

Прегледни рад

Примљено: 2. 7. 2015.

UDK 336.763.33:352

Ревидирана верзија: 3. 12. 2015.

Одобрено за штампу: 17. 10. 2016.

ПОТРЕБА ЗА ОСИГУРАЊЕМ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

Јасмина Лабудовић Станковић^{1*}, Слободан Јовановић²

Универзитет у Крагујевцу, Правни факултет, Крагујевац, Србија
Универзитет Привредна академија, Правни факултет за привреду
и правосуђе, Нови Сад, Србија

**jlabudovic@yahoo.com*

Апстракт

Аутори се у раду баве питањем осигурања муниципалних обвезница. Ово осигурање у свету постоји од седамдесетих година XX века. Осигурање муниципалних обвезница од ризика неизвршења и кашњења у извршењу обавеза емитента повећава рејтинг обвезница и позитивно утиче на спремност инвеститора да купују ове финансијске инструменте. Такође, доприноси побољшању тржишне ефикасности. Као уговарачи осигурања могу се појавити емитенти, тј. јединице локалне самоуправе, покровитељи (синдикат покровитеља) и инвеститори. Рад је сачињен од шест целина. Након уводног дела, обрађују се основне врсте муниципалних обвезница, имајући у виду да врста обвезница може утицати и на осигурање истих. Трећи део рада посвећен је осигураним обвезницама, а четврти се односи на ризике због којих је пожељно закључити осигурање. Пети део рада посвећен је проблемима са којима се суочава српско тржиште муниципалних обвезница и садржи предлог за његово побољшање, у смислу потребе увођења осигурања муниципалних обвезница, а након тога следи закључак. У писању овог рада аутори су користили компаративни метод.

Кључне речи: муниципалне обвезнице, осигурање, ризик неизвршења.

MUNICIPAL BOND INSURANCE

Abstract

The author deals with municipal bond insurance. This insurance has existed in the world since 1970s. Municipal bond insurance against the risk of default increases bond rating and makes positive influence on the willingness of investors to buy these financial instruments. It also contributes to improving market efficiency. Issuers, i.e. local governments, underwriters and investors may appear as policyholders. The paper is organised as follows. The second part, which comes after the introduction, deals with the basic types of municipal bonds, bearing in mind that the type of bond can also affect the bond insurance. The third part is dedicated to insured bonds and the fourth relates to the

risks for which it is desirable to conclude insurance contract. The fifth section is dedicated to the problems faced by the municipal bond market in Serbia and to a proposal for its improvement, in terms of the introduction of municipal bond insurance, and then followed by a conclusion. The authors have used the comparative method for writing this paper.

Key words: municipal bonds, insurance, default risk.

УВОД

Муниципалне (општинске) обвезнице представљају врсту дугорочних дужничких хартија од вредности које емитују јединице локалне самоуправе, тј. градови, општине, окрузи како би се финансирани капитални пројекти, односно покрио буџетски дефицит јединица локалне самоуправе, уз обавезу враћања главнице зајма и камате о року доспећа. По правилу, муниципалне обвезнице обезбеђују дугорочно задуживање њихових издаваоца у циљу финансирања дугорочних капиталних пројеката који имају карактер јавних добара, тј. добара која су од општег интереса. Осим тога, средства прикупљена на овај начин могу служити и за покриће буџетског дефицита. Емисијом обвезница настаје и обавеза емитента да врати главницу зајма и припадајућу камату за коришћење средстава. Поред професионалних инвеститора, могу их куповати и грађани.

У свету је финансирање, тј. задуживање емитовањем ових обвезница, уобичајени и добро познати начин финансирања локалних самоуправа. Пре свега, користе га развијене земље, тј. оне које имају развијено финансијско тржиште. Због атрактивности ових обвезница, као и великих и стално растућих потреба њихових емитената, значајно доприносе порасту задужености, те тако и порасту јавног дуга државе.¹ Више је разлога повећаног задуживања: раст броја становника,² увећање прихода, различит размештај становништва у различитим подручјима (Rose, Marquis, 2011, стр. 600), али и кризе, крахови на финансијским тржиштима и сл.³ У неким државама, као,

¹ Због раста задужености, односно због превеликог дуга, јединица локалне самоуправе у неким државама је прописана забрана задуживања, односно ограничен је износ до ког се јединице локалне самоуправе могу задужити (Rose, Marquis, 2011, стр. 601).

² Пораст броја становника изазива потребу за већим бројем школа, обданишта, базена, саобраћајном инфраструктуром, канализационом мрежом итд.

³ У САД је емисија муниципалних обвезница „затајила” 2014. Разлог због чега је то тако огледа се у дугорочној тенденцији штедње од 2008. године, након финансијске кризе, те смањеном задуживању. Осим тога, емисије које су обављене у функцији су рефинансирања, односно враћања постојећих дугова (Dillon, Gastall, 2014, стр. 3).

на пример, у Кини, задуженост је изузетно велика, иако се целокупан дуг не може приписати муниципалним обвезницама (Wang, Li, 2014, стр. 113).⁴

Муниципалне обвезнице поседују бројне предности, међу којима посебно издвајамо утрживост, имовину велике вредности градова, што може служити као гаранција за емитоване обвезнице и изузимање од плаћања пореза на приход.⁵ Будући да их издају јединице локалне самоуправе, тј. градови и општине, ове обвезнице су врло привлачне инвеститорима. То значи да је ризик неизвршења оваквих обвезница низак. С друге стране, ради објективности, морамо истаћи и неке недостатке. Важно обележје тржишта муниципалних обвезница је информациона асиметрија. Такође, иако за муниципалне обвезнице важи правило да су готово без ризика, ипак постоји могућност ризика неизвршења обавеза емитента. У циљу елиминисања таквог ризика и заштите инвеститора, у свету се прибегава осигурању муниципалних обвезница. Ово осигурање може закључити емитент, односно покровитељ емисије, а у улози уговарача осигурања могу се наћи и инвеститори.

ВРСТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

Постоје различите врсте муниципалних обвезница. Основна подела је на тзв. опште обвезнице (*general bonds*) и приходне (*revenue bonds*). Независно од ове основне и уобичајене поделе, литература познаје и такве муниципалне обвезнице које бисмо могли окарактерисати као хибридне јер имају обележја и општих и приходних (Rose, Marquis, 2011, стр. 607). Опште обвезнице имају гаранцију издаваоца да ће бити исплаћене, а могу се исплатити из било ког извора. За разлику од општих, код приходних обвезница⁶ исплата се врши из одређеног извора, тј. прихода који се оствари од пројекта чијем финансирању служе (на пример, могу се емитовати за изградњу болница, школа, аеродрома и сл.). Врсту приходних обвезница

⁴ Будући да је значајан проценат дуга јединица локалне самоуправе изузетно проблематичан, у Кини се интензивно разматра могућност задуживања путем емисије муниципалних обвезница. Занимљив је податак да је у јуну 2010. године задуженост локалних власти у Кини достигла 7,66 милијарди јуана, при чему је однос задужености преко 100%, а од чега је врло проблематично око 23% свих дугова.

⁵ Постоје и такве муниципалне обвезнице које нису ослобођене пореза на приход (Шошкић, Живковић, 2007, стр. 250).

⁶ Постоји више врста приходних обвезница. Неке од њих су: обвезнице за студентске кредите, тзв. *life-saver* обвезнице, које имају за циљ да обезбеде простор за становање најстаријим припадницима друштва, болничке приходне обвезнице и сл. (Rose, Marquis, 2011, стр. 607).

представљају обвезнице за индустријски развој којима се финансира изградња фабрика (Bodie, Kane, Marcus, 2009, стр. 35). Опште муниципалне обвезнице се обично емитују путем јавне понуде, а приходне путем приватног пласмана. За опште обвезнице јемчи емитент, а осим тога порески капацитет локалне самоуправе је додатна гаранција (Дугалић, Стојковић, стр. 536).

У циљу повећања атрактивности муниципалних обвезница, пракса је изнедрила и муниципалне обвезнице са променљивом каматном стопом како би се инвеститорима у њих пружила заштита од инфлације, чему би они били изложени у случају да обвезнице носе фиксну камату, што је иначе правило. На америчком тржишту присутне су и тзв. опцијске обвезнице, које његовом имаоцу дају право да их врате, односно продају емитенту након одређеног периода. Такође, постоје и тзв. лутријске обвезнице, које као гаранцију за исплату дуга имају приходе остварене од лутрије, по чему су и добиле име (Rose, Marquis, 2011, стр. 608).

Муниципалне обвезнице могу бити купонске и дисконтне. Купонске носе камату која се исплаћује најчешће полугодишње, док се дисконтне продају уз дисконт, тј. по цени која је нижа од номиналне вредности обвезнице. Када обвезнице доспеју, купцу се исплаћује номинална вредност.

Такође, постоји подела обвезница на оне са *put* (које дају привилегију купцу, тј. инвеститору) и *call* опцијом (опозиви, тј. оне које дају привилегију емитенту). Реч је о врсти хибридних обвезница јер обичне муниципалне обвезнице не дају оваква права, односно привилегије. Код *put* опција инвеститор има право да затражи наплату потраживања пре рока доспећа. Ова могућност је врло повољна за инвеститора у ситуацији када расту каматне стопе. Ипак, то ствара ризик за емитента. Када је реч о опозивим муниципалним обвезницама, оне емитенту дају право да повуче емитоване обвезнице и врати новац инвеститорима. Ово ће бити случај када каматна стопа показује тенденцију пада, што значи да би емитент могао повољније да се задужи. Овакве врсте обвезница су ризичније за инвеститоре у односу на обичне муниципалне обвезнице.

На крају, постоји подела и на краткорочне, средњорочне и дугорочне обвезнице у зависности од рока доспећа. Краткорочне муниципалне обвезнице обично се издају са роком доспећа који се поклапа са очекиваним приливом пореза. Њима се финансира покриће трошкова до прикупљања пореза (Bodie, Kane, Marcus, 2009, стр. 35). Дугорочне обвезнице се обично користе за финансирање капиталних пројеката.

ЗАШТО ЗАКЉУЧИТИ ОСИГУРАЊЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

Рекли смо да су муниципалне обвезнице врло привлачне за инвеститоре, између осталог, и због високог кредитног рејтинга који имају. Оне обично бивају оцењене од рејтинг агенција „највишим оценама”. У литератури се помиње да је стопа неизвршења по основу таквих обвезница мања од 1%, осим у периоду финансијских криза, када она значајно расте (Rose, Marquis, 2011, стр. 611). Осигураваче привлачи низак ризик неизвршења, те радо прихватају осигурање муниципалних обвезница. Имајући у виду ниску стопу ризика неизвршења обавеза по основу муниципалних обвезница (до 1%), осигуравачи су путем осигурања ових обвезница стекли огроман капитал.

