

## УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ

### ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ У НИШУ

#### - НАСТАВНО НАУЧНОМ ВЕЋУ –

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета у Нишу бр. 04-1890 од 26.06.2014. године, одређени смо за чланове Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата Милоша Јовановића под називом „МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО ОБЛИК ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ“, о чему подносимо следећи

#### ИЗВЕШТАЈ

Докторска дисертација кандидата Милоша Јовановића под називом „МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО ОБЛИК ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ“ обрађена је на 269. страна, са 21 графиконом, 12 слика, 62 табеле. Поред Уводних разматрања, што је Први део рада (1-4 страна), Закључка (248-256 стр.) што је Десети део рада, списка коришћене литературе (126 референци), додатака (на 17 страна), дисертација обухвата још девет глава и то: Други део – ПОЈАМ, КАРАКТЕРИСТИКЕ И УЧЕСНИЦИ НА ТРЖИШТУ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА (6-48 стр.); Трећи део – ПРИМАРНО И СЕКУНДАРНО ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА (49-81 стр.); Четврти део – ВРЕДНОВАЊЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА (82-101 стр.); Пети део – КРИЗА НА ТРЖИШТУ МУНИЦИПАЛНОГ ДУГА (102-112 стр.); Шести део – ДЕЦЕНТРАЛИЗАЦИЈА И ЛОКАЛНИ ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ (113-127 стр.); Седми део – МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ У СИСТЕМУ ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ У СРБИЈИ (128-199 стр.); Осми део – ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У ЗЕМЉАМА У РЕГИОНУ И ЗЕМЉАМА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ (200-238 стр.); Девети део – МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ У ФУНКЦИЈИ РАЗВОЈА ТРЖИШТА КАПИТАЛА У СРБИЈИ (239-247).

У првом делу докторске дисертације у облику Уводних разматрања дата су образложења саме теме истраживања, дефинисани су правци истраживања, истакнути главни циљеви и значај самог рада.

Чињеница да су муниципалне обвезнице финансијски инструмент који је скоро два века присутан на финансијским тржиштима развијених земаља (овај се податак првенствено односи на америчко финансијско тржиште) и да постоји вишедеценијска традиција задуживања локалних самоуправа путем емисије муниципалних обвезница у нама суседним земљама ( Хрватска, БИХ, Румунија, Бугарска, Мађарска...), утицала је на то да се, између осталог, у раду стави акценат на дефинисање основних узрока недовољне примене муниципалних обвезница на српском финансијском тржишту, као и да се истраже тренутне могућности и ефекти њиховог коришћења од стране локалних самоуправа у Србији. Анализирајући искуства и карактеристике финансијског тржишта развијених земаља, у раду се указује на улогу и важност муниципалних обвезница као инструмента финансирања локалних нивоа власти. Дефинишу се кључне одлике, сличности и разлике у односу на друге финансијске инструменте.

**Други део** рада под називом „ПОЈАМ, КАРАКТЕРИСТИКЕ И УЧЕСНИЦИ НА ТРЖИШТУ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА“ посвећен је појмовном одређивању муниципалних обвезница у економској теорији, врстама муниципалних обвезница и основним карактеристикама овог финансијског инструмента.

Историја обвезница као дужничког инструмента на финансијском тржишту, тесно је повезана са почецима и првим облицима задуживања градова у циљу финансирања различитих инфраструктурних пројеката на локалном нивоу. Још у доба ране ренесансе (14-16.в) италијански градови су се често задуживали од имућних банкарских породица док се почетак задуживања америчких градова везује за 19. век. Појава прве званично регистроване муниципалне обвезнице у САД-у датира од 1812. године и од тада оне представљају ефикасан начин обезбеђивања финансијских средстава локалних власти. Ту прву муниципалну обвезницу давне 1812. је издао град New York и повраћај позајмљених средстава је био обезбеђен укупним пореским приходима које је остваривао град. Растуће потребе градова за финансијама у циљу локалног развоја и задовољења потреба грађана утицала је да средином 19. века 1843 америчких градова буде задужено путем муниципалних обвезница са укупним дугом од 25 милиона долара. Треба истаћи да се читава америчка индустрија муниципалних обвезница у ствари базирала на примеру Енглеске и њеној употреби обвезница још давне 1770. године за потребе финансирања изградње путева. Али свакако када се говори о финансијској индустрији и финансијским иновацијама некако увек треба узети за пример САД, а тако је и у случају развоја тржишта муниципалних обвезница.

Тржиште муниципалних обвезница САД-а се у својој скоро два века дугој историји развило у највеће тржиште овог типа. Раст и развој овог тржишта делом је и заслуга карактеристичне децентрализоване федералне структуре америчке државе. Величина овог тржишта данас износи преко 3,7 билиона америчких долара, што представља око 24% бруто друштвеног производа САД-а. О величини овог тржишта најбоље говори податак да постоји преко 50.000 емитента (градова, дистрикта, болница...) који нуде своје обвезнице са различитом кредитном структуром, различитим доспећем, тако да је данас активно негде око 1,5 милиона различитих муниципалних обвезница само на америчком тржишту капитала. Најчешћи њихови купци су физичка лица, инвестициони фондови, осигуравајуће компаније и банке. Статистика говори да физичка лица са уделом од 51% представљају једне од највећих улагача у ове дужничке хартије од вредности. У Европи, последњих десет година, највише емитента муниципалних обвезница је присутно у Немачкој, Италији, Шпанији, Финској, Великој Британији, Француској и Шведској. Од укупно емитованих обвезница у Европи, 2/3 је емитована од стране локалних власти у Немачкој.

Муниципалне обвезнице се углавном дефинишу као дужничке хартије од вредности које емитују јединице локалне самоуправе како би прибавиле средства потребна за финансирање капиталних пројеката( изградња школа, путева, комуналних система...) или за обезбеђивање средстава којима би се намирили повериоци. Локалне јединице се обавезују да ће вратити позајмљени новац са припадајућом каматом за одређени временски период. Њиховим издавањем јединице локалне самоуправе се задужују на терет будућих прихода који се могу очекивати од пројеката у које се улаже или уопште од фискалних прихода које ће јединица локалне самоуправе остварити у будућности. Муниципалне обвезнице су веома атрактиван финансијски инструмент

како за емитента, тако и за сваког инвеститора у ове хартије од вредности. Емитенти се на овај начин најчешће задужују знатно повољније тј. уз ниже камате, него уобичајним задуживањем путем банкарских кредита. Основни разлог због кога су муниципалне обвезнице јефтинији извор финансирања је чињеница да се на тај начин може привући велика база потенцијалних инвеститора (инвестициони, пензиони фондови, банке, осигуравајуће компаније, физичка лица...). Та шира инвестициона база доприноси диверзификацији извора финансирања и јефтинијем финансирању. У овом делу рада дефинише се широк спектар муниципалних обвезница са својим специфичностима. Иако се улагање у овај финансијски инструмент често истиче као безбедна врста инвестиције у стручној литератури се може наћи на велики број дебата по том питању.

