MUNICIPALNE OBVEZNICE

Pojam

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.

Lokalne vlasti u SAD su prve municipalne obveznice izdale još 1812. godine, a danas se, između ostalog, koriste i za finansiranje projekata za zaštitu životne sredine ili obnovljivih izvora energije. Primeri korišćenja ovog sredstva finansiranja mogu se dugo ređati, kako u zemljama u okruženju, tako i u najrazvijenijim svetskim ekonomijama.

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 najčešce ne oporezuje, što predstavlja još jedan podsticaj.

Po definiciji, tržište kapitala služi pravnim licima da, izdavanjem hartija od vrednosti, obezbede dugoročni kapital potreban za razvoj ili proširivanje poslovanja. Pri tome, neophodno je napomenuti da dugoročan uspeh na tržištu kapitala u mnogome zavisi od otvorenosti izdavaoca hartija od vrednosti, postignutih ekonomskih rezultata i budućih perspektiva. Organi lokalne samouprave imaju mogućnost da kroz izdavanje tzv. municipalnih obveznica pribave neophodna sredstva za ulaganje u lokalnu infrastrukturu i druge projekte, a ova vrsta hartija od vrednosti veoma često je visoko rangirana kod investitora, s obzirom na relativno nizak rizik neispunjavanja obaveza od strane izdavaoca – tj. lokalne samouprave. Prednost municipalnih obveznica, sa aspekta lokalne samouprave, svakako je niža cena u odnosu na druge forme finansiranja.

Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrednosti emitovane od strane lokalnih vlasti, odnosno gradova, opština i drugih lokalnih zajednica. Naziv municipalnih obveznica dolazi od njihove glavne karakteristike, a to je da ih izdaju organi lokalne samouprave. 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.

Vrste

KUPONSKE - DISKONTNE OBVEZNICE
KUPONSKE
Kamata koja se isplaćuje periodično najčešće polugodišnje, dok glavnica može da bude isplaćena i po dospeću i periodično.
Kamata može biti:
-fiksna
-fluktuirajuća (vezana za npr stopu inflacije)
DISKONTNE
Prodaju se po ceni koja je niža od nominalne vrednosti tj uz diskont a po isteku roka dospeća investitoru se isplaćuje puna tj nominalna vrednost.

OBVEZNICE SA PUT I CALL OPCIJOM
Prema specijalnim klauzulama koje mogu imati, obveznice mogu biti:

*Obveznice sa **call** opcijom* –**emitent** ima pravo da u bilo koje doba povuče emisiju obveznica i da pre roka dospeća investitorima vrati nazad uloženi novac (ukoliko npr kamatne stope na tržištu padnu, investitoru su pruža mogućnost da nakon povlačenja stare, izvrši novu emisiju po nižoj kamatnoj stopi)

*Obveznice sa **put** opcijom* -**investitor** u svakom trenutku može izvršiti naplatu svojih potraživanja po osnovu obveznice (što je povoljno u uslovima rasta kamatne stope na tržištu, jer mu se pruža mogućnost da novac investira po povoljnijim uslovima tj višoj kamatnoj stopi)

OPŠTE OBAVEZUJUĆE - PRIHODNE OBVEZNICE
***Opšte obavezujuce** obveznice* karakteriše obaveza emitenta da vrati dug iz bilo kojeg izvora prihoda lokalne vlasti. Zbog takve klauzule izdavanju ovakvih obveznica najčešce prethodi neka vrsta referenduma ili javne rasprave. Za njih kažemo da su „voter-approved“ ili u prevodu „obveznice odobrene od strane glasača“.

***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 u slučaju da emitent to nije u stanju.

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 glavnicu i pripadajuću kamatu ako ona po dospeću nije plaćena od primarnog dužnika odnosno lokalne samouprave.

PREMA ROKU DOSPEĆA:
1. Kratkoročne (do 1 godine)
2. Srednjoročne (1-10 godina)
3. Dugoročne (preko 10 godina)

Metode prodaje municipalnih obveznica na tržištu
Municipalne obveznice se mogu prodati na tržištu na tri nacina.
Prvi način je tender, gde se na određeni dan vrši licitacija od strane zainteresovanih kupaca. Pobednik 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. Definisanja 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 novo-emitovanih 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. Definisanje konačne cene sa kojom se izlazi na tržište;
9. Otkup emisije ili otkup neprodatih delova emisije.
Treba napomenuti da neće sve usluge biti neophodne u svakoj transakciji, već ce 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 kuca koje postaju popularne zbog svog specifičnog poznavanja tržišta i lokalnih kupaca.
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 najčešce javlja između prva dva tipa plasmana.

