

**UNIVERZITET U BEOGRADU
FAKULTET POLITIČKIH NAUKA**

Mr Vladimir Pavlović

**RAZVOJ LOKALNE SAMOUPRAVE I
FINANSIRANJE INVESTICIONIH PROJEKATA
IZDAVANJEM MUNICIPALNIH OBVEZNICA**

DOKTORSKA DISERTACIJA

Beograd, maj 2016. godine

**UNIVERSITY OF BELGRADE
FACULTY OF POLITICAL SCIENCES**

Mr Vladimir Pavlović

**DEVELOPMENT OF LOCAL SELFGOVERNMENT
AND FINANCING OF THE INVESTMENT
PROJECTS THROUGH MUNICIPAL BOND
ISSUES**

DOCTORAL DISSERTATION

Belgrade, May 2016

**UNIVERZITET U BEOGRADU
FAKULTET POLITIČKIH NAUKA**

Mr Vladimir Pavlović

**RAZVOJ LOKALNE SAMOUPRAVE I
FINANSIRANJE INVESTICIONIH PROJEKATA
IZDAVANJEM MUNICIPALNIH OBVEZNICA**

DOKTORSKA DISERTACIJA

Komisija za odbranu doktorske disertacije:

Mentor: Prof. Dr Snežana Đorđević, Univerzitet u Beogradu, Fakultet
Političkih nauka

Član komisije: Prof. Dr Gordana Ilić Popov, Univerzitet u Beogradu, Pravni
fakultet

Član komisije: Prof. Dr Dragan Veselinov, Univerzitet u Beogradu, Fakultet
Političkih nauka

Datum odbrane doktorske disertacije: _____, Beograd

IZJAVE ZAHVALNOSTI

Ovaj rad je rezultat višegodišnje saradnje autora i brojnih lokalnih samouprava u Srbiji. I pored svojih svakodnevnih obaveza, zaposleni u lokalnim samoupravama sa kojima je autor saradivao su uvek imali vremena da se bave pitanjima u vezi sa lokalnim ekonomskim razvojem i municipalnim obveznicama, pa se autor ovog rada na prvom mestu zahvaljuje njima.

Pored toga, bez pomoći mentora kao što je profesor Snežana Đorđević, ovaj rad bi sigurno bio uskraćen za jednu važnu perspektivu (mesta i uloge lokalne samouprave u političkom ambijentu Republike Srbije), pa joj autor ovom prilikom izjavljuje veliku zahvalnost.

Veliku zahvalnost za sticanje iskustava u radu sa lokalnim samoupravama u Srbiji i regionu autor duguje donatorskim programima koje je sprovodila Stalna Konferencija Gradova i Opština¹ kao i drugim donatorskim programima na kojima je autor bio angažovan.²

Na kraju, ali svakako ne najmanje važno, autor želi da se zahvali svojoj porodici na podršci u izradi ovog rada. Autor se nada da će vreme i trud koji je uložen u pisanje ovog rada bar malo doprineti da ambijent u kome živimo i radimo bude nešto bolji u godinama koje dolaze.

¹ Exchange 3, Exchange 4, MSP IPA 2007.

² Razvoj devet lokalnih samouprava u Istočnoj Srbiji, tehnička podrška za banke partnere MIDF-a (Municipal Infrastructure Development Fund), itd.

REZIME

Centralna hipoteza koja se kroz ovaj rad analizirala jeste da li *municipalne obveznice mogu biti instrument lokalnog ekonomskog razvoja*. Ovo pitanje je od velikog značaja imajući u vidu da u procesu pridruživanja Srbije Evropskoj Uniji, lokalna samouprava će imati puno obaveza u svojoj nadležnosti, a vrednost projekata koje bi lokalne samouprave na putu ka Evropskoj Uniji trebale da finansiraju (samostalno ili u saradnji sa donatorima, centralnim nivoom vlasti, privatnim sektorom...) se procenjuje na između 3 i 5 milijardi evra. Dosadašnji pristup finansiranju investicionih projekata svakako neće biti dovoljan da se izađe u susret gore pomenutim zahtevima, pa je i glavna tema ovog rada šta lokalne samouprave treba da učine da bi kvalitativno unapredile proces finansiranja investicionih projekata u njihovoj nadležnosti.

Sa nekih 15% budžetske potrošnje na lokalnom nivou, Srbija spada u red *srednje decentralizovanih zemalja* (prosek za OECD članice je 21%), ali po drugom pokazatelju, *broju zaposlenih na lokalnom nivou*, Srbija spada u grupu *izrazito centralizovanih zemalja sveta* (16% državne administracije je zaposleno na lokalnom nivou, a 84% na centralnom nivou).

Uvođenjem *programske klasifikacije budžeta* kao obaveznog dela odluke o budžetu za 2015. godinu, stvorili su se uslovi za *povećanje transparentnosti* rada lokalne samouprave u Srbiji, a samim tim i za povećanje njenih nadležnosti i njene samostalnosti.

Za bolju i efikasniju lokalnu vlast *direktan izbor gradonačelnika* (predsednika opštine) čini se kao dobro rešenje. Ovaj model lokalne vlasti se uspešno primenjuje i u razvijenim zemljama sveta i u zemljama u regionu, a i Srbija ga je imala u periodu od 2002. do 2007. godine.

