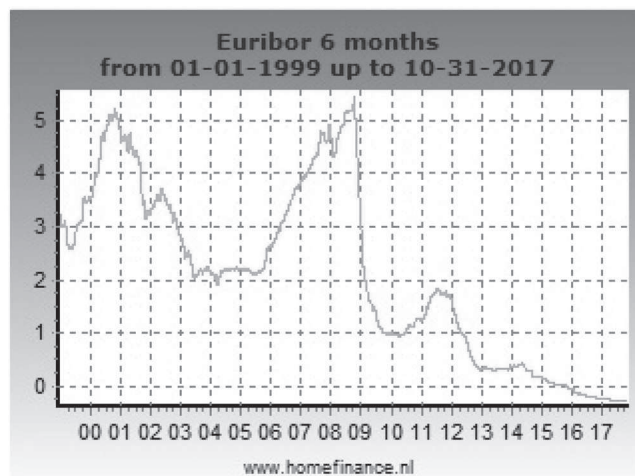
S tim u vezi naglašavamo odgovorno ponašanje Opštine Srbac.

U prospektu se navodi da će se novčana sredstva prikupljena emisijom obveznica, u ukupnom iznosu od 3.500.000 KM, koristiti po sljedećem redoslijedu prioriteta (Banjalučka berza, 2017):

- otplate dospjelih dugovanja po osnovu I i II emisije obveznica, kao i prijevremenog otkupa obveznica iz I i II emisije – 2.600.000 KM;
- otplate dugoročnog zaduženja u Novoj banci a.d. Banja Luka – 380.000 KM;
- otplate prenesenih obaveza – reprograma poreskog duga prema rješenjima Ministarstva finansija – 520.000 KM.

Dakle, novom emisijom obveznica planirana je otplata dospjelih dugovanja, te regulisanje ročnosti otplate dugoročnih zaduženja opštine Srbac. Objedinjavanje zaduženja će doprinijeti manjim izdacima za otplatu dugoročnih zaduženja, te će se poboljšati tekuća likvidnost Opštine.

Grafikon 1. Prikaz kretanja 6M EURIBOR-a po godinama



Izvor: Home Finance. Euribor rate 6 months – current rates and history. Preuzeto 7.11.2017. sa <https://www.homefinance.nl/english/international-interest-rates/euribor-rates-6-months.asp>

Zbog povećanja atraktivnosti municipalnih obveznica kod osiguravajućih kuća, fondova i banaka, obveznice je moguće, po uzoru na skandinavske zemlje, „prepakovati“ u municipalni fond. Takav fond bi bio otvoren i njime bi upravljala upravo Investiciono-razvojna banka. Na primjer, na početku bi fondovi kojima upravlja IRB posjedovali sve udjele u ovom fondu po osnovu otkupa već kupljenih obveznica. Razvojem sekundarnog tržišta i novim emisijama, taj udio bi se smanjivao, jer bi investitori mogli da kupuju udjele tog fonda na berzi. Kupujući udjele ovog fonda na sekundarnom tržištu, investitori bi bili izloženi manjim troškovima i manjem riziku, a vrijednost udjela bi se uvećavala za iznos propisanih kamata. To znači da ako bi početna vrijednost udjela municipalnog fonda bila 100 KM i ako bi se po osnovu isplate kamata i glavnica uvećavala – za godinu dana rast vrijednosti udjela iznosio bi oko šest odsto odnosno udio bi iznosio oko 106 KM. U odnosu na postojeći sistem, prednost ovog modela je u tome što bi pojedinačni investitor u svakom momentu mogao da traži otkup svog uloga u skladu s njegovom trenutnom vrijednošću. Pritom, od dobijenog novca od otplate glavnice i kamata i novouplaćenih uloga, fond bi bio u mogućnosti da ulaže u nove emisije obveznica. Takvim povećanjem likvidnosti i broja ulagača će i naše tržište kapitala potvrditi svoju osnovnu ulogu – pravilnu alokaciju novca, i podstaći ekonomski razvoj RS.

