



# VODIČ KROZ MUNICIPALNE OBVEZNICE

**AUTOR:**  
**Milan Trajković, broker**  
**BDD I2R Broker a.d. Novi Sad**

# SADRŽAJ:

## **PRVI DEO: Osnove municipalnih obveznica**

1. Municipalne obveznice: osnovne karakteristike
  - 1.1 Pojam
  - 1.2 Vrste
  - 1.3 Municipalne obveznice sa posebnim investicionim mogućnostima
  - 1.4 Municipalne note
  - 1.5 Komparativna analiza – opšte obavezujuće obveznice vs. prihodne obveznice
2. Zašto lokalne samouprave emituju municipalne obveznice?
3. Prodajna strana: začetnici transakcija i njihove uloge
  - 3.1 Uloga lokalnih samouprava
  - 3.2 Uloga investicionih banaka i brokersko - dilerskih društava
  - 3.3 Metode prodaje municipalnih obveznica na tržištu
  - 3.4 Uloga poverenika
4. Kupovna strana: ko kupuje municipalne obveznice?
  - 4.1 Dodatak: vrednovanje i analize koje sprovode investitori u municipalne obveznice

## **DRUGI DEO: Analiza stanja u regionu**

5. Tržište dužničkih hartija od vrednosti Republike Hrvatske
6. Tržište dužničkih hartija od vrednosti Republike Srpske
7. Tržište dužničkih hartija od vrednosti Republike Crne Gore
8. Zasto u Srbiji još uvek nije bilo municipalnih obveznica?
9. Procedura emitovanja municipalnih obveznica u Srbiji

**PRVI DEO**

**OSNOVE MUNICIPALNIH OBVEZNICA**

## Municipalne obveznice: osnovne karakteristike

Svaki investitor čiji je primarni investicioni cilj da zaštiti svoj kapital, a da uz to ostvaruje relativno visoku kamatnu stopu uz minimalan rizik, trebao bi da razmotri municipalne obveznice. Osim toga, prihod od municipalnih obveznica se najčešće ne oporezuje, što predstavlja još jedan podsticaj.

### Pojam

Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrednosti emitovane od strane lokalnih vlasti, odnosno gradova, opština i drugih lokalnih zajednica. Pomoću njih lokalne vlasti prikupljaju neophodna sredstva za realizaciju određenih projekata ili za pokrivanje tekućeg budžetskog deficita. Izdavanjem obveznica, vlast pozajmljuje novac od kupaca municipalnih obveznica i obećava im povraćaj glavnice i pripadajuće kamate u određenom vremenskom periodu. Kamata se najčešće isplaćuje polugodišnje, dok glavnica može da bude isplaćena i po dospeću i periodično. Prinos na municipalne obveznice je najčešće veći od prinosa koji bi se ostvario ulaganjem u državne obveznice ili oročavanjem depozita u banci. Osim atraktivne kamate koju ostvaruje, investitor je u najvećem broju slučajeva oslobođen plaćanja poreza. Municipalne obveznice se kotiraju na sekundarnom tržištu tako da investitori uživaju neophodnu likvidnost. U odnosu na rok dospeća, mogu biti kratkoročne (rok dospeća do godinu dana) i dugoročne (rok dospeća duži od godinu dana). Kratkoročne se najčešće izdaju u cilju pokrivanja tekućeg budžetskog deficita, dok dugoročne svoju upotrebnu vrednost imaju kod finansiranja krupnih infrastrukturnih projekata.

### Dve vrste

U odnosu na novčani tok koji iz njih proizilazi, u osnovi razlikujemo dve vrste municipalnih obveznica. To su:

- **opšte obavezujuće obveznice** (*General obligation bonds*)
- **prihodne obveznice** (*Revenue bonds*)

**Opšte obavezujuće obveznice** karakteriše obaveza emitenta da vrati dug iz bilo kojeg izvora prihoda lokalne vlasti. Zbog takve klauzule izdavanju ovakvih obveznica najčešće prethodi neka vrsta referenduma ili javne rasprave. Za njih kažemo da su „voter-approved“ ili u prevodu „obveznice odobrene od strane glasača“. Na drugoj strani, **prihodne municipalne obveznice**, nose prihod od konkretnog projekta zbog čije su realizacije i bile emitovane. To može biti: izgradnja putne infrastrukture, parking garaža, kanalizacije, vodovoda i sl. Ovaj drugi tip nosi nešto veći rizik pa zato i biva osiguran kod neke od osiguravajućih kuća koja se obavezuje da isplati glavicu sa pripadajućom kamatom o slučaju da emitent to nije u stanju. U nastavku dajemo uporedni pregled karakteristika dva tipa municipalnih obveznica:

### Municipalne obveznice sa posebnim investicionim mogućnostima

Postoji više grupa municipalnih obveznica koje poseduju specifične investicione mogućnosti. Jedna od njih je grupa **osiguranih municipalnih obveznica** (*Insured municipal bonds*). Osiguravajuće društvo jemči da će isplatiti glavicu i pripadajuću kamatu ako ona po dospeću nije plaćena od primarnog dužnika, odnosno lokalne samouprave. Postoje i obveznice koje ne nose fiksnu kamatnu stopu. Kamatna stopa se menja u skladu sa promenom izabrane referentne kamatne stope. To su tzv. **municipalne obveznice sa promenljivom ili plivajućom kamatnom stopom**. Postoje i obveznice koje ne nose kamatu već se prodaju uz duboki diskont, a investitor o roku dospeća naplaćuje puni iznos glavnice. To su **obveznice bez kupona** (*Zero-coupon bonds*). Posebnu pogodnost imaju obveznice koje investitoru daje mogućnost da podnese obveznice na naplatu i pre roka dospeća. To su **obveznice sa „put“ klauzulom**. Postoji i obrnuta mogućnost, a to je da emitent u bilo koje doba povuče emisiju obveznica i da pre roka dospeća investitorima vrati nazad uloženi novac. To su **obveznice sa „call“ klauzulom**.