Из тих разлога овај део рада посвећен је и детаљној анализи потенцијалних ризика којима се излажу инвеститори у муниципалне обвезнице: Кредитни ризик, Каматни ризик, Ризик инфлације, Порески ризик, Ризик откупа, Ризик ликвидности, Ризик реинвестирања, Ризик волатилности, Валутни ризик и Ризик генерисања прихода.

Овај део рада посвећен је и учесницима у поступку емисије обвезница. У том процесу неопходна је и подршка и ангажман маркетиншких и консултантских агенција, инвестиционих саветника (инвестиционих банака, брокерско дилерских кућа и сл.) . Њихова улога првенствено долази до изражаја у процесу емисије и дистрибуције муниципалних обвезница као једног од облика задуживања локалне власти у циљу финансирања инфраструктурних пројеката. Адекватна техничка подршка емитенту је неопходна у поступку дефинисања обима емисије и прикупљању неопходне документације за емисију, у процесу правног и финансијског саветовања, у поступку квантитативних и квалитативних анализа и изради проспекта, у процесу дефинисања цене обвезнице и проналажењу купаца.

Први корак емитента након доношења одлуке о емисији муниципалних обвезница је ангажовање **финансијског саветника**, искусног водича кроз комплексан и обиман процес емисије. Сложеност овог процеса доказује и чињеница да није ретка појава да локалне власти понекад ангажују и више финансијских саветника. **Покровитељ емисије** обезбеђује емитенту продају обвезница. Кључна улога покровитеља се огледа у куповини обвезница од издаваоца и каснијој њиховој препродаји инвеститорима на финансијском тржишту. Покровитељ је практично гарант емитенту за успешну продају хартија од вредности, он носи финансијски ризик, па му по том основу и следује поприлична накнада која се између осталог састоји од разлике у цени по којој купује и цени по којој продаје муниципалне обвезнице својим клијентима-инвеститорима. Одабир **правног саветника** такође представља један од првих корака емитента при емисији обвезница, обзиром да целокупан процес издавања мора да се надгледа од стране стручног лица како не би дошло до одређених процедуралних пропуста. Саставни део документације неопходне при емисији муниципалних обвезница је дозвола тј. мишљење независног правног саветника за муниципалне обвезнице. Емитент не може да очекује да прода своје обвезнице уколико нема позитивно мишљење дато од стране правног саветника, а то су обично адвокатске фирме које имају завидну репутацију на финансијском тржишту. **Рејтинг агенције** процењују кредитну способност емитента и сигурност улагања у њихове хартије од вредности. Значај рејтинг агенција је да се што више смањи информациона асиметричност између емитента и инвеститора. Утврђивањем кредитног рејтинга емитента од стране признате рејтинг агенције, инвеститор је донекле упознат са нивоом кредитног ризика коме је изложена његова инвестиција. Кредитни рејтинг је битан

фактор при процени инвеститора да ли ући или не у одређену инвестицију. У раду се између осталог истиче критички став по питању данашње улоге и значаја рејтинг агенција. **Кандидат сматра да рејтинг агенције данас немају превелик значај у поступку смањивања информационе асиметричности.**

У раду се истичу основни разлози који су довели до тога да рејтинг агенције изгубе своје позиције на финансијском тржишту, при чему су, по мишљењу кандидата, регулаторна тела на финансијским тржиштима широм света једни од главних криваца за стварање монополског положаја на тржишту рејтинга који је између осталог и довео до тога да се данас рејтинг агенције посматрају као непрофесионалне институције склоне корупцији. Светска економска криза је дефинитивно указала да је неопходна темељна реформа пословања овог система. Неопходно је укинути постојећим агенцијама привилеговани статус које оне имају код регулаторних власти многих земаља и тренутни олигопол укинути повећавањем конкурентности путем ублажавања услова за добијање статуса национално признатих агенција. У циљу избегавања злоупотреба које се биле честе у ранијим периодима, неопходно је рејтинг агенцијама онемогућити да се истовремено баве и консултантским услугама, а према кандидату, можда и најбитнији корак који је потребно учинити у процесу реформе индустрије кредитног рејтинга је повратак на првобитан модел пословања, односно наплата услуга за утврђени кредитни рејтинг од инвеститора а не од емитента.

**Трећи део** рада под називом „ПРИМАРНО И СЕКУНДАРНО ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА“ посвећен је примарној и секундарној трговини муниципалним обвезницама као и врстама инвеститора на овом тржишту. Анализирају се методе продаје обвезница на примарном тржишту, врши се њихова компаративна анализа на основу које се утврђују сви ефекти који се постижу одабиром адекватне методе продаје.

Једна од кључних одлука при примарној емисији обвезница представља одабир методе продаје муниципалних обвезница. Постоје три методе путем којих се локалне власти задужују на тржишту муниципалних обвезница: приватни пласман, тендерска продаја и продаја путем преговора.

**Приватни пласман** муниципалних обвезница представља директну продају обвезница инвеститору од стране емитента без ангажмана посредника у поступку продаје. То је обично затворена емисија обвезница којом се директно продаје унапред познатим професионалним инвеститорима. Приватни пласман се обично користи код емисија малог обима, кад емитент први пут емитује обвезнице и не поседује кредитну историју, при емисији обвезница са нижим кредитним рејтингом. Овај тип продаје учествује са свега 0,5% од укупне продаје на тржишту муниципалних обвезница, тако да можемо констатовати да код емитената углавном постоји дилема у одабиру између две методе продаје, тендерске или продаје путем преговора.

Код **тендерске продаје** емитент расписује конкурс и прикупља понуде од стране већег броја покровитеља који конкуришу за спровођење поступка продаје. Уколико се ради о емисији већег обима, чест је случај да се више покровитеља удружују у синдикат и заједнички конкуришу за спровођење поступка емисије. Покровитељ или синдикат покровитеља који понуди најбоље услове, односно обезбеди средства емитенту по најнижој каматној стопи, стиче право да откупљене обвезнице касније продаје инвеститорима. Поступак емисије муниципалних обвезница се састоји из две основне фазе: припрема емисије и продаја (покровитељство). Код продаје путем тендера финансијски саветник је задужен за послове припреме и организовања емисије, док је

покровитељ који победи на тендеру одговоран за спровођење поступка продаје. Покровитељ остварује зараду у овом послу у виду спреда – GUS (Gross Underwriterv Spread ) који се утврђује као дисконт на номиналну вредност обвезнице тако да емитент добија умањен износ у односу на номиналну вредност емисије. Поред спреда који припада покровитељу и који представља у основи и највећи трошак за емитента, други значајни трошкови при емисији су : накнада финансијског саветника, накнада рејтинг агенције, трошкови штампања документације, премија осигурања у случају да је обвезница осигурана.