Осигурање муниципалних обвезница пружа директне и индиректне користи. Директна корист огледа се у смањењу ризика неизвршења и кашњења у испуњењу обавеза, док се индиректна односи на тзв. сигналне користи, у смислу да осигуравач практично пружа гаранцију за извршење обавеза емитента (Justice, Simon, 2002, стр. 120). Куповином осигурања шаље се порука („сигнал”) инвеститорима да су обвезнице инвестиционо квалитетне, што иде у прилог емитенту јер повећава поверење инвестиционе јавности, вероватноћу да ће емисија обвезница бити успешно обављена и бити прикупљен довољан капитал за потребе емитента. Осим тога, умањен је ризик неизвршења и кашњења у извршењу обавеза.

Са осигурањем муниципалних обвезница почело се 1971. године у САД⁷ како би се инвеститорима⁸ упутила порука да инвестирају само у инвестиционо квалитетне обвезнице. У свету је тражња за осигурањем муниципалних обвезница порасла нарочито од 1975, будући да су се многи градови нашли у финансијским проблемима, међу којима и Њујорк (Cole, Officer, 1981, стр. 435). Најважнији разлози који утичу на тражњу за осигурањем муниципалних обвезница су аверзија према ризику и информациона асиметрија (Justice, Simon, 2002, стр. 122). Информациона асиметрија практично постоји увек када је једна страна у трансакцији више информисана у односу на другу. Сматра се да су јединице локалне самоуправе субјекти код којих је нарочито изражена информациона асиметрија јер они не објављују све неопходне податке за инвестициону јавност. Информациона асиметрија може бити ублажена осигурањем (Denison, 2003,

⁷ Те године *MGIC Investment* је осигурао муниципалне обвезнице Аљаске, чија је вредност износила 650.000\$ (Cocconcelli, Medda, стр. 19).

⁸ Након што се појавило ово осигурање, куповали су га углавном појединци, тј. индивидуални инвеститори, а не професионални инвеститори (Kidwell, Sorensen, Wachowicz, 1987, стр. 312).

стр. 99). Пракса показује да је информациона асиметрија, као једно од основних обележја тржишта муниципалних обвезница, много мање присутна код већих емисија обвезница него код мањих. Веће емисије практично су познатије тржишту и инвеститорима. У прилог претходнонаведеног говори чињеница да велики градови (са великим бројем становника) често емитују обвезнице, те су њихове обвезнице познатије тржишту и инвеститорима, као што је познат и емитент, док мањи градови, односно они са мањим бројем становника, емитују обвезнице ређе, те је због информационе асиметрије и сигурности инвеститора у таквим случајевима и већа тражња за осигурањем (Denison, 2003, стр. 102).

Осигурањем муниципалних обвезница смањује се, односно елиминише се неједнака информисаност која постоји између емитента и инвеститора, јер инвеститорима постаје јасно колики је ризик неизвршења, тј. кредитни ризик (Ely, 2012, стр. 108). Осигурање пружа компензацију инвеститору за непознавање или недовољно познавање емитента и његове кредитне способности. Корист од тога (од осигурања) има и јединица локалне самоуправе, као емитент, јер то значи да ће се обвезнице боље продавати. У литератури постоји став да се путем осигурања ових обвезница повећава тржишна ефикасност (Kidwell, Sorensen, Wachowicz, 1987, стр. 312; Justice, Simon, 2002, стр. 120). Такође, треба истаћи да осигурање муниципалних обвезница повећава ликвидност тржишта и омогућује бољу диверзификацију.

Осигуравач муниципалних обвезница, на основу закљученог уговора о осигурању, обећава инвеститорима у муниципалне обвезнице да ће исплатити главницу и камату уколико то не учини емитент (јединица локалне самоуправе) о року доспећа. Практично, овде осигуравач гарантује извршење обавезе. Ово осигурање је безусловно, неопозиво и у потпуности покрива ризик (Nanda, Singh, 2004, стр. 2256). Дакле, осигуравач га не може отказати. Уколико би се десило да инвеститор прода своје муниципалне обвезнице другом инвеститору, осигурање не престаје, већ се наставља. Дакле, оно прати „живот обвезнице” (Kidwell, Sorensen, Wachowicz, 1987, стр. 301). Ово осигурање је добровољно. Време када осигуравач треба да испуни своју обавезу дефинише се уговором. Премија се креће у распону 0,5%–2% вредности емисије. Премија осигурања код муниципалних обвезница зависи од рејтинга емитента, рока доспећа обвезница, величине емисије, тржишне каматне стопе. Занимљиво је истаћи да се портфолио осигуравача који осигуравају муниципалне обвезнице састоји обично од хартија од вредности са фиксним приносом (Nanda, Singh, 2004, стр. 2256).

Осигуране обвезнице нарочито привлаче инвеститоре, јер инвеститори практично добијају једну гаранцију да ће њихово потра-

живање бити намирено (Brune, Liu, 2011, стр. 493). Наиме, с једне стране, муниципалне обвезнице се емитују на основи имовине коју поседује град, а са друге стране, пружа им се додатно обезбеђење, јер уколико град не испуни обавезу према њима, испуниће је осигуравач. Будући да ове обвезнице не носе велики ризик, нису привлачне инвеститорима који више воле већи ризик. На овај начин, тј. путем осигурања, смањује се, односно елиминише ризик неизвршења обавеза по основу емитованих обвезница.⁹

Већи је проценат осигураних обвезница које имају дужи рок доспећа у односу на обвезнице које имају краће рокове доспећа, код којих је и ризик мањи. Опозиве обвезнице и оне које се издају у мањем обиму су категорије које осигуравачи мање прихватају да осигурају јер су ризичније (Nanda, Singh, 2004, стр. 2255).