### Municipalne note

Municipalne note su dugovni instrumenti slični obveznicama ali se ne svrstavaju u obveznice zbog kratkog roka dospeća (najčešće nekoliko meseci). Izdaju se radi podmirivanja kratkoročnih potreba lokalne samouprave za gotovim novcem. Osnovni tipovi municipalnih nota su:

- **Tax Anticipation Notes (TAN)** – Note koje se izdaju zbog vremenskog nepoklapanja priliva i odliva u lokalnom budžetu, kako bi nadomestile trenutna nedostajuća sredstva
- **Revenue Anticipation Notes (RAN)** – Slične kao i prethodne, izdaju se u slučaju nastanka problema u naplati poreza
- **Bond Anticipation Notes (BAN)** – Note koje se izdaju kada nije moguće pokriti dug po prethodno izdatim obveznicama, ili kada su obveznice izdate a još uvek nisu uplaćene od strane investitora.

**Tabela 1. Komparativna analiza – opšte obavezujuće obveznice vs. prihodne obveznice**

KARAKTERISTIKA	OPŠTE OBAVEZUJUĆE OBVEZNICE	PRIHODNE OBVEZNICE
Emitent:	Državni organi i lokalne samouprave, odnosno gradovi i opštine	Državni organi i lokalne samouprave, odnosno gradovi i opštine, ali i drugi nivoi vlasti poput agencija, komisija, sekretarijata ili ministarstava. Izdaju se radi prikupljanja sredstava za konkretan projekat
Pokriće:	Kreditna sposobnost i bonitet emitenta (lokalne samouprave)	Prihodi koje generiše sam projekat. Zbog neizvesnosti ovaj tip obveznica osiguravaju velika osiguravajuća društva
Odobrenje na referendumu:	Neophodno odobrenje na referendumu	Nije neophodno odobrenje na referendumu
Specijalne vrste:	“ <i>Double-barreled</i> ” obveznice. Poseduju neograničenu garanciju lokalne samouprave i imaju svoj direktan izvor finansiranja u budžetu.	“ <i>IDRB-Industrial development revenue bonds</i> ”. Obveznice za razvoj industrije. Pokrivene su komercijalnim kreditima.  “ <i>Special tax bonds</i> ”. Obveznice pokrivene specijalnim državnim taksama kao što su carine, akcize na naftu, duvan, luksuzne proizvode i slicno.  “ <i>Moral obligation bonds</i> ”- Pokrivene su regulatornom i moralnom obavezom države, da u slučaju potrebe isplati obaveze lokalnih samouprava
Faktori za analizu:	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Stav lokalne zajednice prema zaduživanju?</li> <li>● Kreditna sposobnost</li> <li>● Demografske odlike stanovništva. Da li se broj stanovnika povećava ili smanjuje? Kolika je stopa nezaposlenosti?</li> <li>● Poreska politika</li> <li>● Potencijalna vrednost projekata koji će biti izgradjeni.</li> <li>● Mogućnost traženja pomoći od države u slučaju nemogućnosti otplate</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Ekonomska opravdanost</li> <li>● Da li su koristi od zaduživanja veće od troškova (kamata)?</li> <li>● Izrada studije o izvodljivosti</li> <li>● Racio pokriva duga</li> </ul>

## Zašto lokalne samouprave emituju municipalne obveznice?

Prema onome što je prikazano u ovom vodiču videćete da je evidentno da jedinice lokalne samouprave u regionu nedovoljno koriste mogućnost pribavljanja dodatnih finansijskih sredstava zaduživanjem putem emisije municipalnih obveznica. Emisija municipalnih obveznica nudi pribavljanje velikog iznosa kapitala odjednom, uz nižu kamatnu stopu u odnosu na ostale instrumente zaduživanja. Uslovi pod kojima se emituju municipalne obveznice dokazuju obostranu isplativost, kako za emitenta tako i za investitore. Municipalne obveznice su najčešće garantovane budžetom lokalne samouprave ili osigurane kod velikih osiguravajućih društava. U nekim slučajevima iza njih može da stoji i država.

Namena municipalnih obveznica može biti jako široka. Uglavnom se prikupljeni novac koristi za izgradnju lokalne infrastrukture kao što su sportski objekti, putevi, pešačke staze, škole, bolnice, komunalna infrastruktura i dr. U SAD se danas koriste za finansiranje projekata zaštite životne sredine i obnovljivih resursa. Značajne su i zbog toga što omogućavaju lokalnom stanovništvu da sopstvenim novcem investiraju u vlastiti grad ili opštinu, a da za to dobije i povoljnu kamatu. Uz to, prinos koji nose municipalne obveznice primamljiv je ne samo za male, već i za institucionalne investitore (obveznički fondovi, osiguravajuća društva, banke). Mogu se još izdavati radi pokrića budžetskog deficita lokalne samouprave ili za finansiranje konkretnih projekata čijim će novčanim tokom obveznice biti pokrivena. Prihodne municipalne obveznice uglavnom nose veći rizik, pa su zato često osigurane kod velikih osiguravajućih kuća.