Код продаје муниципалних обвезница **путем преговора** покровитељ се бира на бази његових референци, ранијих искуства или на бази њихове раније заједничке сарадње. Покровитељ емисије може да се одабере и прикупљањем понуда које садрже референце и искуства покровитеља у сличним пројектима и цену његове услуге, док се цена тј. камата по којој ће се финансирати емитент утврђује касније након одабира покровитеља. Одабрани покровитељ је одговоран како за припрему емисије тако и за даљу продају обвезница. Овај метод продаје се назива продаја путем преговора из разлога што се карактеристике обвезнице и услови по којима се врши емисија обвезница и услови продаје утврђују путем преговора између емитента и одабраног покровитеља.

**У раду се спроводи компаративна анализа горе поменутих метода продаје муниципалних обвезница. Закључак је** да обе методе (тендерска продаја и продаја путем преговора) имају одређене предности и недостатке, али пракса нам показује да је метода продаје муниципалних обвезница путем преговора заступљенија и учествује са преко 80% у укупним емисијама муниципалних обвезница. Економска теорија предлаже примену метода продаје путем тендера у случајевима када за конкретну емисију није неопходна ригорозна анализа карактеристика обвезнице и емитента од стране покровитеља и инвеститора у циљу утврђивања кредитног ризика. То су ситуације када постоји обиље информација о емитенту који је познат финансијској јавности или се ради о емисији опште обавезујућих обвезница и обвезница са високим кредитним рејтингом. Са друге стране продаја путем преговора има предности код емисија код којих је потребна дубља анализа, додатна едукација и информисање инвеститора у циљу утврђивања кредитног рејтинга.

**Посебан акценат** у овом делу реда ставља се на ликвидност секундарног тржишта муниципалних обвезница. У раду се посебно анализирају искуства развијених земаља у погледу ликвидност секундарног тржишта муниципалних обвезница. Та искуства, у најкраћем, показују да се ради о неликвидном тржишту, па се акценат ставља на основне факторе који чине секундарно тржиште ових хартија од вредности неликвидним. Указује се на низ специфичности муниципалних обвезница које утичу да се њихово секундарно трговање значајно разликује од секундарног трговања других хартија од вредности ( државним и корпоративним обвезницама или акцијама ). Указује се на чињеницу да на секундарном тржишту муниципалних обвезница не постоји организована и централизована трговина, званично време трговања, дневне котације емитованих обвезница као и јединствена трговачка платформа путем које се може трговати и пратити трговање. То је класично дилерско тржиште које чини преко хиљаду посредника, које функционише тако што инвеститор купује обвезнице од своје брокерско-дилерске куће, а продавац продаје обвезнице својој брокерско-дилерској кући. Да секундарно тржиште муниципалних обвезница спада у групу неликвидних тржишта додатно нам говори податак да се њима углавном тргује спорадично и да се на пример у току 2010. и 2011. године са чак 99% активних муниципалних обвезница није

уопште трговало на секундарном тржишту. Још једна појава на коју кандидат указује у раду, а која је директна последица неликвидности секундарног тржиште муниципалних обвезница, су високи трошкови секундарног трговања. Посматрајући трговање на најразвијенијем, америчком тржишту, у периоду 2005-2010. године дошло се до пар законитости које су присутне на секундарном тржишту муниципалним обвезницама, а које додатно потврђују да се ради о једном неликвидном тржишту хартија од вредности. Анализирајући секундарну трговину муниципалних обвезница дошло се до закључка да инвеститори који себи могу да приуште трговине већих обима добијају и повољније цене обвезница. Затим, купопродајни спред брокерско-дилерских кућа је мањи код трговина са већим лотовима обвезница, што се повољно одражава на принос по доспећу обвезница. И на крају, код трговина већег обима присутна је мања дисперзија цена у односу на трговине мањег обима. Цена чешће и више варира код инвестирања индивидуалних инвеститора чије су трговине најчешће мањег обима. Сви ови показатељи доводе до закључка да је на овом тржишту редовна појава да институционални инвеститори тргују муниципалним обвезницама под повољнијим условима у односу на индивидуалне инвеститоре.

**У овом делу рада анализирана је и структура инвеститора на тржишту муниципалног дуга.** Чињеница, да су муниципалне обвезнице финансијски инструмент који доноси својим власницима могућност за бољим пореским третманом, значајно је утицала да доминантни учесници и улагачи на овом тржишту, које данас износи \$3,7 билиона, буду индивидуални инвеститори - ретаил сектор (сектор на мало).

- Индивидуални инвеститори поседују 75% емитованих и тренутно активних муниципалних обвезница што директно, што индиректно кроз куповину инвестиционих јединица разних инвестиционих фондова. Преостали део обвезница налази се у власништву банака и осигуравајућих компанија. Страни улагачи, корпорације и централне банке углавном не купују муниципалне обвезнице у већим износима обзиром да ова врста инвеститора нема бенефите када је порески третман у питању. Индивидуални инвеститори углавном купују ове обвезнице и држе их до доспећа. У поседу становништва налазе се обвезнице у вредности близу \$1.9 билиона и у последњих 15 година забележен је раст од чак 30%.

- Поред сектора становништва који је доминантни учесник на тржишту муниципалних обвезница, инвестициони фондови такође представљају значајне инвеститоре на овом тржишту са учешћем од преко 25%. Инвестициони фондови су професионално вођене финансијске институције (инвестиционе компаније) које мобилишу капитал више појединачно ради улагања у скуп хартија од вредности различитих издавача. На тржишту муниципалних обвезница, од инвестиционих фондова, доминирају специјализовани отворени инвестициони фондови који искључиво улажу средства у муниципалне обвезнице са 14.5% учешћа. Затим следе топ-еу маркет инвестициони фондови који првенствено улажу у тржиште новца са 7.9%, док затворени инвестициони фондови учествују са свега 2.2%.