Осигурање обвезница увећава укупне трошкове на тржишту муниципалних обвезница (Pirinsky, Wang, 2011, стр. 456) и може увећати трошкове задуживања. Ипак, осигурање обвезница значи сигурност на страни инвеститора. Врло је важно истаћи да је камата коју осигуравач исплаћује инвеститору, уколико дође до остварења осигураног случаја (емитент не изврши своју обавезу о року доспећа), ослобођена пореза, као и у случају да је емитент уредно извршио своју обавезу (Brune, Liu, 2011, стр. 494).

Правило је да су приходне муниципалне обвезнице нешто ризичније у односу на опште. Дакле, овде је ризик неизвршења израженији. Због овог разлога пракса је да се првенствено осигуравају приходне обвезнице. Због веће ризичности ових обвезница, премија на ризик код приходних обвезница већа је него код општих (Brune, Liu, 2011, стр. 499). Разлог веће ризичности приходних обвезница огледа се у томе што се обавезе по основу њих не исплаћују из пореза, већ из прихода остварених од пројеката чијем финансирању служе. То значи да приход не мора да буде довољан за исплату главнице и камате.

Расту тражње за осигурањем муниципалних обвезница допринели су следећи фактори: велики број неизвршења по основу ових обвезница у појединим градовима, прихватање осигурања обвезница од стране рејтинг агенција као значајан фактор у процени квалитета и рангирању, све већи значај појединачних инвеститора који инвестирају у муниципалне обвезнице, као и повећање дугова који као обезбеђење имају приходе (Justice, Simon, 2002, стр. 116–118; Ely, 2012, стр. 107). У литератури је забележен податак да је 2005. на америчком тржишту било осигурано око 57% свих емитованих муниципалних обвезница.

⁹ Сматра се да је већа вероватноћа неизвршења корпоративних обвезница него муниципалних (Nanda Singh, 2004, стр. 2256).

Субјекти који могу закључити осигурање муниципалних обвезница

Уговор о осигурању муниципалних обвезница са осигуравачем може закључити више субјеката. Сви се они појављују у улози уговарача осигурања, тј. купца осигурања. То могу бити емитенти (јединице локалне самоуправе), покровитељ емисије или синдикат покровитеља и инвеститори. Осигурању муниципалних обвезница обично се приступа непосредно пред емисију. Тако се оне продају као осигуране у време емисије (Nanda, Singh, 2004, стр. 2253; Kidwell, Sorensen, Wachowicz, 1987, стр. 299). Емитенти обвезница најчешће купују ово осигурање. У овој ситуацији емитент је уговарач осигурања, а инвеститори корисници осигурања. Осигуравач се обавезује да ће извршити плаћање камате и главнице имаоцу обвезнице за случај да емитент то не учини о року доспећа (Pirinsky, Wang, 2011, стр. 459). Сматра се да је око 50% обвезница осигурано у време емисије (Pirinsky, Wang, 2011, стр. 460). Разлог због чега се емитенти најчешће појављују у улози купца овог осигурања је потреба да на овај начин (куповином осигурања) смање ризик неуспеха емисије и истовремено повећају атрактивност обвезница за инвеститоре. На тај начин ће брзо доћи до потребних средстава.

Емитенти могу купити осигурање на три начина. Прво, емитенти могу директно купити осигурање од осигуравача. У том случају, осигуране муниципалне обвезнице емитент продаје инвестиционој банци, тј. покровитељу. Друга ситуација (*the optional bidding program*) наступа када се потенцијални покровитељи емисије надмећу и када треба да доставе најбољу понуду са осигурањем или без њега. Онај који има најниже трошкове понуде и чија понуда садржи и осигурање (најконкурентнији) сматраће се победником и моћи ће да обави продају обвезница заинтересованим инвеститорима. Он ће и купити осигурање, те ће емитенту значајно уштедети време и трошкове (Kidwell, Sorensen, Wachowicz, 1987, стр. 302; Cole, Officer, 1981, стр. 436–437). Трећи начин прибављања осигурања обвезница најмање се користи (*the alternative bidding program*) јер изискује велике трошкове за емитента који се тичу детаљне анализе исплативости. Практично, и овде се покровитељи надмећу достављајући понуду са осигураним и неосигураним обвезницама. Међутим, емитент спроводи анализу трошкова и користи (*cost-benefit analysis*) како би дошао до закључка која понуда омогућава најниже нето трошкове позајмљивања. Када утврди која је понуда најповољнија, он купује осигурање. Ипак, одлука емитента може да буде и таква да не купи осигурање ако процени да му је осигурање скупо (Kidwell, Sorensen, Wachowicz, 1987, стр. 302; Justice, Simon, 2002, стр. 123; Cole, Officer, 1981, стр. 437).

Одлуку о куповини осигурања може донети и синдикат покровитеља,¹⁰ који купује целу емисију и продаје је инвеститорима (Denison, 2003, стр. 97). Осим тога, одлука о куповини осигурања може бити и на страни инвеститора у обвезнице (Nanda, Singh, 2004, стр. 2253). Синдикат покровитеља купује осигурање будући да преузима на себе ризик неуспеха целе емисије који је преузео од емитента.¹¹ Куповином осигурања повећава успех емисије.