Prednost zaduživanja putem emitovanja municipalnih obveznica je niža kamatna stopa u odnosu na kreditno zaduživanje, poreske olakšice i povećana odgovornosti predstavnika vlasti zbog izražene transparentnosti celog procesa. Izgradnjom kvalitetnije infrastrukture lokalne samouprave povećava se standard življenja na lokalnom nivou i stvaraju se uslovi za brži razvoj realnog sektora kroz veći priliv stranih investicija. Osim realnih efekata, obveznice lokalne samouprave mogu imati i pozitivne marketinške efekte na lokalnu samoupravu, koja se nakon emisije sopstvenih hartija od vrednosti nalazi u centru pažnje stručne javnosti i s te strane dobija određene komparativne prednosti u odnosu na druge lokalne samouprave u državi i regionu.

## Prodajna strana: začetnici transakcija i njihove uloge

### Uloga lokalnih samouprava

Poslednjih godina u celom svetu postoji tendencija da vlade zemalja daju veću slobodu lokalnim vlastima u trošenju novca i prikupljanju dodatnog kapitala. Većina najrazvijenijih opština SAD i Zapadne Evrope probleme rešava emitovanjem sopstvenih hartija od vrednosti, najčešće emitovanjem municipalnih obveznica. Osnovna uloga lokalne samouprave je da se otvori, identifikuje projekte i pribavi ljude sa neophodnim znanjima i iskustvima u sprovođenju ovakvih projekata. Čest je slučaj da se lokalne vlasti obrate investicionim bankama ili konsultantskim kućama. Osim toga, uloga lokalnih vlasti je da birokratiju svedu na minimum, kako to ne bi bila kočnica onima koji žele da investiraju.

### Uloga investicionih banaka i brokersko – dilerskih društava

Municipalne obveznice se mogu prodati na tržištu na tri načina. Prvi način je tender, gde se na određeni dan vrši licitacija od strane zainteresovanih kupaca. Pobjednik je onaj ko da najveću ponudu uz najmanje troškove za emitenta. Drugi način je plasman municipalnih obveznica putem pregovora koristeći usluge investicione banke ili brokersko – dilerskog društva. Treći način je model privatnog plasmana. Usluge posrednika se sastoje od:

1. Definisana obima emisije kroz analizu strukture pasive emitenta;
2. Pružanja pomoći u prikupljanju dokumentacije neophodne za emisiju obveznica;
3. Pružanja usluga pravnog i finansijskog savetovanja;
4. Izrade svih kvalitativnih i kvantitativnih analiza, neophodnih radi utvrđivanja tačne cene i količine novoemitovanih obveznica;
5. Pružanje tehničke podrške emitentu, neophodne radi uknjižbe i plasmana obveznica na tržište;
6. Izrada prospekta i drugih materijala, neophodnih tokom pregovora sa potencijalnim investitorima;
7. Pronalaženje kupaca (investitora);
8. Definisane konačne cene sa kojom se izlazi na tržište;
9. Otkup emisije ili otkup neprodanih delova emisije.

Treba napomenuti da neće sve usluge biti neophodne u svakoj transakciji, već će emitent (lokalna samouprava) izabrati one usluge koje su joj u konkretnoj situaciji neophodne. U SAD su se samo u 2005. godini, brokersko – dilerska društva našla u ulozi investicionih bankara u transakcijama vrednim 330 milijardi dolara. Iste godine, brokersko – dilerska društva su se našla u ulozi finansijskih savetnika u transakcijama vrednim 80 milijardi dolara. Napomenimo i to da se u svetu sve više koriste usluge regionalnih brokerskih kuća koje postaju popularne zbog svog specifičnog poznavanja tržišta i lokalnih kupaca

### Metode prodaje municipalnih obveznica na tržištu

Postoje tri načina za prodaju municipalnih obveznica:

1. Tenderska prodaja (*competitive bidding*)
2. Prodaja putem pregovora (*negotiate sale*)
3. Privatni plasman (*private placement*)

S obzirom da se model privatnog plasmana koristi samo za manje količine obveznica, dilema se najčešće javlja između prva dva tipa plasmana.

### Uloga poverenika

Poverenik emisije zapravo preuzima ulogu administratora (menadžera) emisije, starajući se svakodnevno o svim tehničkim detaljima emisije. Osim toga, poverenik zastupa grupu investitora, kako ne bi svako ponaosob morao da brani svoje interese, ukoliko je to neophodno.

## Kupovna strana: ko kupuje municipalne obveznice?

Municipalne obveznice najčešće imaju visoku nominalnu vrednost, zbog čega nisu pristupačne malim investitorima. U njih najčešće investiraju institucionalni investitori kao što su banke, osiguravajuća društva i obveznički investicioni fondovi. Doduše, kroz investicione fondove, municipalne obveznice mogu biti dostupne i malim ulagačima. Investicione jedinice fondova municipalnih obveznica kupovaće investitori čiji je cilj prihod od ulaganja na koji fond ne plaća porez, pa je samim tim i prinos koji ostvaruju veći.

**Tabela 3. Komparativna analiza prinosa obvezničkih fondova u SAD**

VRSTA FONDA	Godišnji prinos (prosek) 31. jan 2006. - 31. jan 2007.	3-godišnji prinos (prosek) 31. jan 2004. - 31. jan 2007.	5-godišnji prinos (prosek) 31. jan 2002. - 31. jan 2007.	10-godišnji prinos (prosek) 31. jan 1997. - 31. jan 2007.
<b>Rizični fondovi municipalnog duga</b> <i>(High-yield municipal debt funds)</i>	6,79%	19,75%	36,09%	67,74%
<b>Opšti fondovi municipalnih obveznica</b> <i>(General municipal bond funds)</i>	3,98%	10,94%	24,73%	61,21%
<b>Osigurani fondovi municipalnog duga</b> <i>(Insured municipal debt funds)</i>	3,48%	9,45%	23,15%	59,06%
<b>Posrednički fondovi municipalnog duga</b> <i>(Intermediate municipal debt funds)</i>	2,99%	7,33%	20,08%	55,47%

