

др *Нана* ТОДОРОВИЋ  
ванредни професор Правног факултета Универзитета у Крагујевцу

## МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ И НОВИ ЗАКОНСКИ ОКВИР У СРБИЈИ

### Резиме

*Аутор је у раду анализирао муниципалне обвезнице са аспекта карактера јавних добара и заједничких ресурса. Емисијом дугорочних муниципалних обвезница локалне административне јединице обезбеђују финансијска средства за финансирање дугорочних капиталних пројеката као и за покривање дугорочних дефицита у буџету. Специфичан правни третман чини ове хартије од вредности привлачним за институционалне и индивидуалне инвеститоре.*

*У раду је представљена структура државних муниципалних обвезница као и њихове основне и изведене врсте. Позајмљивање на локалном нивоу разматрано је са аспекта маргиналних правила, кроз анализу маргиналних трошкова и користи за локалну власт и институционалне инвеститоре. На крају, даје се осврт на нови законски оквир у Србији за емисију муниципалних обвезница, уз следеће предности и недостатаке позитивних законских решења.*

**Кључне речи:** *муниципалне обвезнице, локална самоуправа, јавна својина, јавни дуго, маргинални трошак, маргинална корист.*

## I Јавна добра и заједнички ресурси

Полазно становиште за разматрање муниципалних обвезница и потребе за њиховим емитовањем је разумевање природе јавног добра и заједничких ресурса. Јавна добра су под једнаким условима доступна свим члановима заједнице и они по правилу не плаћају никакву накнаду за уживање и коришћење таквих добара. Јавна добра су део природе (реке, језера), али и она чије коришћење омогућује држава на свим нивоима (паркови, игралишта, школе, болнице, путеви). Пошто ова добра немају тржишну цену као резултат интеракције понуде и тражње, онда приватна тржишта не могу обезбедити производњу и потрошњу добара у траженим количинама. Управо зато, кроз делотворну економску политику коју држава води на свим нивоима уклањају се потенцијални тржишни неуспеси и повећава економско благостање. Јавна добра се у економској теорији одређују као добра која не поседују особине искључивости и ривалитета.<sup>1</sup> Сви чланови једног друштва имају могућност да користе јавна добра и нико се у томе не може спречити, ограничити, а потрошња јавног добра од стране једног члана друштва не умањује могућност за коришћење тог истог добра од стране других чланова друштва.

Заједнички ресурси се не могу у потпуности поистоветити са јавним добрима. Они су као и јавна добра доступни свим члановима друштва, али за разлику од јавних добара поседују особину ривалитета,<sup>2</sup> што указује да потрошња заједничких ресурса од стране једног члана друштва смањује могућност да га троше остали. Због проблема прекомерне потрошње држава користи различите начине да рационално распореди коришћење оскудних заједничких ресурса. То може чинити кроз регулативу, порезе, претварање заједничких ресурса у приватна добра.

Један од начина да локалне самоуправе обезбеде средства за финансирање капиталних пројеката који имају карактер јавних добара и заједничких ресурса<sup>3</sup> је емитовање муниципалних обвезница.

1 N. Gregory Mankiw, *Osnove ekonomije*, МАТЕ, Zagreb, 2006, стр. 225.

2 *Idem*, стр. 230.

3 Граница између јавних добара и заједничких ресурса је флуидна. Рибе у мору су заједнички ресурси. Путеви и паркови могу бити и јавна добра и заједнички ресурси. Ако је инфраструктурна путна мрежа довољно развијена коришћење путева од стране једног члана друштва не утиче на коришћење од стране других. Међутим, ако није довољно развијена путна мрежа па на појединим путевима има гужве која отежава саобраћај, онда коришћење пута од стране једног члана или групе људи угрожава друге и тада су путеви заједнички ресурси. Проблем коришћења заједничких ресурса је проблем екстерналија.

## II Структура тржишта муниципалних обвезница

Издавање обвезница без обзира на врсту емитента (држава, корпорација или локална самоуправа) је облик позајмљивања новца. Кроз издавање обвезница конституишу се облигациона права између издаваоца (емитента) обвезнице и власника (купца) обвезнице. Издавалац обвезнице се обавезује да ће власнику исплаћивати периодично камату (износ ануитетног купона), а у време доспелости обвезнице и главницу, односно номиналну вредност обвезнице.