Zašto su municipalne obveznice atraktivne za investitore?

- Nizak rizik ulaganja (posle državnih obveznica nose najmanji rizik)
- Likvidnost (kotiraju se na sekundarno tržištu)
- Relativno visoka zarada (Prinos na municipalne obveznice je najčešce veci od prinosa koji bi se ostvario ulaganjem u državne obveznice ili oročavanjem depozita u banci)
- Prihodi od ulaganja u municipalne obveznice najčešće ne podleže oporezivanju (u SAD cak 90% svih emisija nosi pogodnost oslobađanja federalnog poreza)

Zašto su municipalne obveznice atraktivne za opštine?

- Ovaj izvor finansiranja je jeftiniji od klasičnog zaduživanja kod banaka
- Mogućnost privlačenja širokog spektra investitora radi realizacije konkretnih projekata
- Municipalne obveznice se mogu izdavati za:
  - finansiranje projekata koji ne donose prihod
  - finansiranje projekata koji donose prihod
  - pokrivanje deficita budžeta lokalne samouprave
  -

Konkretna namena sredstava pored pokrića budžetskog deficita može biti:

- Izgradnja kapaciteta **vodosnabdevanja**
- Izgradnja **puteva** ili mreže lokalnih puteva
- Izgradnja **sportsko-rekreacionih centara**
- Izgradnja **škola**
- **Elektrifikacija**
- **Uređenje okoline…**

Iskustvo zemalja regiona

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 jemci Republika Hrvatska), šest emisija municipalnih obveznica (Grad Koprivnica, Grad Zadar, Grad Rijeka i Grad Split dospeća 2013, dospeća 2015 i dospeća 2017), dve emisije obveznica finansijskih institucija (HAAB, RBA) te šesnaest emisija korporativnih obveznica (Atlantic Grupa, Belišce, HEP dospeća 2013. i dospeća 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.
U Republici Hrvatskoj je trenutno u prometu osam emisija municipalnih obveznica. Obveznice Istarske Županije i Opatije su u međuvremenu dospele.

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 državne hartije spadaju obveznice stare devizne štednje, obveznice za izmirenje obaveza dobavljačima i obveznice za izmirenje ratne štete.
Pojavila su se 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.

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 dužnickih 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.
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.

Zašto 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 recima 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 imaocima 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 placa 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

Prema Zakonu o lokalnoj samoupravi iz 2002, lokalne samouprave mogu da se zadužuju na kreditnom tržištu.
Prema dosadašnjem iskustvu opštine su se zaduživale jedino kod banaka, uzimajući kratkoročne kredite, da bi prebrodile probleme tekućih plaćanja.
Izuzetak su neke opštine koje su koristile sredstva iz međunarodnih zajmova. (Grad Beograd je 2005. uzeo kredit Svetske banke od 60 miliona dolara, ali garant za njega je bila Država)
Drugi oblici zaduživanja, kao što su dugoročni krediti sa hipotekarnim nisu korišćeni, kao što ni jedna opština u Srbiji do sada nije izdavala sopstvene obveznice, tzv. municipalne obveznice.
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.

Zakonska regulativa

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.

USLUGE POSREDNIKA
(brokersko-dilerskog društva):

1.Definisanja 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 utvrdjivanja tacne 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. Definisanje konačne cene sa kojom se izlazi na tržište;
9. Otkup emisije ili otkup neprodatih delova emisije.

Prema najavama Ministarstva finansija, na finansijskom tržištu R.Srbije do kraja 2009.g. pojaviće se obveznice kompanija i lokalnih samouprava.
To će imati veliki značaj za opštine koje očekuju rešavanje imovinsko pravnih odnosa i rešavanje infrastrukturnih projekata emitovanjem novih finansijskih instrumenata, a investitori će imati nove hartije od vrednosti koje će omogućiti lakše investicione odluke.