

## Зорица Голић

Економски факултет Пале;  
Универзитет у Источном Сарајеву,  
БиХ

✉ zorica\_golic@yahoo.co.uk

### ФИНАНСИРАЊЕ КАПИТАЛНЕ ИНФРАСТРУКТУРЕ ЕМИСИЈОМ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА – ИСКУСТВА ОПШТИНЕ БИЈЕЉИНА

### FINANCING OF CAPITAL INFRASTRUCTURE THROUGH ISSUE OF MUNICIPAL BONDS - PRACTICES OF THE MUNICIPALITY OF BIJELJINA

**Резиме:** *За све оне локалне заједнице у Босни и Херцеговини које су спремне да направе искорак од класичног и шаблонског финансирања (буџет, кредит, донација), према новим и инвентивнијим комбинацијама, постоји много начина финансирања развоја. Планови и инструменти локалног развоја отварају нове и небројене могућности, а све модалитете финансирања и њихове комбинације није могуће унапријед предвидјети и исцрпити. Потреба за стварањем нових модела финансирања не зависи толико од законског оквира, колико од стварне посвећености локалних актера реализацији својих развојних замисли.*

*Задуживање општина и градова путем емисије обвезница, и поред ограничења које имају емитенти и ризика који сноси инвеститор – купац, показало се бољим и ефикаснијим методом финансирања у односу на друге облике задуживања.*

*Суштина овог рада је да се, након кратке теоријске елаборације, на примјеру Општине Бијељина укаже на позитивна искуства финансирања капиталне инфраструктуре емисијом муниципалних обвезница.*

**Кључне ријечи:** *муниципалне обвезнице, локална заједница, финансирање капиталне инфраструктуре, Општина Бијељина.*

**ЈЕЛ класификација:** *O16, O2.*

**Summary:** *For all those local communities in Bosnia and Herzegovina who are willing to make a step forward from the classical and routine financing (budget, loans, grants) towards new and inventive combinations, there are really many ways of financing of development. Plans and instruments of local development open up new and endless possibilities, and all modes of financing and their combinations cannot be pre-anticipated and exhausted. The need to create new models of financing depends more on the real commitment of local actors to implementing their development ideas than on the legal framework.*

*Despite the limitations that issuers have and the risks borne by the investor - the buyer, the borrowing of municipalities and cities through bond issues turned out better and more efficient source of funding in relation to other forms of borrowing.*

*The essence of this paper is to show, after a brief theoretical elaboration, the best practices in financing of capital infrastructure through issue of the municipal bonds, taking the example of the municipality of Bijeljina.*

**Key words:** *municipal bonds, local community, financing of capital infrastructure, the municipality of Bijeljina.*

**JEL Classification:** *O16, O2*

## 1. УВОД

Глобализација и транзиција су два феномена која су крајем прошлог и почетком овог вијека, синергетски дјеловала и дјелују на земље које су се определијиле за развој тржишне привреде. Децентрализација, дефискализација, развој демократије и тржишне привреде условиле су примјену нових финансијских инструмената на финансијским тржиштима. Један од многобројних инструмената су муниципалне обвезнице, које многи сматрају, *иновацијом* на босанскохерцеговачком тржишту. Увођење муниципалних обвезница на тржишту капитала транзиционих земаља је дио шире

стратегије развоја, која има за циљ продубљивање и диверзификацију тржишта капитала, али и повећање конкурентности између самих финансијских инструмената.

Иако је каснила, у односу на друге транзиционе земље, Босна и Херцеговина посљедњих година на свом финансијском тржишту емитује муниципалне обвезнице.

Досадашње емисије обвезница у БиХ обиљежио је мањак различитих група инвеститора на страни примарне тражње и неразвијена секундарна трговина. Међутим, евидентно је да инвеститори имају много више повјерења у тржиште и емитенте обвезница. Стога, у будућности треба очекивати јачање улоге институционалних инвеститора, у примарној и секундарној тражњи, учешће ентитетских инвестиционо-развојних банака у секундарној трговини и још већу заинтересованост локалних заједница, али и других емитената, за издавање дужничких краткорочних и дугорочних хартија од вриједности за финансирање нових пројеката, а не само рјешавање старих или наслијеђених проблема.

У раду је дат преглед теоријских основа и практичних искустава развијених земаља, које одавно користе муниципалне обвезнице, са кратком анализом актуелне ситуације у БиХ и позитивним искуствима Општине Бијељина.

Идеја овог рада је да се на примјеру Општине Бијељина укаже на чињеницу да је финансирање капиталне инфраструктуре задуживањем општина и градова у БиХ – путем емисије муниципалних обвезница – и поред ограничења које имају емитенти и ризика који сноси инвеститор, показало бољим и ефикаснијим извором финансирања у односу на друге облике задуживања.

## **2. МЈЕСТО И УЛОГА НЕФИСКАЛНИХ ИНСТРУМЕНАТА ФИНАНСИРАЊА У ИЗГРАДЊИ КАПИТАЛНИХ ИНФРАСТРУКТУРНИХ ОБЈЕКТА ОПШТИНЕ БИЈЕЉИНА**

Употребу нефискалних инструмената у финансирању јавних потреба локалних заједница треба повезати са проблемима финансирања објеката и уређења регионалне, градске, општинске и локалне капиталне инфраструктуре.

Финансирање изградње капиталних инфраструктурних објеката, затим одржавање и развој друге трајне имовине локалних заједница није могуће остварити с ограниченим фискалним изворима, било пореске, било непореске природе.

Будући да су се до сада јавне потребе локалних заједница финансирале фискалним приходима и трансферима виших нивоа власти власти, у тим и таквим условима у највећој мјери су трпјела и заостајала улагања у разне садржаје урбане инфраструктуре, тако да је она у многим локалним заједницама постала (а у већини, нажалост и остала) ограничавајући фактор развоја. Развој и финансирање развоја урбане инфраструктуре мора на неки развојно визионарски начин изражавати развојне амбиције одређене локалне заједнице.

У условима наглог повећања прилива градског становништва<sup>1</sup> изградња урбане инфраструктуре јавља се као предуслов за стварање квалитетних услова за живот у тим локалним заједницама<sup>2</sup>. То се прије свега односи на:

<sup>1</sup> Бијељина је град и средиште истоимене општине у сјевероисточном дијелу БиХ – Републике Српске. Површина општине износи 734 км<sup>2</sup>, процјењује се да у општини живи око 150.000 становника, а у самом граду Бијељини око 100.000. Према подацима о попису становништва из 1991. године, општина Бијељина имала је 96.988 становника, а 2005. године према процјенама Републичког завода за статистику Републике Српске 109.753 становника. Процјене неких других институција говоре да је број становника у општини Бијељина знатно већи, због континуираног досељавања на овај простор (до 2000. године доселило је преко 40.000 становника), чиме је он попримио обиљежја имиграционог простора. Према подацима ЦИПС-а, Бијељина има од 130 до 135 хиљада становника. Завод за урбанизам и пројектовање процјењује да општина Бијељина броји (2002) 152.950 становника. У току рата из Бијељине је иселило

1. изградњу градских саобраћајница,
2. изградњу система водоснабдијевања и канализацијских система,
3. изградњу постројења и објеката грејне, плинске и електричне инфраструктуре,
4. улагања у уређење јавних површина (паркова, јавне расвјете и друго),
5. улагања у постројења и објекте за заштиту околине, одржавање чистоће те за збрињавање комуналног отпада,
6. улагања у објекте културне, социјалне, здравствене, предшколске и школске инфраструктуре.

Улагања у капиталне објекте урбане инфраструктуре морају постати важан фактор развојне стратегије сваке локалне зајединице. То заправо значи да у новонасталим условима буџети локалних зајединица, поред својих класичних функција, све више прописују и функцију инвестиционог фонда.