Муниципалне обвезнице емитује локална власт на нивоу округа, градова, општина и других ентитета које она оснива. Посредством механизма тржишта капитала, кроз емисију дугорочних муниципалних обвезница локалне административне јединице обезбеђују финансијска средства за финансирање дугорочних капиталних пројеката (школе, мостови, водоводна и канализациона мрежа, аеродроми, путеви), као и покриће дугорочних дефицита у буџету. Обично се муниципалне обвезнице у теорији и пракси третирају као финансијски инструменти тржишта капитала. Међутим, ови финансијски инструменти могу бити везани за тржиште новца, с обзиром на могућност емитовања краткорочних општинских нота (*municipal notes*)<sup>4</sup> које служе за покриће привремене, сезонске неуравнотежености прихода буџета локалних заједница.

Муниципалне обвезнице су привлачне за институционалне и индивидуалне инвеститоре због специфичног пореског третмана. Приход од муниципалних обвезница (камата<sup>5</sup>) је ослобођен савезног пореза, а често државних и локалних пореза у зависности од врсте пројекта који се њиховом емисијом финансирају. Због специфичног пореског третмана ове обвезнице носе релативно ниске приносе. Изузимање камате од државних и локалних пореза на приход различито се решава од државе до државе, али је правило да се на камату на муниципалне обвезнице не плаћа порез на приход (државни и локални) у држави у којој су емитоване.<sup>6</sup> Тржиште муниципалних обвезница састоји се од

4 *Municipal notes* укључују ноте за предвиђени порез (*tax anticipation/TANs*), менице за предвиђени приход (*revenue anticipation notes/RANs*), менице за предвиђене субвенције (*grant anticipation notes/GANs*) и менице за предвиђене обвезнице (*bond anticipation notes/BANs*). Опширније види F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *Capital Markets, Institutions and Instruments*, Prentice-Hall, New Jersey, 2003, стр. 474.

5 Важно је напоменути да приход на муниципалне обвезнице подразумева камату, али и капиталну добит која је резултат разлике у цени обвезница. Пореска ослобађања се односе углавном на камату.

6 У САД камате на општинске обвезнице се опорезују ако су издате од стране општине без увида Конгреса. Тако је у судском процесу Јужна Каролина против Ба-

два међусобно повезана тржишна сегмента, примарног и секундарног тржишта.

На примарном тржишту обавља се прва (иницијална емисија) муниципалних обвезница и то на два начина, путем јавне емисије и приватног пласмана. Јавна емисија подразумева да се обвезнице локалних територијалних јединица нуде широком кругу инвеститора, а за реализацију јавне понуде се ангажују инвестиционе банке. Обично се на развијеним тржиштима капитала опште обавезујуће муниципалне обвезнице продају јавном понудом, путем тендера или директних преговора,<sup>7</sup> док за приходне обвезнице важе мање рестриктивни критеријуми за емисију и оне се често продају кроз приватне пласмане, када се нуде мањој групи познатих инвеститора. Главни сегмент секундарног тржишта муниципалних обвезница је ванберзанско тржиште које је покривено врло разгранатом мрежом дилера и брокера. Ванберзанско тржиште је сегментирано на тржиште за обвезнице мањих емитената (локални кредитори) и одржава се преко регионалних брокерских предузећа и тржиште за обвезнице већих емитената, које се одржава преко већих брокерских предузећа и банака.<sup>8</sup> Дилери активно тргују муниципалним обвезницама на непрекидној основи и одржавају тржиште, док су брокери више посредници у продаји великих блокова ових обвезница између дилера и институционалних инвеститора.

Последњи трендови на развијеним тржиштима капитала у свету указују на значај институционалних инвеститора, док су индивидуални инвеститори маргинализовани. Тржиште муниципалних обвезница одступа у извесној мери од ових трендова. Индивидуалним инвеститорима припада посебно место на овом тржишном сегменту, као појединцима са високим приходима, директно, или преко општинских удружених фондова обвезница.