- У овом делу рада сагледано је и учешће Exchange traded фондова на страни инвеститора на тржишту муниципалних обвезница. Exchange traded funds (ETF) представљају једну од најуспешнијих финансијских иновација у протеклој деценији. У време светске финансијске кризе, када је драматично опала ликвидност многих финансијских инструмената на свим светским берзама, ETF-овима се тргује више него икада. ETF можемо дефинисати као посебну врсту инвестиционих компанија или као

специфичну врсту отворених инвестиционих фондова чијим се акцијама дневно тргује на неком организованом тржишту. Њихове акције се креирају тако што одређена група ауторизованих институционалних инвеститора депонује одређене хартије од вредности у корист фонда и заузврат добијају одређен број њених акција којима се слободно тргује на тржишту. Инвеститори данас све више траже добро диверзификовано улагање, ликвидност и конкурентне приносе када је реч о улагању у хартије са фиксним приносом, те се из тих разлога све више одлучују за улагање у ЕТФ-ове муниципалних обвезница. Године 2007. долази до појаве iShares S&P National Municipal Bond Fund (MUB), првог ЕТФ-а муниципалних обвезница. Овај фонд прати кретање индекса муниципалних обвезница, садржи узорак од 2.056 муниципалних обвезница од 9.070 колико је садржано у индексу и то је и данас највећи и најликвиднији ЕТФ муниципалних обвезница са имовином вредном близу \$3млрд. Укупна имовина ЕТФ муниципалних обвезница се креће око \$7,6 млрд што је доста мало у поређењу са имовином мутуал фондова који улажу искључиво у муниципале обвезнице, али је присутан значајан раст у ЕТФ индустрији имајући у виду да ова врста финансијског производа егзистира свега пет година на тржишту муниципалних обвезница. Већина ЕТФ-ова муниципалних обвезница су индексни фондови који омогућавају индивидуалним инвеститорима да поседују један добро диверзификован портфолио којим могу да тргују на ликвидном, трошковно ефикасном и транспарентном тржишту.

**У четвртом делу** који носи наслов „ВРЕДНОВАЊЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА“ посебно се обрађује поступак вредновања муниципалних обвезница без опција и муниципалних обвезница са укљученим опцијама.

Вредновање муниципалних обвезница представља неопходан процес коме се мора посветити сваки инвеститор на овом тржишту. Професионалне финансијске институције свакодневно приступају овом процесу, а све у циљу обезбеђења објективног вредновања својих портфолиа. Адекватно вредновање обвезница је од великог значаја, нарочито ако се има у виду да је једна од битних карактеристика тржишта муниципалних обвезница да се секундарна трговина обавља на неорганизованом и нецетрализованом ванберзанском тржишту, где низак ниво ликвидности има за последицу низак ниво транспарентност цене обвезница на тржишту.

**Пети део** дисертације под називом „КРИЗА НА ТРЖИШТУ МУНИЦИПАЛНОГ ДУГА“ је посвећен кризи на тржишту муниципалног дуга. Пракса на развијеним тржиштима капитала показује, да је велики број инвеститора улагао на тржишту муниципалних обвезница јер су сматрали да је то један од најсигурнијих видова инвестирања. Овакав став инвеститора је у неку руку и био оправдан када се узме у обзир чињеница, да је више од 50% емитованих и активних муниципалних обвезница пре светске економске кризе било осигурано од стране највећих осигуравајућих компанија. Осигурањем муниципалних обвезница, осигуравајуће друштво се обавезује да исплати главницу и припадајуће камате у случају неиспуњења обавеза од стране емитента обвезнице. Овим путем емитент подиже кредитни квалитет својој хартији, задужује се под повољнијим условима (са нижом каматном стопом) и у стању је да привуче знатно више инвеститора. Осигуравајуће компаније су генерално осигуравале само обвезнице које су се налазиле у класи инвестиционог разреда, тачније са кредитним рејтингом од „БББ“ до „ААА“. Значај осигурања муниципалних обвезница је вишеструка. Емитент који осигурава своју обвезницу, по правилу се задужује по нижој каматној стопи, тако да остварује значајан економски ефекат који се огледа у разлици у каматној стопи између осигураних и неосигураних идентичне

обвезнице (умањено за износ премије која се плаћа осигуравачу). Са друге стране, инвеститор је додатно осигурао своје потраживање, јер у случају да емитент није у могућности да изврши своју обавезу по питању камата и главница та обавеза пада на терет осигуравајуће компаније (мања је вероватноћа да и емитент и осигуравајућа кућа у исто време буду кредитно неспособне по питању измирења обавеза). Компаније које гарантују исплату обавеза по основу емитованих обвезница су специјализоване осигуравајуће компаније (енгл. *monoline insurers*) јер се оне не баве осталим врстама осигурања попут животног осигурања, осигурања имовине, осигурања од одговорности и сл. Индустрија осигурања муниципалних обвезница уведена је 1971. године у САД-у оснивањем *American Municipal Bond Assurance Corp (AMBAC)*. Ова компанија је наменски формирана и докапитализована са циљем да се бави пословима осигурања обвезница. Временом је јачала конкуренција на овом тржишту осигурања формирањем нових компанија које су истовремено биле и чланице удружења осигуравача, *Municipal Bond Insurance Association (MBIA)*, које је основано 1973. године са циљем да се локалној самоуправи и осталим јавним ентитетима обезбеди бољи приступ јефтиним изворима финансирања.

Појава хипотекарне кризе у САД-у августа 2007. године, довела је до тога да се капитал великог броја осигуравајућих компанија нагло смањује због значајних губитака на хипотекарном тржишту, што је утицало да рејтинг агенције снижавају рејтинге код већине осигуравајућих компанија испод инвестиционог разреда (испод БББ-). Значајни губици, банкротства и пад кредитних рејтинга многих осигуравача обвезница довела је до тога да 2010. године *Assured Guaranty Ltd. (AGL)* остане практично једини способан високо рангирани осигуравач на тржишту муниципалних обвезница. Оваква дешавања на финансијском тржишту довела су до драматичног смањења процента осигураних муниципалних обвезница. У 2005. години, индустрија осигурања је практично била на врхунцу са 57% осигураних муниципалних обвезница, у 2009. години тај проценат је пао на 9%, док данас проценат осигураних муниципалних обвезница износи нешто више од 5%. Са све мањом активношћу осигуравача на тржишту, падао је и кредитни рејтинг нових емисија које нису биле осигуране, што је додатно утицало на све мању заинтересованост инвеститора поготово код емисија мањих емитената.

Међутим и поред значајног пада процента осигураних муниципалних обвезница којом се инвеститори додатно штите од ризика неизвршења обавеза од стране емитента, извештаји водећих кредитних агенција показују да је, почев од 1950. године па до данас, вероватноћа неизмирења обавеза код муниципалних обвезница инвестиционог разреда била мања од 0,01%. Обвезнице најнижег инвестиционог разреда (Баа) су у истом периоду имале 0.06% стопу неизвршења. Анализе које су спроведене у раду показују да што је обвезница вишег инвестиционог разреда, мања је вероватноћа неизвршења обавезе од стране емитента. Компаративна анализа ефекта светске финансијске кризе на тржишту муниципалних обвезница и ефекта кризе на осталим финансијским тржиштима, која је спроведена у овом делу рада, показује да се улагање на тржишту муниципалног дуга и даље може сматрати једним од најсигурнијих улагања по питању кредитног ризика.