Ту све неопходнију функцију буџета локалних зајединица као инвестиционог фонда локалне власти не могу успјешно извршити и финансирати само фискалним изворима. За то су потребне финансијске иновације, нови извори и нови облици финансирања. Капитални трошкови изградње локалне инфраструктуре енормно су високи и по правилу премашују фискални капацитет локалних заједница.

Средства која су потребна за финансирање урбане инфраструктуре не могу се осигурати ни класичним задуживањем код банкарског сектора, јер су по правилу буџети многих локалних заједница премали за задуживање за тако велике и комплексне инвестиције. Инострана искуства показују да се финансијска средства за капитална улагања у локалну инфраструктуру могу осигурати различитим облицима удруживања приватног и локалног јавног сектора у заједнички пројекат.

У многим развијеним земљама, посебно Европе и у САД, приватни финансијски сектор има већ данас врло значајну улогу у финансирању локалних јавних инвестиционих подухвата. Највећи допринос приватног финансијског сектора осигурању средстава за инвестиционе пројекте локалне инфраструктуре остварен је коришћењем сљедећих нефискалних инструмената: издавањем муниципалних обвезница<sup>3</sup> и различитим облицима јавно-приватног партнерства (Yescombe 2010).

Основ за емисију и промет обвезницама у БиХ одређен је кроз:

- Закон о задуживању, дугу и гаранцијама Босне и Херцеговине (*Службени гласник БиХ*, број 52/05. од 02. 08. 2005. године),
- ентитетске законе о задуживању, дугу и гаранцијама,
- закон о тржишту хартија од вриједности и одговарајућу подзаконску регулативу,
- интерне прописе емитента – општине/града.

Према Закону о задуживању, дугу и гаранцијама општина се може задужити само ако у периоду стварања дуга укупан износ који доспијева за 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. Краткорочни дуг ни у једном тренутку не може прелазити 5% редовних прихода остварених у претходној фискалној години.

---

око 25.000, а након рата вратило се нешто више од 14.000 становника. Општина Бијељина спада у најгушће насељене просторе Републике Српске, у тзв. зону пренасељености (преко 100 становника на км<sup>2</sup>).

<sup>2</sup> Питање даљег, најприје квалитативног раста општине Бијељина, наглашава и *Стратегија развоја општине Бијељина до 2015. године* из 2007. године (<http://www.sobijeljina.org/>).

<sup>3</sup> *An Investor's Guide to Municipal Bonds*, The Bond Market Association, New York, 2003. Доступно на: [http://rseelaus.com/pdf/An\\_Investors\\_Guide\\_to\\_Municipal\\_Bonds.pdf](http://rseelaus.com/pdf/An_Investors_Guide_to_Municipal_Bonds.pdf) (06. 08. 2011).

Поступак емисије обвезница, исто као и поступак емисије акција у Републици Српској регулисан је Законом о тржишту хартија од вриједности (*Службени гласник Републике Српске*, бр. 92/06. и 34/09) и Правилником о условима и поступку емисије хартија од вриједности.<sup>4</sup>

Имајући у виду комплексност горе наведене регулативе, емитенти најчешће прије почетка поступка за емисију обвезница закључују уговор са агентом емисије<sup>5</sup> с циљем да им агент емисије, користећи своје знање и искуство, олакша емисију обвезница.<sup>6</sup>

У Босни и Херцеговини су Општина Лакташи, а потом град Бања Лука, били прве јединице локалне самоуправе који су емитовали обвезнице у циљу прикупљања потребних средстава за реализацију одређених инвестиционих пројеката, док се у ФБиХ за такав начин прикупљања средстава прва одлучила Општина Тешањ. Прва општина у Босни и Херцеговини која је препознала прилику да емисијом муниципалних обвезница прикупи средства за реализацију неког пројекта је Општина Лакташи. Ова Општина је у првој емисији емитовала обвезнице укупне вриједности 10.000.000 КМ са намјером да се прикупљеним средствима финансира изградња спортске дворане. Након ове емисије обвезнице су емитовали град Бања Лука те општине Градишка, Шамац, Бијељина, Источни Стари Град, Брод, Котор Варош, Србац, Лопаре, Кнежево и Нови Град. Данас на Бањалучкој берзи су листиране обвезнице 12 општина, од којих су већ четири емитовале другу серију обвезница, емитовале су обвезнице укупне вриједности 66.595.000 милиона КМ (*Фокус*, петак 8. јул 2011. године).

Просјечна каматна стопа коју носе обвезнице општина Републике Српске је виша од 6%. Праг дозвољеног задуживања општина износи 18% општинског буџета, тако да купци обвезница немају разлога да брину да ће отплата дуга и камата доћи у питање. До сада су све општине своје обавезе према купцима исплаћивале тачно у дан. До сада, укупан промет муниципалним обвезницама износи 6.135.220,31 КМ или 9,21% од укупне вриједности свих емисија муниципалних обвезница (*Фокус*, петак 8. јул 2011. године).

На основу свега горе наведеног може се рећи да је значење муниципалних обвезница у финансирању урбане инфраструктуре у БиХ још увијек недовољно. Разлога за то има више. Ипак, као главни разлози могу се навести сљедећи: 1. недовољна информисаност,<sup>7</sup> 2. недостатак знања и искуства домаћих финансијских

<sup>4</sup> Усвојен од стране Комисије за хартије од вриједности Републике Српске 15. 04. 2010. године.

<sup>5</sup> Агент емисије, поред помоћи у припреми неопходне документације (проспект, рјешења, прибављање сагласности, итд.), има значајну улогу у промоцији и проналажењу инвеститора који ће купити обвезнице. Такође, агент емисије савјетује емитента о висини каматне стопе и величини емисије која је прихватљива за инвеститоре у обвезнице на основу стања (оптимизма или песимизма) на тржишту. Иако коришћење услуга агента емисије није обавезно, може се рећи да у правилу емитенти ангажују агенте емисије, док се веома ријетко одлучују да читав поступак спроведу сами. При избору агента емисије, емитенти најчешће обраћају пажњу на искуство и референце агента, његов приступ институционалним инвеститорима, као и цијену коју ће агент емисије наплатити за своје услуге.

<sup>6</sup> Један од начина емитовања обвезница у јавној понуди је преко преузимаоца емисије (*underwriter*). У овом случају, поред послова агента емисије, преузималац емисије откупљује од емитента укупну емисију обвезница по нижој цијени и затим читаву емисију продаје јавности по вишој цијени. На овај начин се гарантује успјешност емисије, јер преузималац на себе преузима ризик продаје обвезница, док за преузети ризик добија награду у виду разлике у цијени. У досадашњој пракси емисија обвезница у Републици Српској емитенти се нису одлучивали за коришћење услуга преузимаоца емисије.

<sup>7</sup> У организацији Инфоарена групе и уз партнерство Европске банке за обнову и развој, те под високим покровитељством председника РХ Иве Јосиповића у хотелу The Regent Esplanade у Загребу је 22. 11. 2011. године одржана прва Municipal Development Arena – регионална конференција о финансирању муниципалног развоја. Као један од облика финансирања муниципалног развоја детектоване су обвезнице, које поред улагања ЕБРД-а, представљају главне изворе финансирања. Говорећи о будућности вођења градова и муниципалног развоја, Томислав Чорак из консултантске куће AT Kearney

стручњака и челника локалних заједница везаних за овај инструмент финансирања, 3. недовољна институционална подршка средишње власти те 4. недовољно развијена законска регулатива. Ипак, сва та ограничења која се појављују у развоју тржишта муниципалних обвезница више су субјективне нарави и могу се релативно лако отклонити.

У наставку укратко елаборирамо основна обиљежја муниципалних (локалних, градских) обвезница као нефискалних инструмената финансирања којима се у многим земљама данас прикупљају знатна средства за финансирање капиталних објеката урбане инфраструктуре, а на крају дајемо искуства Општине Бијељина.