Међу институционалним инвеститорима посебно место припада осигуравајућим друштвима. Осигуравајуће куће које су оријентисане на осигурање имовине или животно осигурање појављују се као купци муниципалних обвезница у зависности од осцилација циклуса по питању преузимања ризика. Када је наступио повољан циклус за преузимање ризика, онда осигуравајуће куће наплаћују добре премије, остварују високе профите и тада се масовно улаже у општинске обвезнице због

кера (1988) Врховни суд САД преиначио одлуку *Pollock* и пресудио да Конгрес има овлашћење да опорезује камате на муниципалне обвезнице, а Конгресу је остављено дискреционо право да одлучи да ли ће користити то овлашћење. Опширније: L. S. Ritter, W. L. Silver, G. F. Udell, *Principles of money, banking and Financial markets*, 2004, стр. 146.

7 F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *нав. гело*, стр. 477.

8 *Idem*, стр. 477-478.

њиховог повољног пореског третмана. Када је период за преузимање ризика неповољан, а маргинална пореска стопа нема тенденцију пада, онда долази до пада инвестирања у муниципалне обвезнице.<sup>9</sup>

### III Основне и изведене врсте муниципалних обвезница

У правној и економској литератури преовлађује класификација муниципалних обвезница на опште обавезујуће обвезнице (*General Obligation Bonds*) и приходне обвезнице (*Revenue Bonds*). Све остале муниципалне обвезнице изводе се из основних и носе њихове карактеристике.

Опште обавезујуће обвезнице емитују се на бази општег пореског овлашћења емитента, као и на бази кредитне способности. Ове обвезнице осигуране су не само фискалном снагом емитента (прикупљена средства од пореза), већ и свим додатним приходима емитента (доприноси, субвенције, провизије). На развијеним тржиштима (САД), постоје и обвезнице на основу апропријације (*Appropriation-Backed Obligations*) које се заснивају на необавезујућем јемству државе по основу пореског прихода (морално обавезујуће обвезнице). Овако емитована обвезница захтева законско одобрење за апропријацију средстава од главног државног пореског прихода које може бити и ускраћено, зато и носе обележје морално обавезујуће обвезнице и углавном служе да увећају кредитну способност емитента. Насупрот овим обвезницама локалне власти могу емитовати обвезнице осигуране државним програмима кредитног унапређења (*Debt Obligations Supported by Public Credit Enhancement Programs*)<sup>10</sup> које подразумевају обавезу државе да гарантује, преузме да прикупи средства и пружи помоћ емитенту при измиривању обавезе.

Другу значајну групу муниципалних обвезница чине приходне обвезнице. Оне су условљене снагом приходовања пројекта за чије се финансирање емитују. То су обвезнице које се емитују за изградњу аеродрома, путева, болница, конгресних центара, водоводних и гасних постројења. Опште обавезујуће обвезнице су сигурније јер су подржане пореском снагом емитента, због чега приходне обвезнице обично носе више каматне стопе као компензацију за повећани ризик.

Неке нове врсте обвезница су на граници између општих обавезујућих обвезница и приходних. Ту се убрајају осигуране обвезнице, пререфундиране обвезнице, обвезнице на бази имовине (капитала).<sup>11</sup>

9 J. C. Van Horne, *Financial Market Rates and Flows*, Prentice-Hall, New Jersey, 2001, стр. 265.

10 F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *нав. дело*, стр. 473.

11 *Idem*, стр. 473–474.

Осигуране обвезнице пружају додатну сигурност потенцијалном инвеститору, јер осигуравајућа кућа испуњава обавезу према њему уколико то није у стању да учини емитент. Пререконструисане обвезнице спадају у групу сигурних муниципалних обвезница, јер су обезбеђене портфолијем обвезница који се чува у депонованом фонду и за које обично гарантује државна или савезна власт. Општине и градови прибегавају и издавању обвезница на бази капитала и обезбеђење за њих су неки наменски приходи (порез на промет, провизије, наплате казни).

Према начину отплате обвезнице могу бити са серијском или стандардном структуром доспећа. Битно обележје муниципалних обвезница је серијска структура доспећа за разлику од стандардне структуре која подразумева наплату на крају рока доспећа (државне и корпорацијске обвезница). Издавање муниципалних обвезница као серијских подразумева да део укупне емисије доспева сваке године, све док читава емисија не истекне, при чему сваки део носи са собом своју каматну стопу и одвојен је од остатка емисије.