Izvor: F. Fabozzi, Handbook of Municipal Bonds

## DODATAK: VREDNOVANJE I ANALIZE KOJE SPROVODE INVESTITORI U MUNICIPALNE OBVEZNICE

Evaluacije (vrednovanje) municipalnih obveznica predstavlja mišljenje nezavisnih eksperata o ceni koju su investitori spremni da plate i koju treba platiti za određenu hartiju. Evaluacije može biti urađena pre ili nakon emitovanja u zavisnosti od potreba investitora. Ovakve analize potrebne su širokom krugu investitora: obvezničkim i novčanim fondovima, bankama i drugim institucionalnim investitorima. Nezavisni eksperti koriste sledeće metode evaluacije:

- **Internu krivu prinosa**, koja poredi obveznice sa sličnim rokom dospeća;
- **Analizu kreditne sposobnosti (rejtinga) emitenta**, nakon čega se obveznice svrstavaju u dve kategorije: obveznice koje poseduju investicioni rejting i špekulativne obveznice;
- **Kamatno stablo** (Interest Rate Tree);
- Vrednovanje obveznica sa **“call”** opcijom;
- Vrednovanje obveznica sa **“put”** opcijom;
- **Diskontovanje** budućeg novčanog toka;
- **Analiza cenovnih kretanja i volatilnosti**.

Sve analize imaju za cilj da daju odgovor na pitanje da li je po trenutnoj tržišnoj ceni obveznice ona precejena, potcenjena ili se možda nalazi na nivou svoje fer vrednosti.

## **DRUGI DEO**

### **ANALIZA STANJA U REGIONU**

## Tržište dužničkih hartija od vrednosti Republike Hrvatske

Poslednjih godina sve je izraženiji trend finansiranja preduzeća putem tržišta kapitala u odnosu na tradicionalni oblik finansiranja putem bankarskog sistema, što upućuje na dalji nastavak razvoja hrvatskog tržišta kapitala, naročito tržišta dužničkih hartija od vrednosti. Na Službenom tržištu Zagrebačke berze početkom aprila 2008. bilo je uključeno ukupno trideset i pet emisija obveznica. Od toga, deset emisija obveznica Republike Hrvatske, jedna emisija Fonda za naknadu oduzete imovine, jedna emisija obveznica institucija povezanih sa državom (HBOR – obveznice za isplatu za koje u celosti jamči Republika Hrvatska), šest emisija municipalnih obveznica (Grad Koprivnica, Grad Zadar, Grad Rijeka i Grad Split dospijeća 2013, dospijeća 2015 i dospeća 2017), dve emisije obveznica finansijskih institucija (HAAB, RBA) te šesnaest emisija korporativnih obveznica (Atlantic Grupa, Belišće, HEP dospijeća 2013. i dospijeća 2017., Ingra, "Jadran"-Galenski laboratorij, Jadranka, Jadrolinija, Medika, NEXE Grupa, Odašiljači i veze, OT. Još dve emisije municipalnih obveznica uključeno je na redovno tržište, što čini ukupno 8 (osam) emisija municipalnih obveznica.

### Tržište municipalnih obveznica u Republici Hrvatskoj

U Republici Hrvatskoj je trenutno u prometu osam emisija municipalnih obveznica. Obveznice Istarske Županije i Opatije su u međuvremenu dospele.

**Obveznica Grada Koprivnice** izdata je u tri tranše u 2004. godini ukupnog nominalnog iznosa HRK 60 miliona, dospeća 29. juna 2011. Obveznica Grada Koprivnice je amortizujuća obveznica. Glavnica iz obveznica isplaćuje se u 14 polugodišnjih anuiteta zajedno s isplatom kamate. Obveznica je uključena u prvu kotaciju (Službeno tržište) Zagrebačke berze. Od uključanja na Zagrebačku berzu pa do kraja marta 2008. ukupan promet ovom obveznicom iznosio je HRK 55,0 miliona.

**Obveznica Grada Zadra** izdata je u ukupnom nominalnom iznosu od EUR 18,5 miliona 01. septembra 2004., dospeća 01. septembra 2011. Obveznica Grada Zadra je obveznica s jednokratnim dospećem glavnice. Obveznica je uključena u prvu kotaciju (Službeno tržište) Zagrebačke berze. Od uključanja na Zagrebačku berzu pa do kraja marta 2008. ukupan promet ovom obveznicom iznosio je HRK 132,0 miliona.