**Шести део** дисертације под називом „ДЕЦЕНТРАЛИЗАЦИЈА И ЛОКАЛНИ ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ“ посвећен је фискалној децентрализацији као једном од услова развоја тржишта муниципалних обвезница, као и улози муниципалних обвезница у функцији равномерног регионалног развоја.



Децентрализација је веома комплексан процес и обазриво јој се треба приступити како се не би угрозила ефикасност рада државе, јер основни циљ децентрализације је управо повећање ефикасности државне организације. Најпре је неопходно реално сагледати капацитете и потенцијале за децентрализацију, односно капацитете и потенцијале региона и локалних самоуправа за преузимање одређених ингеренција са републичког нивоа. Облик децентрализације мора бити прилагођен земљи у којој се спроводи и проблемима који доминирају у некој локалној јединици власти, јер ће онда у том случају предности децентрализације доминирати над њеним недостацима. У супротном децентрализација ће представљати лоше решење за грађане и даљи привредни развој једне земље. У раду се из тих разлога, посебно анализирају све предности и мане које са собом носи фискална децентрализација. Успешно спровођење фискалне децентрализације зависи од много фактора, а досадашња пракса је првенствено показала, да пре достигнутог одређеног нивоа материјалног стања децентрализација практично није могућа.

Постоје три основне области спровођења децентрализације: политичка (подела процеса политичког одлучивања на различите нивое), административна (пружање услуга на разним нивоима организације), фискална.

Фискална децентрализација се односи на прикупљање и потрошњу средстава на нижим нивоима власти. Што се више средстава прикупља и троши на нивоима власти различитим од централног, то је већи степен фискалне децентрализације једне земље. Основни принципи фискалне децентрализације су: јасно дефинисање функција, одговорности и прихода који припадају различитих нивоима власти; утврђивање аутономије локалне власти на приходној и расходној страни; успостављање одговарајућих институција на локалном нивоу које су оспособљене да ефикасно извршавају поверене функције.

Фискалну децентрализацију првенствено оправдавају економски разлози. Не улазећи у специфичности појединих земаља које су је спровеле и разлике које међу њима постоје, у раду се идентификују бројне економске погодности које се постижу фискалном децентрализацијом. Основни економски разлози за фискалну децентрализацију су: Одлуке на локалном нивоу могу бити боље усаглашене са преференцијама грађана; Понуда неких јавних добара мање кошта на локалном нивоу; Преношењем овлашћења на локални ниво расте одговорност и мотивација локалне власти; Развија се конкуренција између локалних заједница.

Посебан акценат у овом делу рада ставља се на степен фискалне децентрализације Србије. По многим параметрима, Србија спада у групу најцентрализовананијих држава Европе. Основе за овакву тврдњу леже како у самој организацији власти, коју карактерише то да је највећи део ингеренција концентрисан на нивоу Републике Србије, тако и у осталим сферама друштвено економског живота грађана Србије (организација културе, спорта и сл.). Демографски подаци, када је држава Србија у питању, показују алармантна кретања у погледу постепеног гашење мањих заједница и све већу концентрацију становништва у већим градовима. Велика централизација негативно се одражава на даљи економски, политички и демографски развој Србије. Да Србија спада у групу најцентрализовананијих држава довољно говоре следћи подаци: око 44% економске активности одвија се у региону Београда, са 28% учествује Војводина, а остатак економске активности припада преосталом делу Србије. Укупна буџетска средства Београда (750 мил.еур) и Новог Сада (120 мил.еур) практично су једнака збиру буџетских средстава преостале 152 општине у Србији.

**Анализирајући степен фискалне децентрализације државе Србије, у раду је кандидат издвојио неколико основних параметара за њено утврђивање:** удео регионалних и локалних јединица власти у укупној државној потрошњи; удео изворних средстава у укупним средствима регионалних и локалних јединица власти; постојање хоризонталне пореске конкуренције; положај регионалних и локалних јединица власти на финансијским тржиштима.

На основу ових показатеља кандидат је утврдио ниво фискалне децентрализације Србије и извршио њихово поређење са идентичним показатељима појединих земаља Европске уније. Уколико се сагледава први, од горе поменути четири показатеља, скандинавске земаље, (Данска, Шведска и Финска) са 40% учешћа локалних јединица власти у укупној државној потрошњи спадају у групу земаља са високим степеном фискалне децентрализације. У Шведској на пример, на општинском нивоу се троши око 40 одсто укупне државне потрошње, око 20 одсто иде за потребе социјалног осигурање, а остатак троши централна држава. Ако се узму у обзир јавни расходи као мерило децентрализације, општине имају огромне надлежности у поменутој земљи. Србија спада у групу земаља са средњим степеном фискалне децентрализације зато што пре кризе, када су се смањили трансфери, потрошња на локалном нивоу је била негде између 12 и 13 одсто од укупне државне потрошње и то је врло јасан показатељ средње категорије. После кризе се проценат смањило, али опет је остао на око 10 одсто.

Изворни приходи локалних самоуправа, као други показатељ степена фискалне децентрализације, у земљама Европске уније у просеку износи око 30%, док је у Србији тај просек нешто мањи и износи око 24%. Треба истаћи да је повећање овог просека у Србији могуће кроз повећање степена наплате локалних пореза, као и кроз преношење неких извора прихода са државног нивоа. Раст локалних извора прихода кроз пораст локалних пореза, накнада и такси није препоручљив јер такав потез дестимулативно утиче на привредну активност на локалу.