#### **IV Маргинални трошкови и користи од емитовања муниципалних обвезница**

Позајмљивање на локалном нивоу које се обавља кроз емисију муниципалних обвезница скопчано је са одређеним трошковима, ризицима, али обезбеђује додатну економску корист за емитенте и инвеститоре. Економска логика оваквог позајмљивања темељи се на једном од основних правила економске науке, маргиналном правилу. Маргинална (додајна) корист од издавања муниципалних обвезница мора бити већа од маргиналних трошкова и то како за локалну власт, тако и за потенцијалне инвеститоре.

Локалне територијалне јединице (окрузи, градови, општине) када одлуче да обезбеде доток свежег капитала кроз емисију муниципалних обвезница, нужно је да обезбеде средства за подмиривање трошкова припреме за емитовање обвезница. То укључује спровођење свих процедуралних поступака и мера како би се обезбедила регуларност емисије (нпр. трошкови референдума код издавања општих обавезујућих обвезница). У трошкове припреме за емитовање муниципалних обвезница спадају и трошкови ангажовања финансијских саветника (посредника).<sup>12</sup>

Тржиште муниципалних обвезница није довољно ефикасно и емитенти (локална власт) не располажу потребним информацијама о

12 Драган М. Момировић, „Муниципалне обвезнице – новина или финансијска иновација на тржишту капитала Србије“, *Финансије* бр. 1–6/2009, Београд, стр. 238.

трендовима на тржишту, захтевима регулатора, о негативном деловању асиметричних информација између емитента и тржишних учесника. Улога финансијског саветника своди се на то да емитенту пружи стручну помоћ у избору начина емисије муниципалних обвезница, настојећи при том да се емисија обави уз што мање трошкове капитала за емитента, да се усклади са свим регулаторним захтевима, као и да се кроз транспарентност емисије умањи дејство асиметричних информација.

Најзначајнији трошкови за емитенте на локалном нивоу су трошкови задуживања, односно трошкови камате и главнице на доспеле муниципалне обвезнице. Ови трошкови су за локалну власт нижи од трошкова класичног кредитирања од банака, јер су каматне стопе на муниципалне обвезнице ниже у односу на каматне стопе на банкарске кредите. На овај начин локална заједница обезбеђује финансијска средства за развој локалне инфраструктуре по нижој цени капитала.

Рационалност одлуке локалних нивоа власти о задуживању емисијом муниципалних обвезница се мери упоређењем маргиналних трошкова и маргиналне користи. Прва корист која је неспорна за локалне заједнице је јефтинији извор финансирања. Овакво финансирање обезбеђује пораст животног стандарда и побољшање квалитета живота на локалном нивоу, стабилизацију буџетских средстава, диверзификацију извора финансирања. Поред ових основних користи од издавања муниципалних обвезница, природа ових хартија од вредности (повлашћен порески третман) и сама техника емисије погодују емитентима. Локална власт обезбеђује рационалније и ефикасније финансирање према потребама, путем већих износа емитовања и у већим траншама уз фиксну каматну стопу која штити емитенте од тржишних флукуација.

Досадашња анализа показује да су маргиналне користи за емитенте веће од маргиналних трошкова и да је њихова одлука о задуживању економски рационална. Остаје нам да размотримо маргиналне трошкове и користи са аспекта интереса инвеститора, и на крају да одредимо до извесне мере ко има већу маргиналну корист од емисије муниципалних обвезница, локална власт или инвеститори.

Основни трошак за инвеститора је куповина муниципалне обвезнице по тржишној цени која може одступати од номиналне вредности. Након улагања у ову хартију од вредности инвеститор се може суочити са више ризика, који могу проузроковати трошкове и губитке. Кредитни ризик, ризик каматне стопе и ризик инфлације су системски ризици на које инвеститори не могу утицати, а због којих могу претрпети губитке. Кредитни ризик своди се на немогућност периодичног плаћања камата и у року доспелости главнице од стране емитента. У овом случају инвеститор има веће трошкове (тржишна цена обвезнице) од користи (принос). Ризик каматне стопе погађа инвеститоре у муни-