### 3. ПОЈАМ И ВРСТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

Задњих година глобални тренд је да владе земаља дају већу слободу локалним заједницама у трошењу новца и прикупљању додатног капитала. Муниципалне обвезнице као нефискални инструмент финансирања нарочито се развио у САД-у у осамдесетим годинама прошлог вијека. Бројни финансијски теоретичари сматрају да је развојем локалног тржишта капитала и финансирањем јавних локалних потреба путем емитовања муниципалних обвезница избјегнут финансијски колапс великих америчких градова у тим годинама.

Већина најразвијенијих градова САД<sup>8</sup> и Западне Европе проблеме рјешава емитовањем сопствених хартија од вриједности, најчешће емитовањем муниципалних обвезница. Основна улога локалне самоуправе је да се отвори, идентификује капиталне пројекте и прибави кадрове са неопходним знањима и искуствима у реализацији оваквих пројеката. Осим тога, улога локалних власти је да бирократију сведу на минимум, скрате процедуре, како то не би била препрека потенцијалним инвеститорима.

Муниципалне обвезнице су дужничке хартије од вриједности емитоване од стране локалних власти, односно градова, општина и других локалних заједница. Назив муниципалних обвезница долази од њихове главне карактеристике, а то је да их издају органи локалне самоуправе. Њихова је намјена прикупљање финансијских средстава за изградњу локалне инфраструктуре као што су школе, болнице, цесте, канализација, али и финансирање других пројеката који имају карактер јавних добара. Издавањем обвезница локална власт позајмљује новац и обећава купцу обвезнице да ће вратити посуђену главницу с припадајућим каматама. Обично се камате исплаћују периодично, најчешће полугодишње. Главница се најчешће исплаћује по доспијећу, али могућа је и периодична исплата. У већини земаља постоје пореске олакшице за купце муниципалних обвезница. Оне се првенствено односе на зарађене камате. Муниципалне обвезнице, осим пореских олакшица, нуде инвеститорима многе друге погодности. Прије свега, инвеститор добија атрактивне камате, по могућности ослобођене од пореза. Камате се исплаћују у једнаким периодима, обично полугодишње, што значи да је готовински ток познат унапријед. Муниципалне

---

истакао је како је будућност муниципалног развоја у пројектном вођењу градова, те транспарентности која би пратила успјешност развоја сваког појединог пројекта. За суорганизатора конференције одабран је EBRD, који је до сада финансирао 537 пројеката на подручју Хрватске, Србије, Босне и Херцеговине, Албаније, Македоније и Црне Горе, уложивши готово 8 милијарди евра у пројекте који се односе на муниципалну инфраструктуру и услуге. Више на: <<http://www.infoarena.hr/page.asp?pageID=4&dID=57>> (26. 12. 2011).

<sup>8</sup> Локалне власти у САД су прве муниципалне обвезнице издале још 1812. године, а данас се, између осталог, користе и за финансирање пројеката за заштиту животне средине или обновљивих извора енергије.

обвезнице издаје локална заједница па тиме за инвеститора носе висок степен сигурности наплате потраживања.

Локална власт емисијом муниципалних обвезница проналази непореске облике финансијских извора, и то у случају кад порески приходи нису довољни за финансирање капиталних инвестиција. У супротном, ако би локална заједница те капиталне инвестиције финансирала из пореских прихода, по правилу би био нужан једнократни нагли пораст пореских стопа. Осим што порески обвезници нису спремни на нагле промјене пореских стопа, неправедно је да трошкови капиталних инвестиција терете само постојеће пореске обвезнике. Оправдано је да се дио трошкова тих капиталних инвестиција, путем дугорочних муниципалних обвезница који ће се такође служити њиховом експлоатацијом, распореди и на њих саме.

Муниципалне обвезнице могу да се групишу слично као и комерцијалне обвезнице. Карактеришу их:

1. сигурност, (гаранција) отплате дуга,
2. могућност продаје (утрживост) обвезница,
3. технике издавања.

Генерално посматрано, постоје три генеричке категорије дугорочних обвезница, које се заснивају на сигурности отплате дуга, и то:

1. опште обавезујуће обвезнице (*General obligation bonds*),
2. обвезнице које носе приходе (*Revenue bonds*),
3. намјенски приходи обвезница.

Општа обавеза емитената код обавезујућих обвезница је исплата дуга, односно главнице и камате по доспијећу, из било ког извора прихода јединице локалне заједнице или имовине. Будући, да локална власт гарантује свим својим приходима да ће исплатити дуг, посебно пореским приходима, одлуку о задуживању (емитовању), једино могу донијети скупштински органи или грађани локалне заједнице изјашњавањем путем референдума. Овакве обвезнице су обвезнице одобрене гласањем (*voterapproved*). Чињеница, да за ове обвезнице гарантује локална власт, свим својим приходима, оне за инвеститора представљају најсигурнији облик улагања, што их чини посебно атрактивним.

Муниципалне обвезнице које носе приходе издају се са циљем остварења прихода од појединачног капиталног пројекта, односно инфраструктурног објекта који тек треба да се изгради. Главнице и камате су најчешће осигуране, код референтне осигуравајуће компаније. Ти пројекти могу бити, на примјер изградња аутопутева, мостова, канализације, водовода и слично. Код обвезница које носе приходе главница и камата се сервисирају из остварених прихода који се реализују из активираних, изграђених инфраструктурних објеката, финансирани на основу претходног задужења. Класичан примјер је наплата путарина из које могу да се сервисирају обавезе по емитованим муниципалним обвезницима за изградњу аутопута.

Посебан тип доходних обвезница је обвезница за индустријски развој, која се издаје ради финансирања комерцијалних подухвата као што је изградња фабрике којом може управљати приватна фирма. Ово средство у ствари омогућава фирми да искористи могућност локалних органа управе да позајмљују новац по стопама које су изузете од пореза (Bodie, Kane, Marcus 2009: 35).

Намјенски приход муниципалних обвезница, обезбијеђен је на основу гаранције (залога) од једне или више врста пореза или других прихода.

Са становишта времена емитовања постоје:

- краткорочне,
- средњорочне,
- дугорочне муниципалне обвезнице.

Краткорочне муниципалне облигације се обично називају ноте, са роком доспијећа до једне године. Емитују их локалне власти за превазилажење тренутне неликвидности, услед нередовног прилива текућих буџетских прихода, дефицита текућег буџета или тренутног недостатка капитала за дугорочне капиталне пројекте (An Investor's Guide to Municipal Bonds, 2003). Локалне власти емитују ноте када очекују веће приходе у будућности, на примјер, већи прилив прихода из очекиваног повећања пореза (због сезонског карактера привређивања), државне или федералне помоћи или доспијећа наплате садашњих и будућих текућих потраживања. Дугорочне муниципалне облигације имају рок доспијећа дужи од једне године и користе се за финансирање капиталних локалних јавних добара.

На финансијском тржишту, постоји неколико група муниципалних облигација са посебним инвестиционим могућностима. Осигуране муниципалне облигације (*insured municipal bonds*) су тако дизајниране, да омогућавају потенцијалним инвеститорима већу сигурност и мањи ризик у наплати дуга. За њихову исплату гарантује осигуравајуће друштво, које ће исплатити главницу и камату ако она није исплаћена у року доспијећа од стране емитента, односно локалне заједнице. Понекад, локалне власти издају облигације које су опорезиве, гдје камате нису изузете од опорезивања. Такви случајеви су спорадични и углавном се односе на облигације издате за локалне спортске садржаје, инвестирање у станове и финансирање пензија.