**Значај муниципалних обвезница за равномерни регионалног развоја једне земље такође је обрађен у оквиру овог поглавља.** Неравномерни регионални развој земље и скоро свуда присутан фенеомен развијеног севера и мање развијеног југа је проблем глобалног карактера. То је појава која не заобилази и много развијеније земље попут САД-а, Италије, Француске. На велики значај регионалног развоја указује и чињеница да се ово питање налази у уставима многих земаља. Основни мотив за ангажовање државе у овој области су огромни унутар-регионални и међурегионални несклади који спутавају развој, а иницирају миграционе токове. Велики и стратешки важни простори остају популационо непокривени, а њихови ресурси неискоришћени. Истовремено, у развијеним центрима долази до прекомерне концентрације становништва и привреде, што производи негативне последице у економској, социјалној и еколошкој сфери. Улога државе се огледа у предузимању свих неопходних мера у циљу отклањања ограничења са којима су суочени неразвијени региони. Држава првенствено кроз инвестиције и стимулисање прилива капитала у неразвијене регионе подстиче равномерни регионални развој. Међутим и локалне самоуправе морају да дају значајан допринос како би учиниле своје подручје атрактивним за инвестирање и пословање. Та атрактивност се у великој мери ствара унапређењем административне процедуре и смањењем бирократије, као и кроз развој локалне инфраструктуре која је неминовност уколико желите прираст домаћих и страних инвестиција којима се посредно остварују многи циљеви локалне самоуправе: отварање нових предузећа, решавање проблема незапослености, смањење миграције младих људи, смањење

потреба за социјалним давањима и сл. Традиционални видови финансирања локалног економског развоја су недовољни, а то показује и пракса развијених земаља. Муниципалне обвезнице су један облик задуживања локалних нивоа власти на тржишту капитала првенствено у циљу финансирања капиталних пројеката. Велики проблем сваке локалне самоуправе је како финансирати скупе инфраструктурне пројекте неопходне за њихов даљи развој, а у раду се посебно сагледава проблем локалних самоуправа у неразвијеним односно недовољно развијеним регионима и њихова могућност да дођу до преко потребних средстава путем емисије муниципалних обвезница. Такве општине карактерише слаба привредна активност, слаба насељеност и висока стопа незапослености, одакле произилази да су то локалне самоуправе са ниским фискалним капацитетом који уједно треба да буде гарант инвеститорима за повраћај њихових уложених средстава. Додатни проблем је и чињеница да би мање општине, по величини и популацији, вршиле емисије обвезница малог обима па би се поставило питање рентабилности самог поступка емисије. Са друге стране, због емисија малог обима сигурно би изостало учеће великих инвеститора који би својим присуством утицали на нижу цену капитала. Одговор на ово питање је дато анализом искуства скандинавских земаља чији су пример следиле и остале европске земље (Немачка, Француска ...). Удруживање више мањих локалних самоуправа у циљу заједничком наступа на финансијском тржишту путем заједничке емисије муниципалних обвезница је решење којем су прибегле већина малих локалних самоуправа у развијеним земаљама. Неке земље су отишле и корак даље у виду формирања специјалних агенција, компанија и банака које су задужене за организовање и спровођење целокупног поступка заједничке емисије обвезница. Локалне самоуправе су сувласници таквих агенција, а понекад и држава учествује са неким минорним учешћем у структури власништва. Агенције се формирају у интересу локалних самоуправа и нису профитне организације. Свака добит која се евентуално оствари се реинвестира у циљу побољшања квалитета услуге локалним самоуправама. Посредством оваквих агенција локалне самоуправе издају неку врсту заједничке обвезнице (заједнички кредит) у оквиру које је свака од учесница задужена за свој део учешћа у обавези. Посредством ове агенције локалне самоуправе добијају бољу преговарачку позицију у циљу добијања што нижих трошкова финансирања, трошкови обраде захтева су знатно мањи него када би се свака локална самоуправа самостално појавила на тржишту, док је од непроцењивог значаја и допринос агенције у пружању подршке и мотивације локалним самоуправама у погледу побољшања њихове колективне ликвидности и солвентности. Прва агенција овакве врсте (Komminvest) основана је у Шведској 1986. године од стране девет локалних самоуправа. Све до њеног оснивања великом броју шведских локалних самоуправа је директан приступ тржишту капитала практично био онемогућен због потенцијално малих обима емисија.

Улога и значај муниципалних обвезница у систему локалних финансија у Србији се обрађује у **седмом делу** дисертације. Имајући у виду да се прве муниципалне обвезнице на српском финансијском тржишту појављују тек крајем 2011. године, у раду се проучавају основни фактори који су утицали да се овај финансијски инструмент са великим закашњењем појави на српском финансијском тржишту и да се до данас недовољно користи за потребе финансирања локалних самоуправа. Емитовање муниципалних обвезница представља новину на тржишту кредита локалних самоуправа у Србији. Више деценијско искуство земаља у окружењу у употреби овог финансијског инструмента, на жалост, није много допринело да овај вид задуживања локалних власти заживи и на нашим просторима. Домаћа легислатива није на адекватан начин регулисала овај сегмент тржишта па је до недавно то била и главна препрека у развоју тржишта муниципалног дуга. Првенствено новим Законом о тржишту капитала

и изменама Закона о јавном дугу и Закона о јавној својини створени су услови за појаву првих општинских обвезница на финансијском тржишту.

**У раду се анализирају активности локалних нивоа власти на тржишту капитала у Србији, могућности, ограничења и услови њиховог задуживања.** Поред традиционалног облика финансирања локалних заједница, коришћењем средстава из буџетских прихода, доношењем сета закона у Србији омогућено је приступање локалних нивоа власти финансијском тржишту у циљу прикупљања додатних средстава за финансирање локалног економског развоја.

У овом делу рада се спроводи компаративна анализа тренутно доступних екстерних видова финансирања локалних самоуправа, која показује да тренутно скромна пракса емисије муниципалних обвезница на српском финансијском тржишту има значајних предности над кредитима комерцијалних банака и кредитима међународних финансијских институција. Извршена је и детаљна анализа капацитета потенцијалних инвеститора у муниципалне обвезнице српских локалних самоуправа, са посебним освртом на сектор становништва као потенцијално најважнијим сектором. У раду су дефинисане неопходне мере, које би креатори финансијског тржишта Србије, требало да предузму у циљу развоја секундарног тржишта муниципалних обвезница, као и мере које ће допринети да се створе услови за активније учешће институционалних инвеститора и сектора становништва на тржишту муниципалног дуга. Доношењем Закона о изменама и допунама закона о јавном дугу Републике Србије октобра 2011. године, створени су услови да и физичка лица учествују у примарној емисији муниципалних обвезница, чиме се значајно повећала база потенцијалних инвеститора на финансијском тржишту Србије. С друге стране становништву је пружена могућност улагања у нови облик штедње по стимулативним каматама. Имајући у виду да улагање у муниципалне обвезнице доноси са собом релативно низак ниво ризика, као и значајан ниво приноса с обзиром да су приходи од ових финансијских инструмената ослобођени од пореза, улагање у ове нове инструменте на финансијском тржишту Србије се могу посматрати као нови облик штедње који је грађанима на располагању. Стварањем услова да сектор становништва може бити активни учесник на тржишту муниципалних обвезница у Србији, тржишту је пружен додатни финансијски потенцијал од 8 млрд. евра и око 18 милијарди динара, колико износе девизна и динарска штедња становништва у банкама. На ове износе треба додати и потенцијал од 3 млрд. евра, на колико се незванично процењују средства становништва ван редовних новчаних токова.