ципалне обвезнице услед колебања каматних стопа на тржишту. Основно правило у економско-финансијској теорији је да се цене хартија од вредности крећу супротно од кретања каматних стопа. Раст каматних стопа смањиваће цене муниципалних обвезница, па ће инвеститори који се одлуче да их продају пре рока доспећа претрпети губитке. Инфлација обезвређује принос на муниципалне обвезнице с обзиром да оне носе фиксну каматну стопу. Купци муниципалних обвезница поред системског ризика могу бити погођени и пореским ризиком. Смањење маргиналних пореских стопа на доходак проузрокује пад цена обвезница локалних ентитета. Повећање маргиналне пореске стопе, повећава корист од ослобађања од пореза. Другу врсту пореског ризика за инвеститоре представља губитак повлашћеног пореског третмана за муниципалне обвезнице, од стране законодавне и извршне власти.<sup>13</sup>

Анализа користи од улагања у муниципалне обвезнице за инвеститоре почиње од користи од ослобађања од савезних, а често и државних и локалних пореза. Чињеница да инвеститори не могу неутралисати системске ризике не умањује корист од њихове сигурности. Сигурност им обезбеђује пореска снага емитента, имовина емитента, предвидив ток прихода и могућност осигурања. Највећа маргинална корист за инвеститоре у муниципалне обвезнице је принос који обухвата тренутни или текући принос и принос до доспећа.<sup>14</sup> Текући принос подразумева периодичне исплате камате, а принос до доспећа је укупан износ главнице који се исплаћује у време доспелости обвезнице. Принос на обвезнице поред камате обухвата и капиталну добит која настаје као разлика између куповне и продајне цене обвезнице трговином на секундарном тржишту. Повраћај на инвестицију у муниципалне обвезнице мора бити већи од издатака за ту инвестицију, да би она била економски оправдана и да би били задовољени захтеви за граничном ефикасношћу капитала.

Логичан след излагања намеће потребу да на крају размотримо питање ко има већу маргиналну корист од емитовања муниципалних обвезница, локална власт или инвеститори. Неспорно је да је овакав извор финансирања локалне власти у обостраном интересу емитената и

13 У САД Конгрес и Унутрашња служба прихода имају овлашћење да опорезују камате по муниципалним обвезницама, када процене да је то оправдано. Тако, у јуну 1980. године управа кварта Батери парк сити, Нјујорк (*Battery Park City Authority*) продала је 97315 милиона долара у нотама, за које се чинило да су у тренутку емисије ослобођене федералног пореза по основу камата. У новембру 1980. Унутрашња служба је заузела став да их треба опорезовати. Спор је решен тек потписивањем уговора између локалне власти и Унутрашње службе прихода када је коначно камата на ноте изузета од опорезивања. Опширније види: F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *нав. дело*, стр. 477.

14 Драган М. Момировић, *нав. дело*, стр. 241.



инвеститора и да за оваквим финансирањем постоји један шири друштвени интерес. Поставља се питање вредности ослобађања од пореза, ко убира већу корист од повлашћеног пореског третмана, локална власт или инвеститори. Допринос од пореза је пропорционалан висини каматних стопа.<sup>15</sup> Муниципалне обвезнице носе ниже приносе од државних и корпоративних, јер имају својство да су ослобођене пореза. Када се повећава маргинална пореска стопа ефекат ослобођења од пореза је већи и муниципалне обвезнице су привлачније за инвеститоре од корпоративних или опорезивих обвезница јавног сектора. Емпиријска истраживања показују да држава и локалне власти не уживају све користи ослобађања од пореза на муниципалне обвезнице, већ већи део тих бенефиција одлази појединачним инвеститорима. Каматна стопа на муниципалне обвезнице не може бити таква да потенцијалног купца оставља индиферентним према томе да ли ће купити опорезиве или неопорезиве муниципалне обвезнице. Инвеститори који плаћају порез на обвезнице се оријентишу на неопорезиве муниципалне обвезнице, што доноси одређену корист локалној заједници на име уштеде камате, али свакако највећу корист пореским обвезницима са вишим приходима, а изванредан губитак подноси држава. Према томе, највећу вредност ослобађање од пореза на муниципалне обвезнице има за индивидуалне инвеститоре који располажу огромним капиталом, а држава и локалне власти не уживају све користи и бенефиције од повлашћеног пореског третмана.