Облигације са промјенљивом и пливајућом каматном стопом (*variable-rate i floating-rate bonds*) су атрактивне за инвеститоре, јер се каматна стопа периодично обрачунава према кретању неке референтне каматне стопе.<sup>9</sup>

Муниципалне облигације, које не носе камату, већ се емитују уз *дубоки дисконт*, су посебно атрактивне за инвеститоре који су оријентисани на дугорочну акумулацију капитала. У ту групу муниципалних облигација убрајају се, облигације без купона (*zero-coupon bonds*), *compound-interest* облигације и мултипликатор облигације. Ове муниципалне облигације су емитоване уз веома велике попусте од вриједности при доспијећу, и не подлијежу периодичном плаћању камате. Исплата је једнократна (по доспијећу), која је једнака износу који је муниципал уложио, увећану за износ камате, обрачунате на полугодишњем нивоу према изворној каматној стопи (An Investor's Guide to Municipal Bonds, 2003). Цијене ових облигација имају тенденцију промјенљивости (волатилност) услед незаинтересованости инвеститора да наплате ове облигације прије доспијећа.

Тзв. пут облигације имају посебну инвестициону могућност, а која се састоји у откупу облигације по номиналној вриједности прије доспијећа. Муниципалне облигације могу садржати опцију која инвеститору омогућава исплату главнице на његов захтјев, прије доспијећа, чиме инвеститор предупређује потенцијални ризик обезвређивања инвестираног капитала у облигације са фиксном каматном стопом. Погодност наплате прије доспијећа, инвеститору пружа могућност улагања у облигације са нижим цијенама и вишим стопама приноса.

Могућност продаја облигација (утрживост) односи се на разликовање домаћих и међународно емитованих облигација. Утрживост муниципалних облигација пружа могућност инвеститору продају на секундарном финансијском тржишту, а тиме и остварење капиталне добити.

Постоје три основне технике емитовања облигација, а односе се на јавни и приватни пласман облигација. У случају јавног издавања, облигације се нуде у јавности, док у приватном пласману купци су пословне банке, финансијски посредници, осигуравајуће компаније, инвестициони фондови и пензиони фондови.

<sup>9</sup> На примјер, у САД-у то је често каматна стопа на трезорске записе.

#### 4. АРГУМЕНТИ У КОРИСТ ЕМИТОВАЊА МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА ОД СТРАНЕ ЛОКАЛНИХ ЗАЈЕДНИЦА

По дефиницији, тржиште капитала служи правним лицима да издавањем хартија од вриједности обезбиједи дугорочни капитал неопходан за развој или проширивање пословања. При томе, нужно је напоменути да дугорочни успјех на тржишту капитала углавном зависи од способности издаваоца хартија од вриједности, постигнутих економских резултата и будућих перспектива. Органи локалне заједнице 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 неиспуњавања обавеза од стране издаваоца – локалне заједнице. Предност муниципалних обвезница, са аспекта локалне самоуправе, свакако је нижа цијена у односу на друге облике финансирања.

Најважнији аргументи за емитовање обвезница од стране локалних власти, а против другог облика финансирања, су:

1. Флексибилан терет трошкова и приступ користи: позајмица је временом ефикасан начин за превазилажење проблема, али је и неправедна, јер оптерећује трошковима пореске обвезнике. Финансирање емитовањем обвезница обезбјеђује оптималну расподелу ресурса, јер постоји увјерење да већина корисника плаћа накнаду, било кроз локалне порезе, или директно путем накнаде трошкова коришћења локалних ресурса.

2. Користи од убрзаног локалног развоја могу бити већи од трошкова позајмице. Убрзање скраћења периода инвестиционог улагања може знатно смањити оперативне трошкове (у зависности од услуге).

3. Стабилизација потребних буџетских средстава. Обим капиталне потрошње у јединици локалне самоуправе мијења се из године у годину. Ако су капитални пројекти финансирани из текућих прихода, тражња за финансијским средствима ће се промијенити са временом.

Намеће се питање зашто су муниципалне обвезнице атрактивне за локалне заједнице? Аргументи у корист емитовања муниципалних обвезница од стране локалних заједница су бројни, најбитнији су:

– Емитовањем муниципалних обвезница обезбјеђују се јефтинији извори финансирања, за разлику од класичног начина задуживања код банкарског сектора, који се огледа у нижој каматној стопи.

– Транспарентност емитовања, повећава одговорност носилаца локалних власти, доприноси пажљивијој евалуацији пројекта и подлијеже већој контроли јавног мњења.

– Изузећа од пореског третмана, трансакције су без пореског оптерећења, и не подлијежу опорезивању добити.

– Праћење цијене властитог дуга на тржишту капитала, могућност откупа прије рока доспијећа.

– Фиксна уговорена каматна стопа, не подлијеже тржишним осцилацијама.

– Трошкови финансирања су нижи и конкурентнији, у односу на традиционалне кредитне линије.

– Ефикасније и флексибилније финансирање према потребама локалних самоуправа, путем већих износа емитовања и у већим траншама.

– Могућности грађана да кроз тржиште капитала улажу у развој своје локалне заједнице.

– Диверзификација извора финансирања и ширење базе инвеститора.



– Пројекти финансирани емитовањем муниципалних обвезница доприносе повећању квалитета живота конкретне локалне заједнице, побољшању стандарда локалног становништва и одрживом развоју.

– Ствара се база за развој реалног сектора, посредно; реални сектор учествује у реализацији инфраструктурних и других пројеката од значаја за развој локалне заједнице.

– Заинтересованост великог броја различитих инвеститора да инвестирају у реализацији конкретних пројеката.

– Позитивни маркетиншки ефекти кроз побољшање имица локалне заједнице.<sup>10</sup>

Наравно, поред предности постоје и недостаци за локалну заједницу као емитента, а најупечатљивији су: дужи процес прикупљања средстава у односу на кредитно задуживање и неизвјесније задужење које зависи од успјешности уписа и уплате емисије муниципалних обвезница.

## 5. ПРЕДНОСТИ И РИЗИЦИ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА ЗА ИНВЕСТИТОРЕ

### 5.1. Инвеститори у муниципалне обвезнице

На финансијском тржишту, тражња за муниципалним обвезницама генерише одређене групе инвеститора:

1. индивидуални инвеститори – грађани,
2. институционални инвеститори: комерцијалне банке, осигуравајуће компаније и инвестиционе компаније.

Муниципалне обвезнице емитоване у великом обиму и са нижом номиналном вриједношћу су веома привлачне за индивидуалне инвеститоре, са високим примањима. Данас су у свијету<sup>11</sup>, индивидуални инвеститори највећи купци ове врсте обвезница са највећим процентуалним учешћем у структури продаје. Индивидуални инвеститори купују муниципалне обвезнице директно или преко инвестиционих фондова.

Институционални инвеститори, комерцијалне банке прије свега купују дужничке инструменте локалних заједница да би заштитиле приходе од пореза. Облигације локалних органа власти комерцијалним банкама могу користити у репо аранжманима са централном банком. Банке су често *underwriteri* или маркет *markeri* на тржиштима ових обвезница (Живковић, Шошкић 2009: 256). Осигуравајуће и инвестиционе компаније инвестирају у муниципалне обвезнице искључиво са циљем остварења сигурних приноса, односно добити.

### 5.2. Предности муниципалних обвезница за инвеститоре

Сваки инвеститор чији је примарни инвестициони циљ да заштити свој капитал, а да уз то остварује релативно високу каматну стопу уз минималан ризик, требао би да узме у обзир муниципалне обвезнице. Осим тога, приход од муниципалних обвезница

<sup>10</sup> На тај начин креира се имиц и повећава рејтинг локалне заједнице као инвестиционе дестинације.

<sup>11</sup> Нажалост, подаци за БиХ – РС не говоре у прилог томе. Највећи купац муниципалних обвезница у РС је Инвестиционо-развојна банка РС, са највећим процентуалним учешћем у структури продаје.

се најчешће не опорезује,<sup>12</sup> што представља додатни подстицај за потенцијалне инвеститоре.

Муниципалне обвезнице су веома атрактивне хартије од вриједности за инвеститоре јер им нуде широк спектар погодности:

- У многим државама постоје пореске олакшице на остварене приходе од камата. Текући приходи од камата су ослобођени савезних, а у неким случајевима и од локалних пореза.

- С обзиром на чињеницу да су емитоване од стране локалне власти, носе високи степен безбједности и сигурности (низак ризик улагања) наплате главнице и камате, гарантоване су пореском снагом и имовином емитента.