Имајући у виду изражену информациону асиметрију, инвеститори, независно од напора које улажу, не могу довољно и увек да процене вероватноћу неизвршења, а посебно индивидуални инвеститори. То је разлог због чега се и они одлучују да закључе осигурање муниципалних обвезница, при чему су они и корисници осигурања. Осим тога, разлог да се одреде за осигурање је и дуг рок доспећа обвезница. Наиме, што је дужи рок доспећа, то је ризик већи, те ће постојати и већа потреба за осигурањем. За све субјекте који се налазе у улози купца овог осигурања, трошак представља премија осигурања коју плаћају. Нарочито тај трошак постаје евидентан уколико не дође до остварења осигураног случаја, тј. уколико уредно буду извршене обавезе од стране емитента.

Пракса говори да осигурање чешће купују емитетни, тј. јединице локалне самоуправе (Kidwell, Sorensen, Wachowicz, 1987, стр. 299). Кроз осигурање се елиминише ризик неизвршења. Осигурање муниципалних обвезница закључује се када се процени да су уштеде на име трошкова камате (на пример, коју би платили на банкарски кредит) веће од трошкова који настају због плаћања премије осигурања. Осигуране обвезнице обично имају AAA рејтинг, тј. оне су највишег инвестиционог квалитета.

Осим што се осигурање закључује у време емисије, оно се може закључити и за обвезнице купљене на секундарном тржишту, дакле након што су обвезнице „започеле свој живот”. Оваква пракса је оправдана јер обавеза емитента, тј. јединице локалне самоуправе, доспева у неком будућем периоду, те је све до доспећа могуће закључити осигурање.

¹⁰ Посао покровитељства иначе спада у врло ризичне послове. Готово да је правило да код великих јавних емисија, уместо једног покровитеља (преузимаоца), често емисију преузима синдикат покровитеља (презималаца) који тако ризик неуспеха емисије преузима на себе (Јовановић, 2009, 459461).

¹¹ Између емитента и покровитеља обично се закључује уговор о покровитељству. Покровитељ се обавезује да уз одређену накнаду прода трећим лицима хартије од вредности, као и да их откупи уколико их трећа лица не купе.

*РИЗИЦИ ЗБОГ КОЈИХ СЕ ЗАКЉУЧУЈЕ ОСИГУРАЊЕ
МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА*

Иако муниципалне обвезнице, уопштено говорећи, карактерише низак ризик неизвршења, могуће је да ипак дође до остварења овог ризика. То нам говори о потреби за осигурањем. Осим овог, постоје и други ризици који су повезани са осигурањем муниципалних обвезница. То су: кашњење у плаћању главнице и камате, промена рејтинга, ликвидност, утрживост, опозив (Justice, Simon, 2002, стр. 119). Ови ризици могу потицати од приходних муниципалних обвезница, које су ризичније од општих (на пример, емитују се кроз приватни пласман), затим од опозивних, опцијских и осталих муниципалних обвезница које имају карактер хибридних хартија од вредности.

На тржишту са мањим бројем емисија инвеститори могу бити заинтересовани да преузму већи ризик како би остварили већи принос, те због тога бирају неосигуране обвезнице. Могућа је и обрнута ситуација, где инвеститори на тржишту са великим бројем емисија купују осигуране обвезнице јер више воле нижи ризик.

Осигурањем се ризици преносе на осигуравача. Међутим, независно од тога, осигурање муниципалних обвезница код одређеног осигуравача носи и додатне ризике, као што је на пример ризик финансијске снаге осигуравача, процена приликом преузимања ризика, управљање инвестиционим портфолиом осигуравача (Justice, Simon, 2002, стр. 119). Такође, неке ризике је немогуће пренети, те остају на инвеститору, као што је ризик од концентрације портфолија сатканог од обвезница осигураних само код једног осигуравача (Justice, Simon 2002, стр. 119).

У вези са претходним, може се поставити питање: Да ли ће на обвезнице утицати рејтинг осигуравача? Такође, питање је: Колико је додатна заштита коју пружа осигуравач (исплата главнице и камате када то не учини емитент) ефикасна у ситуацији када дође до снижења рејтинга осигуравача? Заправо, да ли снижење рејтинга осигуравача¹² утиче на рејтинг осигураних муниципалних обвезница? Пракса показује да су ова питања оправдана имајући у виду да су након последње финансијске кризе рејтинзи многих осигуравача снижени, а неки су добили карактер шпекулативних, што је утицало и на рејтинг обвезница. Осигурање муниципалних обвезница је добро колико и финансијска снага осигуравача. Сваки ризик који представља претњу њиховој стабилности може утицати и на муниципалне обвезнице. У том смислу, снижење кредитног рејтинга осигурава-

¹² Поменимо да осигуравачи могу имати приговоре на оцену њиховог бонитета од стране рејтинг агенција, и то најчешће у погледу оцене интензитета ризика портфеља и третмана диверзификационих ефеката (Јовановић, 2004, стр. 25).

ча утиче на снижење рејтинга муниципалних обвезница. Наиме, осигуране обвезнице не „изводе” више рејтинг од емитента, већ од осигуравача код кога су осигуране.

Ризик неизвршења

Ризик неизвршења представља ризик да емитент неће извршити своје обавезе имаоцима обвезница о року доспећа. Овај ризик нарочито може бити изражен у време криза (Rose, Marquis, 2011, стр. 611). С друге стране, постоји и ризик кашњења у извршењу обавеза, који подразумева да емитент неће извршити обавезу на време, тј. о року доспећа обвезница, већ ће каснити с тим. Разлог кашњења може бити, на пример, везан за чињеницу да није остварено довољно прихода по основу капиталних пројеката из којих треба исплатити камату и главницу, исплата ранијих дуговања и сл.