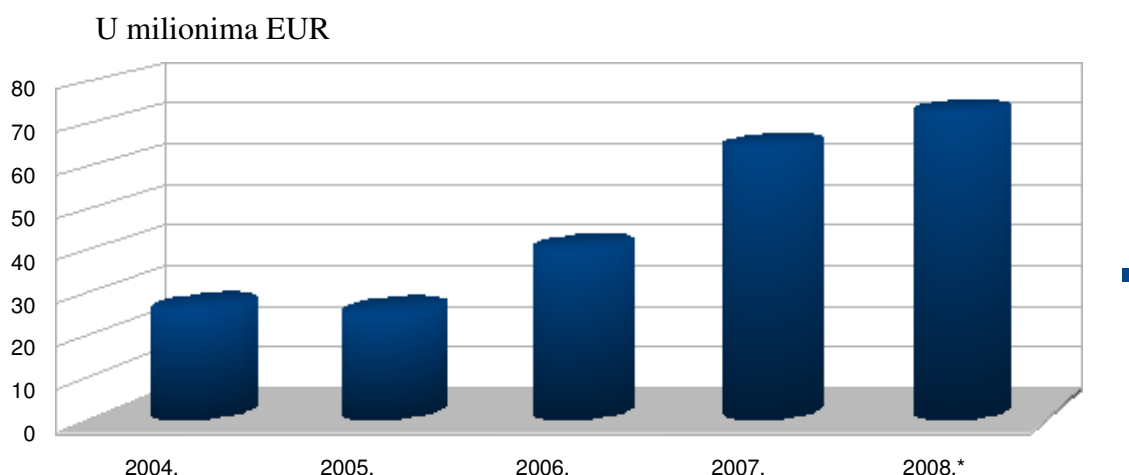
**Obveznice Grada Rijeke** izdate su u tri tranše u ukupnom iznosu EUR 24.574.513,00. Prva tranša obveznica Grada Rijeke izdata je 18. jula 2006. u iznosu EUR 8.191.504,00, druga tranša 17. maja 2007. u iznosu EUR 8.191.504,00, a treća tranša 01. aprila 2008. u iznosu EUR 8.191.505,00. Konačno dospeće glavnice je 18. jula 2016. Obveznica Grada Rijeke je amortizujuća obveznica. Isplata kamata iz Obveznica je polugodišnja. Prilikom prvih šest isplata kamata glavnica se ne isplaćuje, a prilikom sledećih osam isplata kamata isplaćuje se 5% ukupne glavnice, a prilikom poslednjih šest isplata kamata isplaćuje se 10% ukupne glavnice. Obveznica je uključena u prvu kotaciju (Službeno tržište) Zagrebačke berze. Od uključanja na Zagrebačku berzu pa do kraja marta 2008. ukupan promet ovom obveznicom iznosio je HRK 9,0 miliona.

**Grad Split** izdao je prvu tranšu **obveznica** u julu 2006. u iznosu EUR 4 miliona, a drugu tranšu u istom iznosu u decembru 2006. Prva i druga tranše obveznica Grada Splita isplatiće se u julu 2012. i 2013. Obveznica je uključena u prvu kotaciju (Službeno tržište) Zagrebačke berze. Od uključanja na Zagrebačku berzu pa do kraja marta 2008. ukupan promet ovom obveznicom iznosio je 4,0 miliona. Grad Split je takođe izdao 27. novembra 2007. obveznicu dospeća 27. novembra 2015. u iznosu od EUR 8,1 miliona koja je takođe uključena u prvu kotaciju (Službeno tržište) Zagrebačke berze. Grad Split je 8.jula 2008. izdao i treću emisiju municipalnih obveznica koje nose kamatnu stopu od 6% na godišnjem nivou, a dospevaju na naplatu 8. jula 2017. godine

**Grad Vinkovci izdao je dana 23. oktobra 2007. amortizujuću obveznicu** koja je uvrštena u Redovno tržište Zagrebačke berze. Obveznica Grada Vinkovaca izdana je na rok od 10 godina te dospeva 23. oktobra 2017. Isplata glavnice iz obveznica Grada Vinkovaca je amortizujuća. Prilikom sledećih šest isplata kamata glavnica se ne isplaćuje, prilikom sledeće četiri isplate kamata isplaćuje se 5% ukupne glavnice, prilikom sledećih osam isplata kamata isplaćuje se 7,5% ukupne glavnice, a prilikom poslednje dve isplate kamata isplaćuje se 10% ukupne glavnice. Obveznica je uključena u prvu kotaciju (Službeno tržište) Zagrebačke berze.

**Grad Osijek izdao je dana 30. oktobra 2007. amortizujuću obveznicu** koja je uključena u Redovno tržište Zagrebačke berze. Obveznica Grada Osijeka izdata je na rok od 10 godina te dospeva 30. oktobra 2017. Isplata glavnice iz obveznica Grada Osijeka je amortizujuća na način da se u poslednjih 5 godina do dospeća isplaćuje 20% glavnice godišnje. Obveznica je uključena u prvu kotaciju (Službeno tržište) Zagrebačke berze.

## Grafikon br. 1. Vrednost emitovanih municipalnih obveznica u Hrvatskoj



- podaci zaključno sa martom 2008. godine

Prezentovani grafikon pokazuje rast učešća municipalnih obveznica na hrvatskom tržištu kapitala u periodu od 2004. godine do marta 2008. godine. U međuvremenu Grad Split je emitovao i treću emisiju obveznica u iznosu od 8,2 miliona eura.

**Tabela 4. Nedospjele municipalne obveznice emitovane na teritoriji Republike Hrvatske**

EMITENT	Broj izdatih obveznica	Nominala	Cena emisije	Kamatna stopa	Datum dospeća	Sekundarna trgovina
Grad Koprivnica	60.000.000	1 HRK	100,00%	6,50%	29.06.2011.	Zagrebačka berza
Grad Rijeka	24.574.513	1 EUR	89,977%	4,125%	18.07.2016.	Zagrebačka berza
Grad Split I emisija	8.000.000	1 EUR	99,754%	4,5625%	24.07.2013.	Zagrebačka berza
Grad Split II emisija	8.100.000	1 EUR	99,185%	4,75%	27.11.2015	Zagrebačka berza
Grad Split III emisija	8.200.000	1 EUR	99,997%	6%	08.07.2017.	Zagrebačka berza
Grad Zadar	18.500.000	1 EUR	100%	5,5%	01.09.2011.	Zagrebačka berza
Grad Osijek	25.000.000	1 HRK	99,514%	5,5%	30.10.2017.	Zagrebačka berza
Grad Vinkovci	42.000.000	1 HRK	99,827%	5,5%	23.10.2017.	Zagrebačka berza