- Висок степен ликвидности (утрживост, котацијом на секундарном финансијском тржишту). Уз камате постоји могућност остварења капиталне добити, трговином на секундарном финансијском тржишту.

- Релативно висока зарада (чак, ако и не постоје изузећа од опорезивања прихода од камата, у већини случајева, је остварени принос, опет већи него да се инвестирало у друге финансијске облике као што су орочени депозити или улагања у државне обвезнице).

- Имају предвидив ток прихода по динамици, рочности и структури.

- Могућност осигурања чиме се смањује ризик за инвеститора. Осигуравајуће компаније и други јемци гарантују исплату, мада до такве ситуације ријетко долази, осим у условима финансијске кризе.

- Транспарентност емитовања обвезница.

- Постојање институције, повјереника – заступника инвеститора.

### 5.3. Ризици муниципалних обвезница за инвеститоре

Муниципалне обвезнице, као и друге хартије од вредности на финансијском тржишту, носе ризик за инвеститоре. О томе, у тржишно развијеним економијама вођене су многе расправе из којих је произашло неколико могућих случајева ризика које доноси куповина муниципалних обвезница:

- неплаћање или кредитни ризик,<sup>13</sup>

- ризик реинвестирања,

- ризик каматних стопа,<sup>14</sup>

- ризик откупа,

- ризик волатилности,

- ризик инфлације,

- порески ризик.

Ако каматне стопе падну, инвеститори ће остварити добит на обвезнице према изворном приносу. Остварену добит од главнице и камате могу поново реинвестирати у хартије од вриједности које доносе боље приносе. Овај случај у пракси је познат као ризик реинвестирања.

Ако инвеститори морају да продају своје обвезнице у периоду повећања каматних стопа, они ће претрпјети губитке због цијене обвезница. Инвеститор трпи

<sup>12</sup> У САД чак 90% свих емисија носи погодност ослобађања федералног пореза.

<sup>13</sup> Ризик неплаћања је можда најозбиљније наметнути ризик који носе муниципалне обвезнице, и односи се на потенцијалну могућност емитента да не може да их исплати по унапријед утврђеној цијени.

<sup>14</sup> Одређена цијена и добит су у инверзном односу када су у питању обвезнице са фиксном цијеном, релативно повећање каматних стопа на тржишту ће проузроковати пад цијена обвезница. Промјена каматне стопе може утицати, код муниципалних обвезница са фиксним приносом, на флукуацију њихове цијене, као реакција на промјене каматне стопе – цијене расту када каматне стопе падају и цијене падају када каматне стопе расту.

губитак због ризика каматне стопе, само у ситуацији када су обвезнице продате прије доспијећа, а ниво каматне стопе порасте после продаје. Оваква ситуација је позната као ризик каматних стопа, јер су обвезнице задржане до рока доспијећа, при чему ризик каматних стопа није узет у обзир. Ризик каматне стопе – каматне стопе код муниципалних обвезница су фиксне, тако да ако се каматне стопе на тржишту промијене, принос од камате се не мијења, само може бити већи или мањи у односу на приносе других постојећих каматних стопа.

Ризик који се односи на нижу тржишну каматну стопу, познат је као ризик откупа (*call risk*). Емитенти обвезница не би могли да реализују могућност знатних уштеда у трошкове камата, ако не би искористили *call-опцију*, коју су уградили у своје повлашћене обвезнице, и реемитовали дуг на тржишта са нижим преовладавајућим цијенама. Тако, ако се обвезнице са позив – цијене, (*call price*) веома често нуде изнад номиналне вриједности, остварени приноси, по том основу, не могу адекватно да надокнаде приносе инвеститорима, који због тога морају поново да реинвестирају на финансијским тржиштима са нижим каматним стопама. Ризик откупа премија, се обично, на захтјев инвеститора уграђују у каматне стопе. Уколико брзо повећање или смањење камате унесе неизвјесност у вриједност обвезница, посебно обвезница са уграђеним *call-опцијама*, инвеститори ће бити подложни ризику волатилности цијена.

Инфлација, такође утиче на ризик инвестирања у муниципалне обвезнице. Ризик инфлације односи се на смањење куповне моћи инвеститора и будуће токове готовог новца. Ризик премије осигурања од инфлације није уграђен у каматне стопе. Када се повећа стопа инфлације<sup>15</sup> цијене обвезница имају тенденцију пада услед пада куповне моћи, што обвезницама са фиксним приносима, наравно, смањује принос.

Порески ризик може бити двострук: 1. смањење савезних маргиналних пореских стопа, може умањити атрактивност муниципалних обвезница изузетих од опорезивања, што ће се одразити на смањење тржишне вриједности обвезница и 2. у изузетним случајевима, када је у интересу владе да повећа своје приходе, она може да опозове обвезнице са статусом пореских изузећа.

Поједини аутори указују на проблем *утрживости*, односно сматрају да ризик вуче коријене од несавршености тржишта муниципалних обвезница. Тржиште муниципалних обвезница је прилично активно. Секундарно тржиште, према неким истраживањима, је прилично неактивно и недовољно ликвидно. Инвеститор желећи да осигура свој положај, ван тржишта муниципалних обвезница, биће принуђен да знатно спусти тражену цијену због *мршавости* секундарног тржишта. Куповина муниципалних обвезница могла би бити проблематична ако не постоје лакше доступни продавци/понуђачи. Ако не постоје конкурентске понуде, купац ће бити принуђен да разматра само премију на набавну цијену.

## 6. МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ ОПШТИНЕ БИЈЕЉИНА

Имплементација инвестиционих пројеката локалних заједница зависи од њихове способности да прикупе неопходна средства комбинацијом сопствених извора и екстерног финансирања. Финансирање путем дуга омогућава локалним самоуправама да у краћем временском периоду реализују више инфраструктурних пројеката него што би то био случај када би их финансирани сопственим средствима. Ипак, ризик повезан са задуживањем мора бити добро схваћен и документован у смислу његовог потенцијалног утицаја на локални буџет у будућности. Из тог разлога, прије него што

<sup>15</sup> Хартије од вриједности су индексирани са порастом инфлације, чиме се штити њихова вриједност и елиминише ризик инфлације. *Treasury Inflation Protection Securities (TIPS)* то ради у САД.

се предузме задуживање, препоручљиво је да свака локална заједница има стратегију управљања дугом и писану политику у вези задуживања. Стратегија управљања дугом треба да обезбиједи да локална самоуправа одржи, у било ком тренутку, адекватан ниво задужености (1) који неће утицати на финансијску стабилност и (2) који ће омогућити остварење инвестиционих циљева.

С обзиром на чињеницу да административна служба Општине Бијељина улаже велике напоре у изградњу и уређење великих инфраструктурних система. У питању су инвестиције које изискују огромна средства и чија реализација траје годинама (канализација, водоводни систем, гасификација). Тако се Општина Бијељина одлучила да емисијом муниципалних обвезница финансира четири инфраструктурна пројекта којим би се побољшали услови за даљи развој општине, те унаприједили услови живота грађана.

Упућен је јавни позив за упис и уплату прве емисије обвезница Општине Бијељина са сљедећим садржајем:<sup>16</sup>

Скупштина општине Бијељина је на сједници одржаној дана 27. 05. 2009. године донијела Одлуку о првој емисији обвезница јавном понудом број: 01-022-61/09.

Рјешењем Комисије за хартије од вриједности Републике Српске, број: 01-УП-031-2468/09 од 14. 07. 2009. године, Општини Бијељина одобрен је Проспект за прву емисију обвезница јавном понудом по сљедећим условима:

– Редни број емисије, ознака врсте и класа ХОВ: прва емисија, дугорочних муниципалних (општинских) обвезница јавном понудом.

– Број, номинална вриједност хартија од вриједности и укупна вриједност емисије. Првом емисијом емитује се 110.000 обвезница номиналне вриједности 100,00 КМ, укупне вриједности емисије 11.000.000,00 КМ.