Поједини аутори сматрају да извор ризика од неизвршења представљају високе каматне стопе које муниципалне обвезнице носе јер то, аутоматски, значи и веће обавезе за емитента. Високе каматне стопе осамдесетих година XX века биле су разлог зашто се тражило осигурање муниципалних обвезница (Justice, Simon, 2002, стр. 118–119). Затим, извор ризика може бити и висока задуженост јединица локалне самоуправе, што отежава испуњење обавеза по основу емитованих обвезница (Wang, Li, 2014, стр. 114). Неопорезоване муниципалне обвезнице доводе до ефекта пореске арбитраже, која повећава ризик неизвршења (Wang, Li, 2014, стр. 114; Nanda, Singh, 2004, стр. 2253).¹³ Мањкав систем трговине овим обвезницама може представљати извор ризика ликвидности. Такође, недовољно финансијско извештавање (недостатак транспарентности) и непостојање независне ревизије представља додатни извор ризика. Врло важно питање приликом процене ризика неизвршења представљају приходи из којих ће се намиривати инвеститори у муниципалне обвезнице по доспећу. Наиме, уколико се процени да приходи које остварује јединица локалне самоуправе нису довољни за извршење обавеза емитента, тј. ако је приход недовољан за исплату главнице и камате, то представља врло важан показатељ да је ризик неизвршења присутан (Wang, Li, 2014, 115).

Пре него што се определи да ли да преузму ризик неизвршења по основу емитованих обвезница, осигуравачи морају размислити спремност и способност емитента да изврши плаћања по основу пре-

¹³ Пореска арбитража представља могућност остварења профита заснованог на разлици између пореза на приход и пореза на капиталну добит. Дакле, висина профита зависи од разлике у висини пореза, односно зависи од пореског третмана прихода и капиталне добити.

узетих обавеза (Justice, Simon, 2002, 123). Зависно од анализе ризика, осигуравач се може одредити да преузме или не преузме ризик, односно, ако га преузме, уз коју премију.

Након последње финансијске кризе, дошло је до пораста премије осигурања у просеку за 80%. Такође, упоредо са растом премије, забележен је и пад тражње за овим осигурањем (Ely, 2012, стр. 125). Поставило се питање да ли је то резултат погрешно процењеног ризика или је резултат пада рејтинга осигуравача (Ely, 2012, стр. 111). Сматра се да је снижење рејтинга осигуравача наступило зато што су погрешно процењивали ризик.

СТАЊЕ У СРБИЈИ

Са праксом емитовања муниципалних обвезница у Србији почело се 2011. након доношења Закона о јавној својини и Закона о изменама и допунама Закона о јавном дугу. Разлози због којих се раније нису емитовале ове хартије од вредности повезани су са недефинисаним својинским односима над имовином локалних самоуправа. Заправо, локалне самоуправе нису могле самостално да располажу својом имовином, па је то уместо њих чинила држава (Јованић, Ковачевић, 2008, стр. 18). Дугоочекивани Закон о јавној својини донет је крајем септембра 2011. године. На основу овог закона, улога носиоца права својине додељена је и локалним самоуправама (Закон о јавној својини, 2011, чл. 18). Октобра исте године усвојен је Закон о изменама и допунама Закона о јавном дугу, којим се локалним самоуправама дозвољава дугорочно задуживање. Новина коју је донео овај закон односи се на могућност куповине муниципалних обвезница од стране индивидуалних инвеститора (домаћих и страних физичких и правних лица) (Закон о изменама и допунама Закона о јавном дугу, 2011, чл. 4). До доношења овог закона, то се могло чинити једино преко инвестиционих фондова. Такође, за функционисање и живот муниципалних обвезница од важности је и Закон о тржишту капитала.¹⁴

Градови који су први спровели емисију муниципалних обвезница су Нови Сад, Панчево и Стара Пазова. Ови градови су емитовали обвезнице путем приватног пласмана.¹⁵ Шабац је први град

¹⁴ *Службени гласник РС*, бр. 31/2011.

¹⁵ Нови Сад је емитовао муниципалне обвезнице у вредности од 35 милиона евра под покровитељством *UniCredit* банке. Средства од продатих обвезница користе се за изградњу канализационе мреже у приградским насељима и Булевару Европе. Обвезнице доспевају за 12 година, а носе фиксну камату од 6,25%. Камата се исплаћује полугодишње. У Панчеву је емисија извршена 2011. са роком доспећа од 6 година и грејс периодом од годину дана.

који је спровео емисију обвезница путем јавне емисије¹⁶ 2014. године, уз покровитељство банке *Banca Intesa*.¹⁷ Обвезнице града Шапца представљају дематеријализоване¹⁸ обвезнице, гласе на име и уписане су у Централни регистар хартија од вредности. Нису осигуране, нити за њих постоји гаранција Републике Србије.¹⁹ Слободно су преносиве, а на њима је могуће успоставити и заложно право (Јединствени проспект за јавну понуду муниципалних обвезница и њихово укључење на Опен маркет сегмент регулисаног тржишта, град Шабац, 2014, 16–17).