**Tabela 5. Dospjele i isplaćene municipalne obveznice emitovane na teritoriji Republike Hrvatske**

EMITENT	Veličina emisije	Godina emisije	Nominala	Cena emisije	Kamatna stopa	Rok dospeća
Istarska Županija I emisija	2.000.000 DEM	1995.	1.000 DEM	100,00%	11,00%	2,5 godine
Istarska Županija II emisija, serija A	4.300.000 HRK	1996.	500 HRK 1.000 HRK 10.000 HRK	100,00%	7,00%	2 godine
Istarska Županija II emisija, serija B	5.700.000 HRK	1996.	500 HRK 1.000 HRK 10.000 HRK	100,00%	7,00%	3 godine
Grad Opatija	14.000.000 HRK	1997.	5.000 HRK	98,15%	8,5%	4 godine

## Tržište dužničkih hartija od vrednosti Republike Srpske

Tržište karakteriše mali broj obveznica. Sve obveznice kotiraju se na službenom berzanskom tržištu Banjalučke berze. Imamo dve korporativne emisije, NLB razvojne banke i Balkan Investment banke. U tržišne hartije spadaju obveznice stare devizne štednje, obveznice za izmirenje obaveza doavljacima i obveznice za izmirenje ratne štete. Od skora imao i dva izdanja municipalnih obveznica. To su obveznice Grada Banja Luke i opštine Laktaši. Ukupan iznos municipalnih obveznica na tržištu kapitala iznosi 17,03 miliona konvertibilnih maraka.

### Kamatni rizik

Kamatne stope municipalnih obveznica prilagođene su nivou kamatnih stopa na bankarskom tržištu u BiH. Grad Banja Luka niti opština Laktaši nemaju uticaja na ponašanje kamatnih stopa na tržištu, tako da rast kamatnih stopa na tržištu može prouzrokovati pad cena municipalnih obveznica što može negativno uticati na investitore. Takođe, pad kamatnih stopa na tržištu može dovesti do rasta cena municipalnih obveznica što bi imalo pozitivne efekte na investitore.

### Valutni rizik

Konvertibilna marka (KM) kao zvanična valuta u BiH je vezana za Euro. Centralna banka Bosne i Hercegovine održava monetarnu stabilnost u skladu sa aranžmanom (1 KM = 0,51129 EURO, odnosno 1 EURO = 1,95583), što znači da izdaje domaću valutu uz puno pokriće u slobodnim konvertibilnim deviznim sredstvima po fiksnom kursu (1 KM = 0,51129 EURO, odnosno 1 EURO = 1,95583). Radi očuvanja realne vrednosti, ukoliko dođe do promene kursa KM u odnosu na EU, primenjivaće se valutna klauzula (preračunavanje KM u EUR, odnosno EUR u KM)

### Kreditni rizik

Na cenu obveznica mogla bi uticati promena kreditnog rejtinga Bosne i Hercegovine. Promene će zavistiti u najvećoj meri od makroekonomskih kretanja u domaćoj ekonomiji, a u slučaju pojave budžetskog deficita u bilansu tekućih transakcija moglo bi dovesti do revizije postojećeg investicijskog kreditnog rejtinga Bosne i Hercegovine.

## Grafikon br. 2. Vrednost emitovanih municipalnih obveznica u Republici Srpskoj

U milionima KM (konvertibilnih maraka)

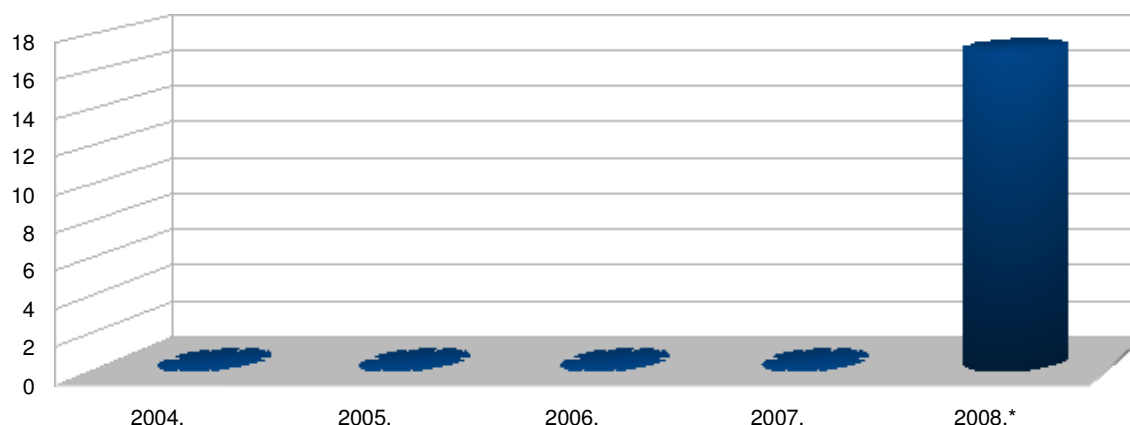


Tabela 8. Emitovane municipalne obveznice emitovane na teritoriji Republike Srpske

EMITENT	Broj izdatih obveznica	Nominala	Cena emisije	Kamatna stopa	Datum dospeća	Sekundarna trgovina
Grad Banja Luka	70.000	100 KM	100,30%	5,75%	18.07.2011	Banjalučka berza
Opština Laktaši	100.000	100 KM	100,30%	5,75%	18.06.2014.	Banjalučka berza