– Доспијеће, висина камате, начин и рокови исплате главнице и камате. Обвезнице се емитују са роком доспијећа од десет година од дана уписа емисије у Централни регистар хартија од вриједности а. д. Бања Лука; фиксна каматна стопа 6,75% на годишњем нивоу, исплата главнице и припадајућег дијела камате ће се вршити два пута годишње, најкасније у року од петнаест дана од дана доспијећа ануитета.

– Циљеви инвестирања: Новчана средства прикупљена емисијом обвезница ће се користити за:

1. Уређење индустријске зоне 2 и 3, у износу од 4.000.000 КМ;
2. Изградњу топловодне мреже и монтирање котла у износу од 1.500.000 КМ;
3. Уређењу локације Кнез Иво од Семберије у износу од 500.000 КМ;
4. Изградњу Центра за културу у износу од 5.000.000 КМ;

– Агент емисије: „Адвантис Брокер“ а. д. Бања Лука;

– Права и ограничења права: власник обвезница има право на наплату номиналне вриједности главнице и припадајуће камате. Ниједан власник нема право тражити пријевремено доспијеће обвезница;

– Продајна цијена: 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.

– Рок трајања уписа и уплате: почетак уписа и уплате обвезница је петнаест дана од дана објављивања јавног позива. Рок трајања уписа и уплате је деведесет дана.

– Мјесто уписа и уплате: упис се врши код овлаштених берзанских посредника на тржишту хартија од вредности Републике Српске у складу са радним временом овлаштених берзанских посредника. Уплате ће се вршити на рачун код депозитне банке

<sup>16</sup> Доступно на: <<http://www.blberza.com/v2/pages/DocView.aspx?id=11562>> (26. 12. 2011).

– Нове банке а. д. Бања Лука, број рачуна: 555-001-00000000-66, позив на број: 58999-77777.

Проспект ће бити бесплатно доступан у просторијама агента емисије, те на интернет страницама агента емисије: <[www.advantisbroker.com](http://www.advantisbroker.com)>, и Бањалучке берзе: <[www.blberza.com](http://www.blberza.com)>.

– Критеријум успјешности емисије: емисија се сматра успјешном ако је у року од 90 дана предвиђеном за упис и уплату уписано и уплаћено најмање 60% хартија од вриједности понуђених у проспекту.

– Права емитента: емитент задржава право на завршетак поступка јавне понуде хартија од вриједности прије истека утврђеног рока за њихов упис и уплату уколико емисија буде у цјелости уписана и уплаћена прије завршетка рока за упис и уплату.

– Овлашћено лице емитента за спровођење емисије: начелник општине Мићо Мићић.

Слика 1: Регистрација хартије од вриједности

<b>Obveznica OPŠTINA BIJE LJINA, I emisija, javna ponuda</b>	
Centralni registar je dana 25.11.2009. godine izvršio registraciju obveznica sa slijedećim podacima i karakteristikama:	
Naziv emitenta	OPŠTINA BIJE LJINA
Sjedište emitenta	Trg Kralja Petra I Karađorđevića 1, 76300, Bijeljina
Matični broj emitenta	01002457
Vrsta hartije	obveznica
Lokalna oznaka hartije	BNIF-O-A
Broj hartija	110.000
Nominalna vrijednost hartije	100,00 KM
Ukupna nominalna vrijednost emisije	11.000.000,00 KM
Redni broj emisije	prva emisija, javna ponuda
Tip emisije	Primarna emisija
Rok dospjeća	25.11.2019.
ISIN kod	BA100BNIF0A1
CFI kod	DBFUBR

Извор: [http://www.crhovrs.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=416:obveznica-optina-bijeljina-i-emisija-javna-ponuda&catid=16:poslovi-registra&Itemid=36&lang=sr](http://www.crhovrs.org/index.php?option=com_content&view=article&id=416:obveznica-optina-bijeljina-i-emisija-javna-ponuda&catid=16:poslovi-registra&Itemid=36&lang=sr)>(26.12.2011).

Табела 1: Подаци о хартији о вриједности

Емитент	Општина Бијељина
Ознака обвезнице	BNIF-O-A
Номинални износ (KM)	11.000.000
Број обвезница	110.000
Датум емисије	25.11.2009.
Датум доспијећа	25.11.2019.
Цијена уписа (KM)	100,00
Каматна стопа	6,75%
Врста обвезнице	ануитетна
Периодика плаћања ануитета	полугодишње
Почетак уписа	04.08.2009.
Завршетак уписа	02.11.2009.
Датум листирања на берзу	07.12.2009.
Агент емисије	„Advantis Broker“

Извор: <[www.blberza.com](http://www.blberza.com)> (26. 12. 2011).

Према подацима из табеле 1, дана 02. 11. 2009. године завршен је упис муниципалних обвезница Општине Бијељина. Инвестиционо-развојна банка РС уписала је 7,6 милиона муниципалних обвезница, а *Grawe* осигурање Бања Лука нешто више од 2,5 милиона.<sup>17</sup>

У 2009. години остварено је 19.888.000 КМ промета кроз 9 јавних понуда обвезница (од чега 11.000.000. КМ отпада на обвезнице Општине Бијељина), што је чинило 11,02% укупног промета (Извјештај о раду и стању на тржишту хартија од вриједности за 2009. годину, јун 2010: 69–70).

Табела 2: Јавна понуда муниципалних обвезница Општине Бијељина у 2009. години

Емитент	Датум аукције	Ознака ХОВ	Почетна цијена	Цијена	Број прометованих обвезница	Вриједност промета
Општина Бијељина	21. 08. 2009.	VJLJ-PO1	100,00	100,00	100	10.000
Општина Бијељина	01.09. 2009.	VJLJ-PO1	100,00	100,00	10.000	1.000.000
Општина Бијељина	23. 10. 2009.	VJLJ-PO1	100,00	100,00	25.490	2.549.000
Општина Бијељина	01.11. 2009.	VJLJ-PO1	100,00	100,00	74.410	7.441.000
Укупно						11.000.000

Извор: *Извјештај о раду и стању на тржишту хартија од вриједности за 2009. годину*, јун 2010. Комисија за хартије од вриједности Републике Српске, Бања Лука. Доступно на: <[http://www.secrs.gov.ba/Documents/Izvjestaji/30c080a2-f667-400d-bd3f-5e9e4084b5f7\\_sr-Latn-CS.pdf](http://www.secrs.gov.ba/Documents/Izvjestaji/30c080a2-f667-400d-bd3f-5e9e4084b5f7_sr-Latn-CS.pdf)> (10. 08. 2011). Обрада аутора.

Слика 2: Подаци о муниципалној обвезници Општине Бијељина

Подаци о хартији		Ukratko	
<b>Општина Бијељина</b>			
Последњи датум трговања:	10. 1. 2011	Број обвезница:	110.000
Просјечна цијена:	100,00%	Номинална вриједност:	100,00 КМ
Последња цијена:	100,00%	Престали дан номиналне вриједности:	04.09.12 КМ
Количина:		Тријешна капитализација:	9.342.431 КМ
Промет:	0,00 КМ	Тријешни сегмент:	Обвезнице и остале дужнице
Апсолутна пројена:	0,00%	ХОВ	
Релативна пројена:	0,00%	Начин трговања:	CONT
Најбоља куповина/продаја:	% / %	Дозвољено флукутирање у току дана:	+20%/-20%
Куповина/продаја количина:	/		
Отварајућа цијена:	%	Датум листинга:	7.12.2009
Затварајућа цијена:	%	Датум демистрања:	20.11.2019
Највиша цијена:	%	Датум истека:	25.11.2019
Најнижа цијена:	%	Принос до доспјећа (закључна цијена):	6,86%
Највиша цијена у току 52 седмице:	%		
Најнижа цијена у току 52 седмице:	%		

Извор: <<http://www.blberza.com/v2/Pages/securitytrading.aspx?code=bnif-o-a>> (25. 01. 2012).