Један од проблема на српском тржишту муниципалних обвезница је тај што нема рејтинг агенције која ће вршити процену кредитног рејтинга ових обвезница (Дугалић, Стојковић, 544). Отворено је питање и из којих средстава ће општине и градови исплаћивати дуг по основу муниципалних обвезница, те није јасно да ли су у питању опште или приходне обвезнице (Дугалић, Стојковић, стр. 544). Додатни проблем за инвеститоре може бити и недовољна транспарентност.

У Србији не постоји осигурање муниципалних обвезница независно од тога што су поједини градови емитовали муниципалне обвезнице. Дакле, муниципалне обвезнице које су емитовали градови у Србији нису осигуране. Такође, за њих не постоји ни гаранција државе. Такву праксу би у будућности требало мењати зато што би осигурање допринело сигурности инвеститора, а утиче и на бољи рејтинг обвезница.²⁰ Могуће је да овог осигурања нема у понуди до-

¹⁶ Јавна емисија подразумева такву емисију код које се хартије од вредности јавно нуде унапред неодређеним (непознатим) лицима, уз право сваког лица да их купи сходно условима из јавне понуде. Супротно претходној, приватна емисија је она која се јавно не оглашава (Јовановић, 2009, стр. 464).

¹⁷ Вредност ове емисије износила је 400 милиона динара. Обвезнице доспевају за седам година. Цела емисија је продата, а обвезнице су куповали професионални инвеститори, као и грађани. Вредност једне обвезнице износила је 10.000 динара. Каматна стопа на обвезнице је 6% и исплаћује се годишње. Средствима прикупљеним од ових обвезница планира се изградња инфраструктурних објеката. Муниципалним обвезницама Шапца трговано је на Београдској берзи (Лабудовић Станковић, 2015, стр. 231–232).

¹⁸ Дематеријализација подразумева процес претварања серијских хартија од вредности као папирних исправа у електронске записе на рачунима њихових ималаца у централној евиденцији (Јовановић, 2009, стр. 439).

¹⁹ У овом смислу, гаранција представља условну обавезу Републике Србије да плати доспелу, а неизмирену новчану обавезу у случају ако локална власт не изврши плаћање у року.

²⁰ Наравно, поверење у емитента је од примарне важности да ли ће инвеститори куповати муниципалне обвезнице. Међутим, уколико су оне још и осигуране, то ће појачати поверење инвеститора, као и сигурност да ће обавезе по основу истих бити испуњене.

маћих осигуравача управо зато што је тржиште муниципалних обвезница у нашој земљи врло младо, имајући у виду да су прве обвезнице емитоване 2011. Ово посебно наглашавамо узевши у обзир да не постоји ни гаранција државе, иако је сходно закону таква гаранција предвиђена. Аутори претпостављају да су разлози изостанка државне гаранције за муниципалне обвезнице у Србији везани за чињеницу да је држава већ презадужена, те да јединице локалне самоуправе треба саме да брину о свом финансирању и отплати дугова.

ЗАКЉУЧАК

Осигурање муниципалних обвезница се у свету спроводи од седамдесетих година XX века. На овај начин се инвеститорима у муниципалне обвезнице пружа могућност заштите од ризика неизвршења и кашњења са извршењем обавеза по основу истих. Због сигурности инвеститора, врло је важно да у случају да обавезе не испуни емитент (јединица локалне самоуправе), то учини осигуравач. Међутим, битно је да камата коју буде исплатио осигуравач није опорезована. Дакле, имаће исти порески третман као и да је обавезу испунио емитент.

Осигурање муниципалних обвезница може закључити емитент, синдикат покровитеља или инвеститор, с тим да у пракси најчешће то чини емитент. Осигурање се по правилу закључује непосредно пред емисију, а могуће је то учинити и када обвезнице доспеју на секундарно тржиште.

У Србији ово осигурање не постоји, нити је Република Србија дала гаранцију за муниципалне обвезнице које су емитовали неки њени градови. Сматрамо да би ово осигурање требало да се нађе у понуди домаћих осигуравача како би инвеститори у њих били сигурни да ће им ова финансијска актива донети очекиване приходе. Такође, ово осигурање би утицало на побољшање рејтинга таквих обвезница.

ЛИТЕРАТУРА

- Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. (2009). *Osnovi investicija* [Investments], Beograd: Data status.
- Brune, C., Liu, P. (2011). The contagion effect of default risk insurer downgrades: The impact on insurance municipal bonds, *Journal of Economics and Business*, 63, 492–502.
- Cocconcelli, L., Medda, F. *Municipal bonds and credit risk: land values back the bond issue*, доступно на: <http://www.ucl.ac.uk/qaser/pdf/publications/starebei4>, 2. 6. 2015.
- Cole, C., Officer, D. (1981). The Interest Cost Effect of Private Municipal Bond Insurance, *The Journal of Risk and Insurance*, 48(3), 435–449.
- Denison, D. (2003). An Empirical Examination of the Determinants of Insured Municipal Bond, *Public Budgeting and Finance*, 23(1), 96–114.