## V Нови законски оквир у Србији

Током 2011. године Република Србија је предузела озбиљне легислативне кораке и донела три кључна закона који су створили нормативни, институционални оквир за развој тржишта муниципалних обвезница. То су Закон о тржишту капитала, Закон о јавној својини и Закон о јавном дугу.<sup>16</sup> Закон о јавној својини одређује три облика јавне својине – право својине Републике Србије (државна својина), право својине аутономне покрајине – покрајинска својина, право својине јединице локалне самоуправе – општинска односно градска својина.<sup>17</sup> На овај начин је први пут законом дефинисано да јединица локалне самоуправе постаје титулар права јавне својине, а то укључује располагање стварима у јавној својини. Поседовање имовине од стране локалне самоуправе је

15 J. C. Van Horne, *нав. дело*, стр. 266.

16 Закон о тржишту капитала, (*Сл. гласник РС*, бр. 31/2011); Закон о јавној својини, (*Сл. гласник РС*, бр. 72/2011); Закон о јавном дугу, (*Сл. гласник РС*, бр. 61/205, 107/2009, 78/2011).

17 Чл. 2 Закона о јавној својини.

основни предуслов за задуживање за капиталне инвестиционе пројекте. О прибављању ствари и располагању стварима у својини јединице локалне самоуправе под условима прописаним законом, одлучује орган јединице локалне самоуправе одређен у складу са законом и статутом јединице локалне самоуправе.<sup>18</sup> Законом су дефинисани и односи између територијалних целина јединица локалне самоуправе, па је град носилац права својине на стварима које прибави градска општина, а градска општина има право коришћења на стварима у својини града. Оваквом законском регулативом држава је пренела имовину којом је до сада располагала на локалну самоуправу, чиме је извршила својеврсну децентрализацију својинских овлашћења, ојачала економски капацитет локалних заједница и учинила их одговорним за доношење економских одлука и преузимање ризика.

Закон о јавној својини решио је нека претходна питања која се тичу издавања муниципалних обвезница. Кључни закони који регулишу ову материју су Закон о тржишту капитала и Закон о јавном дугу. Закон о тржишту капитала је увео нову сегментацију тржишта, па разликујемо регулисано тржиште, мултилатералну трговачку платформу (МТП) и ОТЦ тржиште. За функционисање тржишта муниципалних обвезница нарочито је значајно ОТЦ тржиште које представља део секундарног тржишта на коме важе мање рестриктивни критеријуми за трговање (не мора имати организатора тржишта), а систем трговања подразумева преговарање између продаваца и купаца финансијских инструмената у циљу закључења трансакција. Већи део емисија муниципалних обвезница на развијеним тржиштима капитала обавља се тендером, путем конкурентске понуде, путем преговора и кроз приватне пласмане.<sup>19</sup>

Секундарно трговање муниципалним обвезницама се углавном обавља данас на ванберзанском ОТЦ тржишту, али оно није превише активно и ликвидно, па су разлике у цени муниципалних обвезница веће него код државних и корпорацијских обвезница. Закон о тржишту капитала из 2011. године није посебно регулисао муниципалне обвезнице и њихово укључивање на регулисано тржиште, али је обвезнице дефинисао као преносиве дужничке дугорочне хартије од вредности којима се може трговати на тржишту капитала. Из овога произилази да све законске одредбе које се односе на обвезнице примењују се и на муниципалне обвезнице, осим ако законом није другачије регулисано. Тако је Законом о тржишту капитала предвиђено да се на издавање финансијских инструмената изражених у страниој валути када је издавалац Република, аутономна покрајина, јединице локалне самоуправе,

18 Чл. 27 ст. 10 Закона о јавној својини.

19 Драган М. Момировић, *нав. дело*, стр. 240.