## Studija slučaja: municipalne obveznice grada Banja Luka

Emitent:	Grad Banja Luka
Namena:	Finansiranje izgradnje mosta preko reke Vrbas
Veličina emisije:	7.000.000 KM,
Denominacija (nominala)	100 KM
Kamatna stopa:	5,75%
Datum emisije:	18.07.2008.
Datum dospeća:	18.07.2011.
Način isplate kamate:	Polugodišnje po kamatnoj stopi od 2,875% na neotplaćeni deo glavnice
Način otplate glavnice:	Polugodišnje, u 6 jednakih delova
Cena emisije:	100,00%, utvđuje po metodi kontinuirane javne ponude (višestruke cene).
Način uknjižbe:	Centralni registar hartija od vrijednosti Republike Srpske
Agenti emisije:	Advantis broker a.d. Banja Luka
Pokrovitelji emisije:	/
Pokrovitelj uključenja:	/
Odobrenje emisije:	Ministarstvo Finansija, Vlada Republike Srpske
Odobrenje prospekta:	Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske
Zakon koji reguliše emisiju:	Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Zakon o tržištu hartija od vrednosti
Pravni status obveznica:	Obaveze emitenta iz obveznica predstavljaju neosigurane, direktne i bezuslovne obaveze Grada Banja Luka, međusobno su ravnopravne i jednakog su ranga sa svim drugim, sadašnjim i budućim neosiguranim obavezama Grada Banja Luka, osim obaveza koje imaju prvenstvo na osnovu zakonskih i podzakonskih propisa. Obaveze Emitenta po osnovu emisije Obveznica, odnosno isplate glavnice i kamate, izvršavaće se iz redovnih prihoda Grada do dospeća. Obveznice ove emisije su slobodno prenosive dužničke hartije od vrednosti. Nijedan vlasnik obveznice nema pravo da traži prevremeno dospeće.
Sekundarna trgovina:	Da, listirane su na službenom berzanskom tržištu Banjalučke berze. Cena Obveznica zasnivaće se na tzv. «čistoj ceni», što znači da ne obuhvata stečenu kamatu. Cena će se izražavati u procentima od nominalne vrednosti Obveznice.
Način distribucije:	Upis se vrši kod ovlašćenih berzanskih posrednika na tržištu hartija od vrednosti Republike Srpske. Obveznice se prodaju na Banjalučkoj berzi. Uplata se vrši na račun kod depozitne banke NLB Razvojna Banka broj 562-099- 80651591-96. Upis se vrši na način da potencijalni kupac uplati novac na račun ovlašćenog berzanskog posrednika putem kojeg želi da izda nalog za upis Obveznica i da izda nalog za upis u toku radnog vremena berzanskog posrednika. Ovlašćeni berzanski posrednik transferiše iznos novčanih sredstava na račun depozitne banke. Sredstvo plaćanja obveznica prve emisije je novac, konvertibilne marke (KM).Obračun i poravnanje u sekundarnoj trgovini obveznica vršiće Centralni registar hartija od vrijednosti Republike Srpske a.d. Banja Luka. Početak upisa i uplate obveznica je 15 dana od datuma upućivanja javnog poziva za početak upisa i uplate. Upis i uplata obveznica traju 90 dana
Uslov za uspešnu emisiju:	Emisija obveznica Grada Banja Luka javnom ponudom smatra se uspešnom ako je u roku od 90 dana predviđenom za upis i uplatu obveznica upisano i uplaćeno minimalno 60% od ukupnog broja obveznica ponuđenih u prospektu.
Kašnjenje sa isplatom kamate:	U slučaju kašnjenja isplate kupona iz Obveznice, emitent će platiti zakonsku zateznu kamatu od zadnjeg dana isplate kupona (petnaest dana od dana dospeća) do dana stvarne isplate.
Prevremena isplata glavnice:	Grad Banja Luka, kao Emitent, može u bilo koje vreme otkupiti obveznice javnom ponudom (prevremeni otkup) po bilo kojoj ceni. Otkup javnom ponudom će biti dostupan pod jednakim uslovima svim vlasnicima obveznica. Nijedan vlasnik Obveznica nije dužan da prihvati ponudu Emitenta niti je dužan da proda bilo koji broj obveznica kojima raspolaže

**Tabela 9. Primer plana isplate glavnice i kamate Grada Banja Luka**

Datum dospeća glavnice i kamate	Broj obveznica u opticaju	Kamata	Iznos kamate	Anuitet	Iznos glavnice	Isplata glavnice	Neotplaćeni deo glavnice	Pool faktor
1	2	3	4	5	6	7	8	9
10.10.08	70.000	2,875%	201.250,00	<b>1.367.917</b>	7.000.000,00	1.166.666,67	5.833.333,33	1,00000
10.04.09	70.000	2,875%	167.708,33	<b>1.334.375</b>	5.833.333,33	1.166.666,67	4.666.666,66	0,83333
10.10.09	70.000	2,875%	134.166,67	<b>1.300.833</b>	4.666.666,66	1.166.666,67	3.499.999,99	0,66667
10.04.10	70.000	2,875%	100.625,00	<b>1.267.292</b>	3.499.999,99	1.166.666,67	2.333.333,32	0,50000
10.10.10	70.000	2,875%	67.083,33	<b>1.233.750</b>	2.333.333,32	1.166.666,67	1.166.666,65	0,33333
10.04.11	70.000	2,875%	33.541,67	<b>1.200.208</b>	1.166.666,65	1.166.666,65	0,00	0,16667

\*kao što možemo da primetimo, iznos glavnice koji se isplaćuje periodično je fiksni, a kamata se isplaćuje na preostali deo neisplaćene glavnice.

## Tržište dužničkih hartija od vrednosti Republike Crne Gore

Slično kao i na drugim tržištima kapitala u regionu, Crnogorsko tržište karakteriše dominantno prisustvo vlasničkih hartija. Pored njih, postoji i više vrsta dužničkih hartija. U početku su uglavnom bile prisutne kratkoročne hartije kojima je premošćavana likvidnost i koje su bile emitovane na 90 ili 180 dana. Kupci ovih hartija su bile isključivo banke. Pored ovih hartija postoje i obveznice stare devizne štednje koje je, slično kao i u Srbiji, moguće koristiti kao sredstvo plaćanja u postupku privatizacije. Vlada Crne Gore emitovala je i obveznice za sanaciju puteva u iznosu od 1,2 miliona eura koje je otkupio fond za razvoj Crne Gore. Radi se o dugoročnim hartijama, roka dospeća do 10 godina, koje donose 3% prinosa na godišnjem nivou s tim da obaveze emitenta miruju u prve 3 godine. U svim navedenim slučajevima radi se i prodaji obveznica poznatom kupcu.