**У овом делу рада извршена је компаративна анализа различитих облика финансирања локалних самоуправа у Србији.** У поређењу са Америком, Европа има банкоцентрични финансијски систем јер се привреда доминантно финансира преко банака а не преко тржишта капитала. Финансијски систем Србије је такође банкоцентричан финансијски систем јер банке имају доминантну улогу у мобилизирању штедње и алокацији капитала. И корпоративни и јавни сектор се највише ослањају на кредите банака за потребе финансирања развојних пројеката али и за потребе одржавање текуће ликвидности. Подстицање финансирања локалне самоуправе емисијом муниципалних обвезница утиче на раст конкуренције на тржишту кредита локалних самоуправа, која за последицу има смањење каматних стопа по којима се данас задужују локалне самоуправе у Србији. Истовремено се стварају услови за диверзификацију банкарског пословања и развој инвестиционог банкарства у Србији (финансијско посредовање и саветовање, покровитељство емисије, дистрибуција хартија од вредности и сл). Иако је тржиште муниципалних обвезница у

Србији у почетној фази развоја, на примерима првих емитованих општинских обвезница на српском финансијском тржишту ( градови Нови Сад и Панчево) се већ могу уочити значајне користи које остварује локална самоуправа коришћењем овог дуговог финансијског инструмента. Битна разлика код задуживања путем емисије обвезница у односу на кредит је што при узимању кредита општина мора да бира између понуђених услова банака, док у случају емитовања обвезница, односно директног задуживања код инвеститора, има могућност да сама креира услове, да процени која је цена капитала на тржишту и по којој цени би инвеститори желели да купе њену обвезницу. Предност банкарских кредита свакако представља једноставнија процедура при аплицирању за кредит. Банка и дужник директно преговарају око услова кредита и банка је та која врши финансијску процену дужника, његову способност задуживања и ниво кредитног ризика коме се банка излаже. За локалну самоуправу у тим аранжманима постоји само један уговор и један инвеститор кога треба уверити у кредитну способност. Код муниципалних обвезница, пре свега код јавних емисија када се обвезнице нуде широј инвестиционој јавности, емитент је у обавези да обезбеди потребне информације великом броју инвеститора како би их уверио у своју способност да ће на време измирити све своје обавезе, што за последицу има знатно веће информационе и трансакционе трошкове којих нема код задуживања путем банкарских кредита. Управо због високих трошкова информисања, трошкова трансакција и заступања, у многим земљама важи правило да обим јавне емисије муниципалних обвезница мора бити већи од 5 милиона евра, односно већи од милион евра код приватног пласмана, да би за локалну самоуправу то био економски исплативији вид задуживања. Поступак издавања обвезница је доста компликованији процес него узимање кредита и захтева одређени степен развоја финансијског тржишта.

**Да би употреба муниципалних обвезница као облика финансирања локалних самоуправа у Србији заживела, поред политичке и макроекономске стабилности, битан предуслов који се посебно апострофира у раду је транспарентнији рад локалне самоуправе и транспарентније вођење локалних јавних финансија.** Неопходно је да у сваком општинском финансијском извештају и документу буду приказани истинити подаци, како би потенцијални инвеститор створио што реалнију слику о пословању конкретне локалне самоуправе. За оцену кредитне способности локалне самоуправе, инвеститорима су неопходне правремене и прецизне информације о њиховим перформансама. Један од кључних фактора нетранспарентног извештавања на које указујемо, је тај да се у Србији последњих десетак година примењују привремена решења у области буџетског рачуноводства јавног сектора. Још увек нису донети закони којим би се започео процес реформе рачуноводства и извештавања у јавном сектору . Применом тренутно важеће регулативе о вођењу буџетског рачуноводства, створена је могућност, која се код нас обилато користи, за прикривање стварних буџетских дефицита локалних самоуправа, тако да њихови финансијски извештаји често не пружају праву слику о пословању јавних и локалних финансија. Из тих разлога истичемо значај увођења ИПСАС стандарда у Србији, као неопходан предуслов за креирање поузданих финансијских извештаја, јер они захтевају реформу и стварање адекватног рачуноводственог система који може створити поуздане финансијске извештаје.

**Осми део** рада под називом „ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У ЗЕМЉАМА У РЕГИОНУ И ЗЕМЉАМА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ“ садржи анализу тржишта муниципалних обвезница у земљама у региону и развијеним земљама Европске уније. У последњих десет година у Европи највише емитента муниципалних обвезница је присутно у Немачкој, Италији, Шпанији, Финској, Великој Британији,

Француској и Шведској. Од укупно емитованих обвезница у Европи, 2/3 је емитована од стране локалних власти у Немачкој. За Европу је карактеристично да се готово у свим државама локални ниво власти финансирају већим делом путем банкарских кредита па тако на пример у Шпанији муниципалне обвезнице чине око 6,5% од укупног нивоа задужености локалних власти, у Италији не прелазе више од 2%, док у Немачкој муниципалне обвезнице чине свега 1,2% од укупног дуга општинских власти. У земљама Источне Европе задуживање путем обвезница је нешто популарније па тако обвезнице носе 27,5% задужености локалних нивоа власти у Чешкој, 21,7% у Естонији, 18,2% у Мађарској и 12% у Словачкој.

На основу презентованих показатеља у раду кандидат је дошао до закључка да тржиште муниципалних обвезница у Европи једва егзистира у поређењу са америчким тржиштем. Кључна карактеристика на коју је указано је доминација кредитног тржишта у овим земљама и постојање јефтиног кредитног финансирања локалних самоуправа од стране банака и држава, коме тржиште муниципалних обвезница не може да конкурише по питању цене финансирања. Још једна од кључних баријера за развој европског тржишта муниципалних обвезница је његова хетерогеност, односно разноврсност економских услова пословања. Величина и хомогеност америчког тржишта доприноси високом учешћу како институционалних инвеститора, тако и сектора становништва који учествује са преко 50%. Са друге стране, на европском тржишту доминирају искључиво институционални инвеститори и наднационалне финансијске институције.