Prepreke za ulaganje u obveznice treba tražiti u nekoliko činjenica. Prvo, strah uzrokovan nespremnosti za novine i nedovoljnom edukacijom učesnika na tržištu uvećan je zbog kašnjenja sa isplatom kupona po otplatnom planu, poput Opština Zvornik i Lopare. Osim toga, osiguravajuća društva su, po teoriji, uz društva za upravljanje investicionim fondovima i banke, najznačajni institucionalni investitori. Međutim, osiguravajuća društva kod nas nemaju zaposlene investicione menadžere koji bi analizirali prednosti i nedostatke ulaganja u obveznice. Ovakve prepreke će biti prevaziđene obezbjeđenjem urednog plaćanja mjenicama. Naime, u cilju obezbjeđenja urednog plaćanja obaveza po osnovu emitovanih obveznica iz prve emisije, Opština Kozarska Dubica je izdala 144 mjenice i mjenično ovlaštenje koji su predati Centralnom registru. Ovaj potez izveden je u skladu sa procedurama u postupku obezbjeđenja plaćanja obaveza jedinice lokalne samouprave kao emitenta po osnovu dospjelih anuiteta iz dužničkih hartija od vrijednosti korišćenjem mjenice, usvojenim od strane Upravnog odbora Centralnog registra, br. UO-9387/17, od 26.07.2017. godine.

⁵ Naglašavamo da Fond za razvoj i zapošljavanje i Fond za razvoj istočnog dijela Republike Srpske nisu predmet posmatranja. Bez sumnje, IRB je preko ovih fondova podržala i emisije opština: Bijeljina, Gradiška, Kozarska Dubica, Brod, Kotor Varoš, Srbac, Šamac, Istočni Stari Grad, Lopare, Osmaci i Trnovo.

ZAKLJUČAK

Posmatrajući sve provedene emisije municipalnih obveznica u Republici Srpskoj, u radu smo empirijskim istraživanjem utvrdili da emisija municipalnih obveznica zaista omogućava održivi razvoj lokalnih zajednica u Republici Srpskoj. Emitenti municipalnih obveznica dobijena sredstva uglavnom koriste za pokrivanje budžetskog deficita, refinansiranje dugova, izgradnju puteva, sportsko-rekreativnih centara i za unapređenje infrastrukture.

Emitenti obveznica, kao i kod kreditnog zaduživanja, u prospektu mogu da ostave mogućnost prijevremenog ispunjenja obaveza, tj. otkupa prije roka dospeljeća. Osim toga, u prospektu prije emisije obveznica može se precizirati da ugovorena kamatna stopa ne podliježe tržišnim kamatama. Važan efekat emisije municipalnih obveznica jeste povećanje odgovornosti nosilaca lokalne vlasti, jer se zbog transparentnosti emitovanja pažljivije pristupa razvoju projekta i podliježe većoj kontroli javnosti, čime se ostvaruje i određeni marketinški efekat. Osim toga, emisija municipalnih obveznica omogućava i građanima da kroz tržište kapitala ulažu u razvitak svoje lokalne zajednice. S druge strane, kao nedostatak i opasnost pribavljanja novca emisijom municipalnih obveznica ističe se da su municipalne obveznice nerazvijen tržišni instrument, komplikovana i duga procedura pribavljanja novca u poređenju sa bankarskim kreditom te veća neizvjesnost u pogledu pribavljanja dovoljnih sredstava u poređenju sa bankarskim kreditom. Iskustva na svim tržištima kapitala zaista pokazuju da je sekundarno tržište municipalnih obveznica zaista znatno pasivnije i manje likvidno u odnosu na tržište akcija ili tržište državnih obveznica. Zbog te karakteristike, neki investitori, usljed različitih faktora, nerijetko prodaju municipalne obveznice prije roka dospeljeća, po nižim cijenama od onih koje su bile pri javnoj ponudi. S druge strane, kupovina municipalnih obveznica često može predstavljati problem ako su prodavci zadovoljni novčanim tokovima od obveznica. Međutim, municipalne obveznice, osim što osvežavaju i diversifikuju tržište, povećavaju konkurentnost među finansijskim instrumentima. U nekim zemljama, na primjer u SAD, prihodi od kamata od municipalnih obveznica su često izuzeti iz federalnog poreza na dohodak i od poreza na dohodak država u kojima su izdate, što predstavlja podsticaj investitorima da kupuju municipalne obveznice. Dakle, lokalni organi se trude da emisije ovih hartija učine što atraktivnijim tako što investitorima u ove instrumente nude različita poreska oslobađanja.