- Dillon, J., Gastall, M. (2014). Municipal Bond Monthly – Market Strategy, Morgan Stanely, 1–7. доступно на: <https://www.morganstanley.com/wealth/investmentstrategies/pdfs/munibondmonthly.pdf>, 30. 5. 2015.
- Дугалић, В., Стојковић, Д., Муниципалне обвезнице као извор финансирања [Municipal bonds as source of financing], 535–545. Доступно на: <http://ekfak.kg.ac.rs/sites/default/files/Zbornik/38%20-%20V.%20Dugalic%20i%20D.%20Stojkovic.pdf>, 10. 6. 2015.
- Ely, T. (2012). No Guaranties: The Decline of Municipal Bond Insurance, *Public Budgeting and Finance*, 32(1), 105–127.
- Јединствени проспекат за јавну понуду муниципалних обвезница и њихово укључење на Опен маркет сегмент регулисаног тржишта [Single prospectus for the public offer of municipal bonds and on the Open Market segment of the regulated market]. (2014). град Шабац, доступно на: http://bancaintesa.rs/upload/documents/poslovi_trezora/Jedinstveni--Prospekt.pdf, 2. 6. 2015.
- Јованић, Т., Ковачевић, А. (2008). *Развој финансијског тржишта Републике Србије – пословни амбијент и институције* [Development of financial market in the Republic of Serbia – business environment and institutions], Београд: Policy and Legal Advice Centre (PLAC).
- Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право* [Stock exchange law], Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
- Јовановић, С. (2004). Улога агенција за оцену финансијске снаге и бонитета на одлуку осигуравајућег друштва о избору носиоца вишкова ризика [The role of the rating agency for the financial strength and credit standing of the insurance company to decide on the choice of the holder of surplus risk], *Ревизија за право осигурања*, 1-2, 23–27.
- Justice, J., Simon, S. (2002). Municipal Bond Insurance, *Public Budgeting and Finance*, 22(4), 114–137.
- Kidwell, D., Sorensen, E., Wachowicz, J. Jr. (1987). Estimating the Signaling Benefits of Debt Insurance: The case of Municipal Bonds, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(3), 299–313.
- Лабудовић Станковић, Ј. (2015). Муниципалне обвезнице као начин финансирања јединица локалне самоуправе са освртом на Републику Србију [Municipal Bonds` as a method of financing of municipalities with reference to the Republic of Serbia], у: Мићовић Миодраг (ур.), *Услуге и заштита корисника* [Services and protection of consumers], Крагујевац: Правни факултет Универзитета у Крагујевцу, Институт за правне и друштвене науке, 223–234.
- Liu, G. (2012). Municipal Bond Insurance Premium, Credit Rating and Underlying Credit Risk, *Public Budgeting and Finance*, 32(1), 128–156.
- Nanda, V., Singh, R. (2004). Bond Insurance, What Is Special About Munis?, *The Journal of Finance*, 59(5), 2253–2279.
- Pirinsky, C., Wang, Q. (2011). Market Segmentation and the Cost of Capital in a Domestic Market: Evidence from a Municipal Bonds, *Financial Management*, 40(2), 455–481.
- Rose, P., Marquis, M. (2011). *Финансијске институције и тржишта* [Financial institutions and market], Београд: Удружење банака Србије.
- Шошкић, Д., Живковић, Б. (2007). *Финансијска тржишта и институције* [Financial Markets and Institutions], Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.
- Wang, J., Li, J. (2014). Credit Risk and Local Government Bonds: A Case from China, *Journal of Finance and Economics*, 2 (4), 113–117.

Закон о изменама и допунама Закона о јавном дугу [Act on Amendments of Public Debt Act], *Службени гласник РС*. бр. 78/2011.

Закон о јавној својини [Public Property Act], *Службени гласник РС*. бр. 72/2011, 88/2013, 105/2014.

MUNICIPAL BOND INSURANCE

Jasmina Labudović Stanković¹, Slobodan Jovanović²

¹University of Kragujevac, Faculty of Law, Kragujevac, Serbia

²University Business Academy, Faculty of Law, Novi Sad, Serbia

Summary

Municipal bonds are a very attractive way of financing municipalities. They are used for financing capital projects and covering budget deficit. Financing, i.e. borrowing by issuing municipal bonds is a common and well-known way of financing municipalities in the world.

Because of their attractiveness, big and constantly growing needs of their issuers, they significantly (remarkably) contribute to growing of indebtedness, as well as to growing of public debt. There is a rule that municipal bonds are almost riskless, although there is a possibility of default risk of issuer commitments. Issuing municipal bond insurance to eliminate such risk and to protect investors is very useful. Municipal bond insurance could be concluded by the issuer, underwriter as well as the investors.

Default rate in the municipal bond market is less than 1%, except in the period of financial crisis when it significantly rises. Insurers are attracted by the low default risk, and gladly accept municipal bond insurance. Insurer of municipal bonds, according to the insurance contract, promises the investors to pay principal and interest if the issuer isn't paid at the time of bond maturity. There is a higher percentage of insured bonds with longer maturity than bonds with shorter maturity that have less risk. Callable bonds and those that are issued to lower emission are bonds that insurers do not accept with "happiness" because they are riskier. It is well known that revenue municipal bonds are riskier than general municipal bonds. Revenue municipal bonds, therefore, have a higher default risk. This is the reason why the insurance of revenue municipal bonds is the most common one in practice. Due to a higher default risk of revenue bonds, the insurance premium is higher than the insurance premium of general municipal bonds.

There is no municipal bond insurance in Serbia, although some cities in Serbia already have issued these bonds. Therefore, Serbian municipal bonds are not insured. There is also no guarantee of The Republic of Serbia for these municipal bonds. This needs to be changed in the future, because municipal bond insurance would contribute to the safety of investors and have influence on better rating of bonds. It is possible that this insurance doesn't exist in the supply of domestic insurers because the municipal bond market in our country is very young, having in mind that first municipal bonds were issued in 2011. We especially emphasize this regarding there is no guarantee by the state for the municipal bonds, although the guarantee is provided by the law.