У деветом делу дисертације под називом „МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ У ФУНКЦИЈИ РАЗВОЈА ТРЖИШТА КАПИТАЛА У СРБИЈИ“ истичу се основне карактеристике тржишта капитала у Србији као и значај тржишта муниципалних обвезница за његов даљи раст и развој. Тржиште капитала у Србији карактерише слаба ликвидност, мали број листираних квалитетних хартија од вредности са сталним трговањем и симболичан промет у односу на развијене берзе света. Из тих разлога у овом делу рада указује се на неопходност праћења савремених финансијских трендова и примени позитивне и устаљене праксе тржишта развијених земаља на домаћем финансијском тржишту. Емитовање муниципалних обвезница је неопходан услов озбиљнијег развоја тржишта капитала у Србији. Све учесталијим емисијама муниципалних обвезница и организовањем њихове секундарне трговине на Београдској берзи, значајно ће се допринети решавању проблема хроничног недостатка квалитетних хартија од вредности на организованом тржишту капитала.

Иако на финансијском тржишту Србије постоје сви институционални, технички и законски услови за функционисање тржишта капитала, можемо рећи да оно није довољно развијено нити заступљено у привредним токовима. На развој тржишта капитала у бившим социјалистичким земљама највећи утицај је имао начин на који се спроводила својинска трансформација предузећа, која су у складу са тада важећим прописима прешла из друштвеног у приватно власништво. Одабрани модел приватизације је у великој мери утицао на развој тржишта капитала, па можемо констатовати да је на овим просторима пропуштена шанса усаглашеног симултаног процеса приватизације и развоја тржишта капитала. Метод приватизације има последице за корпоративну културу, а учињени избор у Србији се није показао адекватним.

Чињеница, да на српском тржишту капитала недостаје више квалитетних хартија од вредности, основни је разлог ниског степена развијености тржишта капитала у

Србији. Масовније коришћење муниципалних обвезница као облика финансирања од стране локалних самоуправа, њихово листирање на берзи и организовање њиховог секундарног трговања, допринело би јачању домаћих институционалних инвеститора, већем интересовању страних инвеститора и свеобухватном развоју домаћег тржишта капитала.

У Закључним разматрањима, као Десетом делу докторске дисертације, изложен је резиме истраживања. Рад превасходно истражује актуелни моменат, могућности и ефекте коришћења ове врсте дужничких хартија од вредности на српском финансијском тржишту. Сагледава се тренутни правни режим, тј. скуп системских закона којима се регулише начин финансирања локалних јединица .

У раду се дефинишу основни узроци недовољне примене овог финансијског инструмента на српском тржишту капитала и начини за отклањање препрека у циљу његове веће имплементације. У тој анализи акценат се првенствено ставља на сектор становништва у коме лежи највећи потенцијал неопходан за даљи развој овог сегмента финансијског тржишта. Дефинишу се конкретни предлози за побољшање постојеће регулативе и указује на улогу и важност развоја тржишта муниципалних обвезница у Републици Србији. Анализирајући примере у светској и домаћој пракси, указује се на опште прихваћен став да су муниципалне обвезнице економски најповољнији финансијски инструмент са аспекта задуживања јединица локалне самоуправе.

Поред стабилног и ефикасног банкарског система, највећи изазов са којим се сусрећу земље у транзицији, а међу њима и Србија, је развој тржишта капитала са великим бројем финансијских институција и финансијских инструмената. Све већа и учесталија појава муниципалних обвезница локалних самоуправа је неопходан услов за даљи развој финансијског тржишта, јер неликвидно финансијско тржиште Србије има велику потребу за новим финансијским инструментима. Институционални инвеститори попут осигуравајућих компанија и пензионих фондова немају на располагању довољан број квалитетних хартија од вредности у које могу улагати у складу са важећим прописима који регулишу њихову област. Креатори финансијског тржишта Србије морају да учине максималне напоре како би поред примарног тржишта, насупрот многим тржиштима широм света, заживело ликвидно секундарно тржиште муниципалних обвезница.

Све израженији процес децентрализације и све значајнија улога и одговорност локалне власти у развоју локалне инфраструктуре, захтева и неминован процес децентрализације и у јавним финансијама. Стални раст потреба за побољшањем јавних услуга и истовремено хроничан недостатак финансијских средстава за подмирење локалних јавних потреба захтева да се решења траже у новим облицима финансирања локалних нивоа власти.

Свесне своје нове улоге многе локалне јединице су усвојиле локалне стратегије економског развоја, и донеле акционе планове за њихово успешно имплементирање. Но у том смислу поставља се питање да ли локални буџети, који су пре свега социјално оријентисани, и малих укупних вредности, могу да испрате стратешке пројекте дефинисане стратегијама локалног економског развоја? Због наглашеног социјалног елемента и непостојања законске обавезе да се одређени део локалних буџета усмери ка финансирању развојних пројеката остваривање циљева предвиђених стратегијом локалног економског развоја је често угрожено непостојањем адекватних средстава. Буџетска средства намењена за финансирање локалног економског развоја првенствено

би требало усмеравати на: развој локалне инфраструктуре, опремање расположивог земљишта за инвеститоре и друга заинтересована лица и комунално опремање пословних зона у оквиру локалних јединица.

## ЗАКЉУЧАК И ПРЕДЛОГ КОМИСИЈЕ

Имајући у виду урађену докторску дисертацију Комисија сматра да је кандидат успешно извршио теоријско-методлошку анализу муниципалних обвезница као облика финансирања локалне самоуправе, наглашавајући значај, актуелност и комплексност ове проблематике. Због тога Комисија сматра да је кандидат успешно доказао почетне хиптезе истраживања:

1) Квантитативна анализа на светском нивоу, као и анализа на нивоу српске привреде показује да је употреба муниципалних обвезница неопходан услов економског напретка и развоја локалних самоуправа, јер су оне економски најповољнији инструмент.

2) Секундарно тржиште муниципалних обвезница не одликује превелика ликвидност што за последицу има појаву да институционални инвеститори на њему тргују под повољнијим условима у односу на индивидуалне инвеститоре, који иначе располажу значајним финансијским потенцијалом.

3) Рејтинг агенције немају превелик значај у поступку смањивања информационе асиметричности, због чега треба променити однос између емитента, инвеститора и рејтинг агенције.

4) Банкоцентричан финансијски систем је битан ограничавајући фактор развоја тржишта муниципалног дуга у Србији, због чега је потребна активнија улога државе у подстицању овог тржишта, као и локалне самоуправе, која би буџетска средства користила за развој локалне инфраструктуре, опремање расположивог земљишта за инвеститоре и комунално опремање пословних зона.

На основу свега изложеног, Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета у Нишу да прихвати Извештај о оцени докторске дисертације кандидата Милоша Јовановића под насловом „МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО ОБЛИК ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ“ и да одобри њену јавну одбрану.

У Нишу, 26.08.2014. године

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ:

др Борко Крстић,  
редовни професор Економског факултета у Нишу

---

др Срђан Маринковић,  
редовни професор Економског факултета у Нишу

---

др Марко Радичић,  
редовни професор Економског факултета у Суботици

---