### Tržište municipalnih obveznica Republike Crne Gore

Fond za razvoj ima u svom portfelju sledeće obveznice: obveznice Fonda za restituciju, obveznice stare devizne štednje, obveznice lokalnih samouprava, državne obveznice čiji je emitent Ministarstvo finansija Republike Crne Gore. Obveznice Fonda za restituciju su posledica povraćaja oduzete imovine a obveznice stare devizne štednje posledica obaveze prema vlasnicima stare devizne štednje. U portfelju se nalaze i obveznice lokalnih samouprava u ukupnom iznosu od 11,6 miliona eura.

**Tabela 11. Emitovane municipalne obveznice emitovane na teritoriji Republike Crne Gore**

EMITENT	Broj izdatih obveznica	Nominala	Datum dospeća	Sekundarna trgovina*
Andrijevića	435.407	1 EUR	Serijski od 2009. do 2015.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Berane	622.125	1 EUR	Serijski od 2009. do 2015.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Bijelo Polje	1.249.255	1 EUR	Serijski od 2009. do 2015.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Cetinje	965.531	1 EUR	Serijski od 2009. do 2015.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Danilovgrad	812.000	1 EUR	Serijski od 2009. do 2015.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Kolašin	995.400	1 EUR	Serijski od 2010. do 2016.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Nikšić	1.306.452	1 EUR	Serijski od 2009. do 2015.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Podgorica	1.244.243	1 EUR	Serijski od 2010. do 2016.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Plužine	622.613	1 EUR	Serijski od 2010. do 2016.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Pljevlja	1.244.243	1 EUR	Serijski od 2009. do 2015.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Rožaje	746.410	1 EUR	Serijski od 2009. do 2015.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Šavnik	400.001	1 EUR	Serijski od 2010. do 2016.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Žabljak	392.000	1 EUR	Serijski od 2010. do 2016.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine
Bar	599.998	1 EUR	Serijski od 2010. do 2016.	Obveznice su uključene na berzu ali nije bilo sekundarne trgovine

- \* Obveznice su plasirane unapred poznatom kupcu. Sve emisije otkupio je Fond za razvoj Republike Crne Gore.

## Zasto u Srbiji još uvek nema municipalnih obveznica?

Nijedna opština u Srbiji do sada nije emitovala municipalne obveznice. Nadležni u Ministarstvu finansija tvrde da zakonskih prepreka nema, a da su jedini razlozi zašto to niko još nije uradio, nezainteresovanost i neznanje. Obveznice je po njihovim rečima moguće izdati u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugim finansijskim instrumenatima i sa Zakonom o javnom dugu. S tim što za razliku od ostalih izdavalaca kojima je neophodno samo odobrenje Komisije za hartije od vrednosti, lokalnim samoupravama neophodno je i odobrenje Ministarstva finansija.

U situacijama kada je cena kredita približno jednaka kamatnoj stopi koju treba isplatiti imaćima municipalnih obveznica problem se ne čini velikim. Problem nastaje upravo u situacijama kakva je trenutno na svetskom finansijskom tržištu, kada je poverenje u finansijske institucije poljuljano. Nesigurnost na finansijskim tržištima ima za rezultat povećanje kamatnih stopa, zbog povećanja premije rizika koju traže davaoci kredita. Tako dolazimo u situaciju da opština koja je do sada plaćala kamatnu stopu od 5% na godišnjem nivou, sada plaća 10 ili 15% kamate godišnje, što značajno onemogućava investicije u lokalnu infrastrukturu. Umesto toga gradovi i opštine bi mogli da se zadužuju emisijom municipalnih obveznica po mnogo nižoj kamatnoj stopi.

## Procedura emitovanja municipalnih obveznica u Srbiji

Veliki problem leži u činjenici da gradovi i opštine u Srbiji ne raspolažu svojom imovinom, jer je ista u vlasništvu države. Suština municipalnih obveznica leži upravo u niskom riziku, jer iza njih stoje opštine celokupnom svojom imovinom i budžetom. Kada bi opštine bile vlasnici svoje imovine dozvola Ministarstva finansija ne bi bila potrebna.

Prema domaćoj zakonskoj regulativi, procedura emitovanja municipalnih obveznica počinje **odlukom** nadležnog organa lokalne samouprave o zaduženju putem emisije municipalnih obveznica. Nakon toga se traži odobrenje Ministarstva finansija. Važno je napomenuti da po važećim zakonima nivo zaduženja organa lokalne samouprave ne može biti veći od 50% budžetskih prihoda iz prethodne godine. Nakon što odobrenje usledi, lokalna samouprava otvara emisioni račun u Centralnom registru hartija od vrednosti. Sledeći korak je postupak odobrenja prospekta za distribuciju kod Komisije za hartije od vrednosti. Tek nakon što Komisija odobri prospekt sledi javni poziv za upis i uplatu. U koliko se prodaja emisije vrši putem privatnog plasmana (*private placement*), javni poziv za upis i uplatu nije neophodan. Poslednji korak je listiranje municipalnih obveznica na nekom od tržišta berze. U slučaju emisije, po uzoru na susedne zemlje, municipalne obveznice u Srbiji bi se najverovatnije našle na A ili B listingu Beogradske berze gde bi se njima sekundarno trgovalo.