Srbija spada u red relativno samostalnih lokalnih samouprava koje samostalno ubiraju oko 30% svojih prihoda (*izvorni prihodi*), dok ustupljeni prihodi čine još oko 50% njihovih budžeta.

Kako bi se napravili dalji koraci u jačanju samostalnosti lokalne samouprave u Srbiji, neki prihodi bi mogli da *iz kategorije ustupljenih pređu u kategoriju izvornih prihoda* (porez na prenos apsolutnih prava i porez na nasleđe i poklon, kao i porez na dohodak građana), ili da *iz kategorije prihoda centralne vlasti pređu u nadležnost lokalne samouprave* (porez na dobit preduzeća).

Efikasnost lokalne samouprave u procesu planiranja i izvršenja budžeta i investicija ima *dosta prostora za unapređenje*, a slična situacija je i sa zaduživanjem.

Lokalne samouprave su se zaključno sa 31.12.2014. godine zadužile u iznosu od oko 685 miliona evra, a u skladu sa zakonskim ograničenjima, *trenutni potencijal lokalnih samouprava za novo zaduženje je na nivou od dodatnih 700 miliona evra.*

Na bazi analize zaduženja gradova u Srbiji u 2011. godini i ostvarenih stopa rasta prihoda do kraja 2014. godine, došlo se do zaključka da su *efekti kapitalnih investicija koje su finansirane kroz zaduživanje više nego skromni* - grupa gradova koja je imala najveće stope rasta u prethodnom periodu su gradovi koji su bili najmanje zaduženi, a više od polovine gradova sa najmanjim stopama rasta u prethodnom periodu su gradovi koji su bili najviše zaduženi.

Među prvim lokalnim samoupravama koje finansiraju svoje kapitalne investicione projekte izdavanjem municipalnih obveznica pojavile su se one lokalne samouprave koje vode računa o *participaciji građana u donošenju odluka o budžetu i odluka o investicijama*, a koje se *brže razvijaju upravo zbog odgovornog upravljanja finansijama* lokalne samouprave.

Upravo iz tog razloga se može zaključiti *da municipalne obveznice mogu poslužiti kao dobar instrument lokalnog ekonomskog razvoja.* Javni plasman municipalnih obveznica svakako podrazumeva participaciju građana i najveću moguću transparentnost u izboru kapitalnih projekata sa jedne i vođenju finansija lokalne samouprave sa druge strane.

Izdavanje municipalnih obveznica nije samo način da se obezbedi povoljnije zaduživanje, već pripreme za ovaj postupak imaju trajne pozitivne efekte na razvoj lokalne samouprave.

Izmene Zakona o javnom dugu koje su usvojene krajem 2011. godine otklonile su i poslednje smetnje da se ovaj segment tržišta dinamično razvije. Međutim, zbog *uzdržanosti čelnika lokalne samouprave da na transparentan način identifikuju projekte koji se finansiraju* i da kasnije uključe svoje građane u proces finansiranja tih projekata, ovaj segment tržišta se sporo razvija. Sa druge strane, *Narodna Banka Srbije* kao regulator za banke, penzione fondove i osiguravajuća društva je praktično *onemogućila nebankarskim finansijskim institucijama da učestvuju u kupovini municipalnih obveznica.*

Banke su trenutno dominantni kupac municipalnih obveznica i dominantni kreditor lokalnih samouprava uopšte. Međutim, izuzetno raduje činjenica da su se *građani vrlo hrabro i u ozbiljnim iznosima uključili u tržište municipalnih obveznica*, kupujući značajan deo emisije i grada Šapca i opštine Stara Pazova.

I pored pomenutih ograničenja na strani ponude i na strani tražnje, srpsko finansijsko tržište sa puno entuzijazma gleda na svaku novu emisiju municipalnih obveznica. Glavni razlog za to je činjenica da je krajem 2014. godine i u toku 2015. godine zabeležen *istorijski najniži nivo kamatnih stopa na štednju građana*.

Kao i u većini drugih zakonodavstava, *prihodi od municipalnih obveznica su izuzeti od oporezivanja*, a one za prilično *nizak rizik* (gotovo na nivou rizika države) nude *atraktivan prinos* (6% ili više na godišnjem nivou za sve municipalne obveznice izdate u poslednjih 4 godine na srpskom finansijskom tržištu).

Iako su grad *Novi Sad* i grad *Pančevo* bili pioniri u izdavanju municipalnih obveznica u Srbiji, činjenica da su *banke jedini kupci njihovih obveznica* prilično limitira domete ovih izdanja.

Pravi iskorak su napravili grad *Šabac* i opština *Stara Pazova* kada su u finansiranje kapitalnih projekata *uključili građane*.

U trenutku završetka ovog rada još nekoliko lokalnih samouprava razmatra mogućnost da svoje kapitalne investicione projekte finansira izdavanjem municipalnih obveznica, što potvrđuje verovanje da će se tržište municipalnih obveznica i dalje razvijati u narednim godinama.