правна лица корисници буџетских средстава и организације обавезног социјалног осигурања, примењују одредбе закона којим се уређује јавни дуг.<sup>20</sup>

Законом о јавном дугу предвиђено је да се локалне власти могу задуживати узимањем кредита или емитовањем дугорочних хартија од вредности (муниципалних обвезница), које могу куповати домаћа и страна правна и физичка лица у складу са законом којим се уређује тржиште капитала.<sup>21</sup> Из оваквих законских одређења произлази да се ови закони допуњују. Изворно овлашћење за задуживање локална власт црпи из одредаба Закона о јавној својини и Закона о јавном дугу. Нови Закон о јавном дугу у односу на претходни<sup>22</sup> не садржи никаква ограничења у погледу купаца муниципалних обвезница, већ омогућава ширење базе инвеститора и јачање капацитета тржишта муниципалних обвезница уз диверзификацију извора финансирања локалне власти. Међутим, нека законска ограничења су и даље присутна. Одлуку о задуживању локалне власти доноси надлежни орган локалне власти по претходно прибављеном мишљењу Министарства.<sup>23</sup> Локална власт се може задуживати за финансирање дефицита текуће ликвидности и дугорочно за финансирање капиталних инвестиционих расхода, али не може давати гаранције. То право има само Република и давање гаранције је условљено и подразумева наплату провизије. Оваквим законским решењем локалне самоуправе су доведене у озбиљну правну и економску дилему и изложене додатним трошковима и процедурама. Остаје нејасно питање како је локалним самоуправама пренета имовина, а не поседују капацитет за давање гаранција на ту имовину. Можда се аргументација за оваква решења у Закону може наћи у настојању државе да кроз давање гаранција спречи локалне самоуправе да злоупотребе своје право располагања имовином и да је нерационално отуђују.

Чињеница је да су нека решења у новим законима из ове области либерализовала задуживање локалних заједница, али је неопходна њихова даља доградња. Функционисање тржишта муниципалних обвезница је за добробит локалне заједнице, читавог друштва и инвеститора. Предуслов за његово оживљавање је поједностављење процедура и поступака за издавање муниципалних обвезница, што би довело до смањења трансакционих трошкова.

У Србији тренутно можемо рећи да уз присутна ограничења постоји нормативни оквир за емитовање муниципалних обвезница. Још

20 Чл. 9 Закона о тржишту капитала.

21 Чл. 37 ст. 2 Закона о јавном дугу.

22 Закон о јавном дугу из 2005. је предвиђао да хартије од вредности које емитују локалне власти искључиво купују Република Србија и финансијске институције.

23 Чл. 33 Закона о јавном дугу.

увек су локална власт и потенцијални инвеститори обазриви. Охрабрује чињеница да се већ појављује први град који се определио за овакав начин финансирања дугорочних капиталних пројеката. Нови Сад је 8. јула 2011. године потписао Уговор о издавању општинских обвезница са председником ИО *UniCredit* групе Клаусом Пивершеком. Тако је у оквиру програма које финансира ЕУ а спроводи Стална конференција градова и општина, Нови Сад постао прва локална самоуправа која финансира своје дугорочне развојне пројекте кроз емисију општинских обвезница. За покровитеља прве емисије изабрана је *UniCredit* банка а прва емисија је у укупном износу од 35 милиона евра.<sup>24</sup> Остаје да се види да ли ће пример Новог Сада следити и остали градови и општине у Србији.

**Nada TODOROVIĆ, PhD**

**Associate Professor at the Faculty of Law University of Kragujevac**

## **MUNICIPAL BONDS AND NEW LEGAL FRAMEWORK IN SERBIA**

### **Summary**

*In this work author analyzes the municipal bonds from the aspect of their character of public goods and common resources. Through the emission of long-term municipal bonds, local administrative units obtain financial means for financing long-term capital projects and for covering long-term budget deficits. These securities have a specific tax treatment which makes them attractive for institutional and individual investors.*

*In this work the author also presents the structure of the municipal bonds market, as well as their principal and derived types.*

*The author analyzes the borrowing at the local level through the emission of municipal bonds from the aspect of marginal rule, through the analysis of marginal costs vs. marginal benefits for local government and potential investors.*

*Finally, the author reviews the new legal framework in the Republic of Serbia related to the emission of municipal bonds, discussing the advantages and deficiencies of given law solutions.*

**Key words:** *municipal bonds, local government, public ownership, public debt, marginal costs, marginal benefits.*

---

24 Доступно на адреси: [www.skgo.org/reports/998](http://www.skgo.org/reports/998), 5. април 2012.