<sup>17</sup> Према ријечима Дарка Лакића, помоћника директора Бањалучке берзе, у наредном периоду Бањалучка берза ће покушати да у сарадњи с Инвестиционо-развојном банком РС и пословним банкама обезбиједи подржаваоце ликвидност обвезница, што би значило да сви купци обвезница у примарној емисији могу у сваком тренутку да продају те обвезнице. То би им омогућило да остварују камату која је једнака или чак већа него камата на орочену штедњу, а по потреби могу их продавати и тако доћи до новца.

Емитент Општина Бијељина је 01. 06. 2010. године, у складу са планом исплате купона (камате и главнице), исплатио први купон по основу прве емисије обвезница Општине Бијељина. Укупна вриједност првог купона износи 765.243,76 КМ, од чега је 393.993,76 КМ исплаћено на име отплате главнице, док је 371.250,00 КМ исплаћено на име камате.<sup>18</sup>

Слика 3: План исплате купона муниципалне обвезнице Општине Бијељина

» План исплате

Купон	Датум почетка трговања без права на купон	Датум купона	Купон по обвезници	Камата по обвезници	Преостали дио номиналне вриједности
0	25. 11. 2009	25. 11. 2009	0,00	0,00	100,00
1	20. 5. 2010	25. 5. 2010	6,95676145	3,375	96,41823855
2	22. 11. 2010	25. 11. 2010	6,95676145	3,25411555	92,71559255
3	20. 5. 2011	25. 5. 2011	6,95676155	3,12915127	88,88798236
4	22. 11. 2011	25. 11. 2011	6,95676145	2,99996936	84,93119027
5	22. 5. 2012	25. 5. 2012	6,95676145	2,86642764	80,84085645
6	21. 11. 2012	25. 11. 2012	6,95676145	2,72837891	76,61247382
7	22. 5. 2013	25. 5. 2013	6,95676145	2,585671	72,24138336
8	20. 11. 2013	25. 11. 2013	6,95676155	2,43814673	67,72276855
9	21. 5. 2014	25. 5. 2014	6,95676155	2,28564345	63,05165045
10	20. 11. 2014	25. 11. 2014	6,95676145	2,12799318	58,22288218
11	20. 5. 2015	25. 5. 2015	6,95676145	1,96502227	53,231143
12	20. 11. 2015	25. 11. 2015	6,95676155	1,79655109	48,07093255
13	20. 5. 2016	25. 5. 2016	6,95676155	1,622394	42,736565
14	22. 11. 2016	25. 11. 2016	6,95676115	1,44235909	37,22216264
15	22. 5. 2017	25. 5. 2017	6,95676155	1,256248	31,52164909
16	22. 11. 2017	25. 11. 2017	6,95676145	1,06385564	25,62874327
17	22. 5. 2018	25. 5. 2018	6,95676145	0,86497009	19,53695191
18	21. 11. 2018	25. 11. 2018	6,95676145	0,65937209	13,23956255
19	22. 5. 2019	25. 5. 2019	6,95676155	0,44683527	6,72963627
20	20. 11. 2019	25. 11. 2019	6,95676145	0,22712518	0,00

Извор: <<http://www.blberza.com/v2/Pages/securitytrading.aspx?code=bnif-o-a>> (25. 01. 2012).

У БиХ је до недавно буџет био традиционални и најзаступљенији извор финансирања пројеката локалног развоја. С обзиром на чињеницу да је овај извор финансирања постао све несигурнији, још од 2006. године, локалне заједнице у БиХ процентуално добијају мање ових прихода у односу на раније приходе од распојеле пореза на промет на нивоу ентитета. Буџет великог броја локалних заједница задовољава само потребе финансирања оперативних трошкова и то за интервентно рјешавање социјалних проблема, за здравствену заштиту, комуналне услуге и сл. Буџетска средства мањих и руралних средина најчешће су једва су довољна за финансирање основних трошкова функционисања општине, док се за финансирање развојних пројеката од локалног значаја не могу издвојити значајнија средства из овог извора.

Из тих разлога административна управа Општине Бијељина се одлучила за финансирања капиталне инфраструктуре емисијом муниципалних обвезница и у вези са тим има само позитивна искуства и пројекте који напредују.

<sup>18</sup> Више видјети на: <<http://www.blberza.com/v2/Pages/DocView.aspx?Id=14539>> (25. 01. 2012).



Слика 4: Пројекат Центра за културу – поглед са Трга краља Петра I Карађорђевића



Извор: <[http://www.sobijeljina.org/cir/231.centar\\_za\\_kulturu.html](http://www.sobijeljina.org/cir/231.centar_za_kulturu.html)> (12. 01. 2012).

Зграда Центра за културу се гради на мјесту некадашњег Омладинског дома. Центар за културу имаће више од 4.000 квадратних метара корисне површине укључујући вишенамјенску салу са 350 мјеста за позоришне преставе и остала културна дешавања. Предвиђено је да у Центру за културу буду смјештене просторије институција културе, укључујући и омладински центар и културно-умјетничка друштва, а пројектом је планиран и нови, атрактивни галеријски простор, као и нова сала за сједнице Скупштине општине Бијељина.

Укупни трошкови изградње Центра за културу, укључујући и унутрашње опремање, процијењени су на осам милиона конвертибилних марака.<sup>19</sup>

Прва фаза која је подразумијевала грубе грађевинске радове, вриједне 1.470.000 КМ завршена је у августу 2010. године.

До септембра 2011. године приведени су крају радови на другој фази – израда фасаде и фини радови унутар зграде, укључујући постављање инсталација. Предвиђено је да друга радова кошта 2.155.000 КМ. У току је постављање система климатизације и вентилације.

Слика 5: Центар за културу почетком септембра 2011. године



Извор: <[http://www.sobijeljina.org/cir/231.centar\\_za\\_kulturu.html](http://www.sobijeljina.org/cir/231.centar_za_kulturu.html)> (12. 01. 2012).

<sup>19</sup> Подаци о пројекту Центар за културу преузети са:  
<[http://www.sobijeljina.org/cir/231.centar\\_za\\_kulturu.html](http://www.sobijeljina.org/cir/231.centar_za_kulturu.html)> (12. 01. 2012).



У току је процес уговарања треће фазе радова која подразумева комплетно уређење унутрашњости Центра, са молерско-гипсарским радовима и постављање подних облога, као и завршни радови на спољном уређењу Центра.

Рок за коначан завршетак радова на Центру за културу је 15. јун 2012. године.

## 7. ЗАКЉУЧАК

Избор начина финансирања пројеката капиталне инфраструктуре у локалној заједници зависи од многих фактора, међу којима се издвајају:

- расположивост властитих средстава и њихов обим,
- намјена средстава,
- рокови изградње капиталних објеката / инвестиција и очекивани ефекти,
- расположивост различитих извора финансирања,
- могућност промоције на основу инвестирања,
- расположивост подршке пратећих институција (у вези са процедуралним и временским аспектом поступка).

Буџет је традиционални и најзаступљенији извор финансирања пројеката локалног развоја у БиХ. Међутим, овај извор финансирања постаје све несигурнији, између осталог, и због промјене у начину расподјеле пореских прихода, преношењем индиректних пореза (ПДВ-а и царине) са ентитетског на државни ниво. Још од 2006. године локалне заједнице процентуално добијају мање ових прихода у односу на раније приходе од расподјеле пореза на промет на нивоу ентитета. Буџет великог броја локалних заједница задовољава само потребе финансирања оперативних трошкова и то за интервентно рјешавање социјалних проблема, за здравствену заштиту, комуналне услуге и сл. За финансирање већих пројеката, општине могу очекивати помоћ кроз прерасподјелу средстава из ентитетских буџета путем подстицајних средстава за развој појединих сектора и дјелатности (нпр. пољопривреде, МСП, здравствену заштиту и сл.).