Danas banke na računima kod CBBiH drže gotovo dvije milijarde maraka iznad obaveznih rezervi, pri čemu ostvaruju minimalne prinose po osnovu kamate. Kupovinom (državnih, korporativnih ili municipalnih) obveznica ostvarile bi povoljniju kamatu nego da novac drže kod CBBiH. Nakon što se poveća sekundarna trgovina municipalnim obveznicama, treba očekivati i interesovanje investitora koji imaju veću averziju prema riziku i manje novca. Takođe, ograničenja koja destimulišu emisiju hartija od vrijednosti treba da budu „olabavljena“ u smislu da se pojedinačnim investitorima dozvoli veće izlaganje jednoj emisiji.

Bez sumnje, potvrdili smo hipotezu. Grejs period i visoka kamatna stopa nisu opredjeljujući faktor da institucionalni investitori kupe te obveznice. Ovu tvrdnju potvrdilo je ponašanje Investiciono-razvojnog banke i Penzijskog rezervnog fonda Republike Srpske.

Do 2012. godine, kamatne stope su bile mnogo veće nego danas jer je stopa EURIBOR-a bila veća. Dakle, činjenica da se nakon pet godina pokazuje interes za emitovanjem obveznica objašnjava se time da postoji prostor i povoljan momenat na tržištu da se ide u pravcu emisija obveznica ili čak i zaduživanja kod banaka po nižim kamatama nego tada. Ovakav ambijent je povoljan i za

„prepakivanje“ dugova. Štaviše, takvo ponašanje je poželjno jer ukazuje na odgovorno i domaćinsko ponašanje lokalnih vlasti ako se na taj način može osloboditi novac za investicije.

IZVORI

1. Administrativna služba grada Banja Luka. *Skupštinski materijali*. Preuzeto 07.11.2017. sa http://www.banjaluka.rs.ba/front/article/9431/?left_mi=427
2. Anglin, R. V. (2011). *Promoting Sustainable Local and Community Economic Development*. American Society for Public Administration. CRC Press. Boca Raton.
3. Banjalučka berza. Preuzeto 07.11.2017. sa <http://www.blberza.com>
4. Bubaš, Z. (2002). Municipalne obveznice. *Financijska praksa* 19.2 (2002): 117–138.
5. Društvo za upravljanje Penzijskim rezervnim fondom Republike Srpske. *Mjesečni izvještaj za septembar 2017. godine*. Preuzeto 07.11.2017. sa <http://www.pref.rs.ba/nav/report/3131>
6. Dušanić, J. B. i Špirić, N. J. (2009). *Monetarne i javne finansije*. Banja Luka: Ekonomski fakultet.
7. El Daher, S. (1997). *Municipal Bond Markets: Prospects for Developing Countries, Infrastructure Notes*. World Bank.
8. Espinosa, A., i Walker, J. (2011). *A Complexity Approach to Sustainability: Theory and Application*. Series on Complexity Science – Vol. 1. Imperial College Press.
9. Fan, Y. (2008). The rise of emerging market multinationals and the impact on marketing. *Marketing Intelligence & Planning*, 26(4), 353–358. 10.1108/02634500810879269
10. Farrell, K., Kemp, R., Hinterberger, F., Rammel, C., Ziegler, R. (2005). From “for” to governance for sustainable development in Europe. *International Journal of Sustainable Development*, 8, 127–150.
11. Feldstein, S. G., Fabozzi, F. J. (2011). *The handbook of municipal bonds* (Vol. 155). John Wiley & Sons.
12. Glavna služba za reviziju javnog sektora Republike Srpske. *Izveštaj o reviziji konsolidovanih finansijskih izvještaja za korisnike budžeta Opštine Gradiška za period 01.01–31.12.2012. godine*. Preuzeto 07.11.2017. sa http://www.gsr-rs.org/static/uploads/report_attachments/2013/12/26/RI052-13_Lat.pdf
13. Grabowski, R., Harrington, J., i Nunes, C. (2017). *2017 Valuation Handbook-Guide to Cost of Capital – Duff & Phelps*. Preuzeto 07.11.2017. sa <http://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital/duff-and-phelps-2017-valuation-handbook-guide-to-cost-of-capital>
14. Grad Banja Luka. *Prospekt javne ponude emisije municipalnih obveznica Grada Banja Luka na sajtu Banjalučke berze*, <http://www.blberza.com/cms2filecache/files/cms2/docver/6528/files/PROSPEKT%20GRADA%20%20BANJA%20LUKA%20finalni.pdf>, pristupljeno 11.10.2017.
15. Haugh, H. A. (2005). *A research agenda for social entrepreneurship*. Social Entrepreneurship. 1–15.10.
16. Home Finance. *Euribor rate 6 months – current rates and history*. Preuzeto 07.11.2017. sa <https://www.homefinance.nl/english/international-interest-rates/euribor-rates-6-months.asp>, pristupljeno 3.11.2017.