Задуживање јавног сектора код пословних банака и других кредитора ограничено је Законом о задуживању, дугу и гаранцијама БиХ (*Службени гласник БиХ*, број 52/05. од 02. 08. 2005. године). Са становишта банака – повјерилаца, у условима финансијске кризе јавни сектор је мање ризичан и зато су услови за одобравање кредитних средстава овом сектору флексибилнији у односу на приватни. Кредитирање пројеката локалног развоја из средстава ентитетских инвестиционо-развојних банака такође пружа одређене погодности. Ипак, овај извор задуживања не мора да буде повољнији од неких других извора, као што су, на примјер, муниципалне обвезнице.

Ипак, ни емисија обвезница не мора бити најбољи избор за мале и неразвијене општине због неатрактивности за потенцијалне инвеститоре, малог обима емисије и високих фиксних трошкова издавања. Отуда је је емисија муниципалних обвезница често привилегија развијених општина и градова. Као и свако друго задуживање, обвезнице носе ризик који се првенствено огледа у недовољном остваривању прихода од инвестиције за сервисирање преузетих обавеза.

Пракса је показала да је са аспекта ризика најбоље рјешење комбиновано финансирање пројеката (емисијом обвезница и из других извора), јер овакав начин финансирања диверсификује ризик и чини поврат на уложена средства сигурнијим.

## ЛИТЕРАТУРА

- Bodie, A. et al.** 2009. *Osnovi investicija*, šesto izdanje, Beograd: Datastatus.
- Božić R.** 1998 *Finansiranje preduzeća i finansijsko tržište*, Priština: Institut za ekonomska istraživanja.
- Đerić, B.** 1997. *Teorija i politika privrednog razvoja*, Beograd: Savremena administracija.
- Erić, D** 2003. *Finansijska tržišta i instrumenti*, Beograd: Čigoja.
- Intervju Graham Chechire Municipalne obveznice – nova tema i novi izazov**, 2009. Bankarstvo, Beograd, broj 9-10, strana 46–51.
- Ivanišević, M.** 2008. *Poslovne finansije*, Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
- Šimović H.** 2005. *Municipalne obveznice i njihova primjena u Hrvatskoj*, 2005. Financijeračunovodstvo, Zagreb, broj 3. strana 8–13.
- Yescombe E.R.** 2010. *Javno-privatna partnerstva – načela politike i financiranje*, Zagreb: MATE doo.
- Živković, B. Šoškić D.** 2009. *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet, Beograd, strana 255–259.
- Интернет извори:
- An Investor's Guide to Municipal Bonds* 2003. The Bond Market Association, New York. Dostupno na: [http://rseelaus.com/pdf/An\\_Investors\\_Guide\\_to\\_Municipal\\_Bonds.pdf](http://rseelaus.com/pdf/An_Investors_Guide_to_Municipal_Bonds.pdf) (06. 08. 2011).
- Emisija hartija od vrijednosti*, maj 2010. Banjalučka berza hartija od vrijednosti, Banja Luka. Dostupno na: <http://www.blberza.com/Cms2FileCache/files/cms2/docver/18409/files/IPO-brosura.pdf> (15. 11. 2011).
- Investing in Municipal Bonds Determining if Tax-Free Munis are Right for Your Portfolio* By Joshua Kennon. Dostupno na: [http://beginnersinvest.about.com/cs/municipal\\_bonds/a/aa071502.htm](http://beginnersinvest.about.com/cs/municipal_bonds/a/aa071502.htm) (07. 08. 2011).
- Izveštaj o radu i stanju na tržištu hartija od vrijednosti za 2009. godinu*, jun 2010. Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske, Banja Luka. Dostupno na: [http://www.secrs.gov.ba/Documents/Izvjestaji/30c080a2-f667-400d-bd3f-5e9e4084b5f7\\_sr-Latn-CS.pdf](http://www.secrs.gov.ba/Documents/Izvjestaji/30c080a2-f667-400d-bd3f-5e9e4084b5f7_sr-Latn-CS.pdf) (10. 08. 2011).
- Metodologija za integrirano planiranje lokalnog razvoja*, oktobar 2009. Sarajevo. Dostupno na: <http://www.fzzpr.gov.ba/ostalo.htm> (07. 08. 2011).
- Opština Bijeljina preliminarni izvještaj o stanju indikatora kvaliteta života građana*, septembar 2009. Centri civilnih inicijativa, Lokalna uprava za kvalitet života građana.
- Prospekt javne ponude emisije municipalnih obveznica opštine Bijeljina*, jun 2009. Banja Luka. Dostupno na: [http://www.blberza.com/cms2filecache/files/cms2/docver/12629/files/bijeljina\\_prospekt.pdf](http://www.blberza.com/cms2filecache/files/cms2/docver/12629/files/bijeljina_prospekt.pdf) (20. 08. 2011).
- Strategija razvoja opštine Bijeljina do 2015. godine*, 2007. Dostupno na: <http://www.sobijeljina.org/> (05. 08. 2011).
- Učinkovito financiranje kapitalnih ulaganja u jedinicama lokalne samouprave, Vodič za učinkovito upravljanje procesom kapitalnih ulaganja*, 2006. The urban institute, Zagreb.
- Vodič za zaduživanje lokalnih samouprava i najnovija dešavanja u zemljama NALASA*, 2011. NALAS. Dostupno na: [http://www.lokalnirazvoj.rs/assets/files/Baza\\_znanja/Upravljanje\\_prihodima/Vodič%20za%20zaduživanje%20lokalnih%20samouprava.pdf](http://www.lokalnirazvoj.rs/assets/files/Baza_znanja/Upravljanje_prihodima/Vodič%20za%20zaduživanje%20lokalnih%20samouprava.pdf) (05. 08. 2011).
- Zaduživanje za vraćanje starih dugova*, februar 2010. Korak, časopis Privredne komore Srbije, Beograd, broj 57. strana 18–19.
- Zakon o tržištu hartija od vrijednosti, 2006., Službeni glasnik Republike Srpske*, Banja Luka, broj 92/06.
- Zakon o tržištu hartija od vrijednosti*, 2009. Službeni glasnik Republike Srpske, Banja Luka, broj 34/09.
- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine*, od 02.08.2005., Službeni glasnik BiH, Sarajevo, broj 52/05.
- *Teorijski (konceptualni) dio* [http://www.fzzpr.gov.ba/dokumenti/aktuelno/ostalo/lok\\_razvoj/miPRO\\_teorijski%20dio\\_latinica.pdf](http://www.fzzpr.gov.ba/dokumenti/aktuelno/ostalo/lok_razvoj/miPRO_teorijski%20dio_latinica.pdf) (07. 08. 2011).
- *Praktični (operativni) dio* [http://www.fzzpr.gov.ba/dokumenti/aktuelno/ostalo/lok\\_razvoj/miPRO\\_prakticni%20dio\\_latinica\\_final.pdf](http://www.fzzpr.gov.ba/dokumenti/aktuelno/ostalo/lok_razvoj/miPRO_prakticni%20dio_latinica_final.pdf) (07. 08. 2011).
- *Usaglašeni koncept vodećih principa i standardiziranog pristupa planiranju lokalnog razvoja u BiH* [http://www.fzzpr.gov.ba/dokumenti/aktuelno/ostalo/lok\\_razvoj/Lokalni%20razvoj.pdf](http://www.fzzpr.gov.ba/dokumenti/aktuelno/ostalo/lok_razvoj/Lokalni%20razvoj.pdf) (07. 08. 2011).
- <http://beginnersinvest.about.com/>.
- <http://www.blberza.com/>.
- <http://www.crhovrs.org/>.
- <http://www.fzzpr.gov.ba/>.
- <http://www.infoarena.hr/>.
- <http://www.lokalnirazvoj.rs/>.
- <http://rseelaus.com/>.
- <http://www.secrs.gov.ba/>.
- <http://www.sobijeljina.org/>.