17. Hoskisson, R. E., Eden, L., Lau, C. M., i Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of management journal*, 43(3), 249–267.
18. Investiciono-razvojna banka Republike Srpske. Preuzeto 07.11.2017. sa <http://www.irbrs.net>
19. Le Blanc, D. (2015). *Towards integration at last? The sustainable development goals as a network of targets*. DESA Working Paper No. 141.
20. Leko, V. (1999). *Financiranje javnih interesa preko državnih i od države podupiranih privatnih finansijskih institucija*. 36. simpozij Hrvatske zajednice računovođa i finansijskih djelatnika, Pula, 10–12. juna 1999.
21. Mennis, E. A. (1999). *How the economy works: An investor's guide to tracking the economy*. Prentice Hall Press.
22. Nowak, J. (1998). Expanding the scope of community development. *Shelterforce* (January/February).
23. Olson, M. (1965). *The logic of collective action: Public goods and the theory of groups*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
24. Orsag, S. (2011). *Vrijednosni papiri: Investicije i instrumenti financiranja*. Sarajevo: Revicon d.o.o.
25. Potter, J. (2003). *Private Finance and Economics Development – City and regional investment*. OECD.
26. Radivojac, G., i Grujić, M. (2017). *Stanje i perspektive investiranja u dužničke hartije od vrijednosti na finansijskim tržištima u razvoju*. Banja Luka: Ekonomski fakultet.
27. Ramsay, M. (1996). *Community, culture, and economic development: The social roots of local action*. Democracy in American Politics. Albany: State University of New York Press.
28. Reisman, D. A. (1990). *Theories of collective action: Downs, Olson and Hirsch*. Basingstoke, UK: MacMillan.
29. Rodić, J. (1997). *Poslovne finansije i procjena vrijednosti preduzeća*. Beograd: Ekonomika.
30. Rusk, D. (1999). *Inside game/ outside game: Winning strategies for saving urban America*. Washington, DC: Brookings Institution.
31. Simon, W. H. (2001). *The community economic development movement: Law, business, and the new social policy*. Durham, NC: Duke University Press.
32. Stevanović, S., i Grujić M. (2014). Ograničenja i mogućnosti razvoja dužničkih instrumenata u Republici Srpskoj – obveznica kao alternativa kreditu. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Istočnom Sarajevu*, IV(8), 257–269.
33. Stoecker, R. (1996). Community development and community organizing. *Shelterforce*.
34. Šimović H. (2005). *Municipalne obveznice i njihova primjena u Hrvatskoj*. Zagreb: Financije i porezi.
35. Titangos, H. L. H. (2013). *Local Community in the Era of Social Media Technologies – A global approach*. Chandos Publishing. Oxford.
36. Trajković, M. (2009). *Vodič kroz municipalne obveznice*. Zagreb: Zagrebačka berza.
37. UNECE/ OECD/ Eurostat Working Group. (2008). *Statistics for Sustainable Development*. Geneva: United Nations.
38. United Nations (2014). General Assembly, *Report of the Open Working Group of the General Assembly on Sustainable Development Goals*, A/68/970, August.
39. Van Horne, J. C., i Wachowicz, J. M. (2014). *Osnove finansijskog menadžmenta*, trinaesto izdanje. Zagreb: Mate d.o.o.
40. Wienerbörse. *The Year 2015 at the Vienna Stock Exchange*. <https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/about-us/the-year-2015-at-the-vienna-stock-exchange.pdf>
41. World Bank (2003). *Development Report: Sustainable Development in a Dynamic World – Transforming Institutions, Growth and Quality of Life*.
42. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti, „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 30/12.
43. Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 30/07. i 29/10.
44. Živković, B., i Šoškić, D. (2009). *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd: Ekonomski fakultet.