*

Naučna oblast – Društvene nauke

Uža naučna oblast – Političke nauke

UDK - 352.07:336.132.11

336.763.33:352

ABSTRACT

The central hypothesis that the author in this paper tried to confirm is *whether municipal bonds can be an instrument for local economic development*. This issue is of great importance given the fact that the process of joining the Serbia to European Union, the local governments will have a lot of obligations under their jurisdiction, and the value of projects that local governments should finance (independently or in cooperation with donors, central level of government, the private sector ...) on the path towards the European Union is estimated on 3 to 5 billion euros. The current approach to financing investment projects will certainly not be sufficient to meet the above mentioned requirements and the main theme of this paper is what local governments should do to qualitatively improve the process of financing investment projects in their jurisdiction.

With around *15% of budget spending at the local level*, Serbia is categorized as *middle decentralized country* (the average for OECD member states is 21%), but according to the second indicator, *the number of employees at the local level*, Serbia belongs to the *group of highly centralized countries in the world* (16% of the state administration is employed at the local level, and 84% at the central level).

With the introduction of a *program classification of the budget* as a mandatory part of the Budget decision for 2015, conditions for *increase of the transparency* of local self-government in Serbia were created, providing the conditions for increase of local self-government authority and independence.

For better and more effective local government, the *direct election of the mayor* (municipal president) seems like a good solution. This model of local government is successfully applied in developed countries and countries in the region, while Serbia had this set up from 2002 to 2007.

Serbia is one of the countries with relatively autonomous local governments that independently collect about *30% of its revenues* (original/own revenues), while shared revenues are about 50% of their budgets.

In order to make further steps in the process of strengthening the autonomy of local self-governments in Serbia, some revenues could be *transferred from the category of shared into the category of own revenues* (tax on transfer of absolute rights and taxes on inheritance and gifts, as well as personal income tax), or from the category of central government revenues to the jurisdiction of local self-governments (corporate income tax).

The efficiency of the local government in planning and execution of the budget and investment has a plenty of room for improvement. The same conclusion also applies for borrowing.

By the end of 2014, local self - governments were indebted in the amount of about 685 million euros, and in line with the legal limitations, *the current potential of local self-governments for the new debt is at the level of the additional 700 million euros.*

Based on the indebtedness analysis of the cities in Serbia in 2011 and realized revenue growth rates by the end of 2014, it was concluded that *the effects of capital investments financed through borrowing are more than modest - a group of cities that had the highest growth rates in the previous period are the cities that were the least indebted, while more than half of the cities with the lowest growth rates in the previous period are the cities that were most indebted.*

Among the first local self - governments who decided to *finance their capital investment projects by issuing municipal bonds* appeared those municipalities that *take into account the participation of citizens in decision-making process* of the budget and investment plan adoption. Those municipalities also appeared to be the municipalities that are developing faster than others, mainly because of *responsible financial management of local government.*

Given that fact, it can be concluded that *municipal bonds could serve as a good instrument for local economic development.* Public placement of municipal bonds certainly requires the participation of citizens and the greatest possible transparency in the selection of capital projects on one hand and financial management of local governments on the other.

Issuance of municipal bonds is not only a way to *ensure more favourable borrowing conditions*, but preparations for this operation have *long lasting positive effects on the development of local self-government.*

Amendments to the Law on Public Debt, which were adopted at the end of 2011, have eliminated the last obstacles for the dynamical development of this segment of the market. However, due to the *unwillingness of local leaders* to transparently identify the projects that should be financed and to *engage its citizens in the process of financing* these projects, this segment of the market is developing slowly. On the other hand, the *National Bank of Serbia*, as the regulator for banks, pension funds and insurance companies, has *practically made impossible for non-banking financial institutions to participate in the purchasing process of municipal bonds.*

Banks are currently the dominant buyer of municipal bonds and dominant creditor of local governments in general. However, it is extremely positive that citizens courageously and with significant amounts have engaged in the municipal bond market, buying a significant part of the issue of the city of Šabac and the municipality of Stara Pazova.

Despite the aforementioned restrictions on supply and demand side, the Serbian financial market looks with a lot of enthusiasm at each new issue of municipal bonds. The main reason for this is the fact that, at the end of 2014 and during 2015, *the lowest historical level of interest rates on savings deposits was recorded.*

As in most other legislations, income from municipal bonds is *exempt from taxation*, and at a *fairly low risk* (almost at the level of country risk) they offer *attractive yield* (6% or more annually for all municipal bonds issued in the last 4 years in Serbian financial market).

Although the *City of Novi Sad and the City of Pančevo* were the pioneers in the issuance of municipal bonds in Serbia, the fact that *banks are the only buyers of their bonds fairly limits the range of these issues.*

The real breakthrough was made by the *City of Šabac and the Municipality of Stara Pazova*, when they *included citizens in the financing* of capital projects.

At the time of completion of this work, *several other local self - governments are considering the possibility to finance their capital investment projects by issuing municipal bonds*, which confirms the belief of the author that municipal bond market will continue to evolve in the upcoming years.

*

Scientific area – Social science

Special topics - Political science

UDK - 352.07:336.132.11

336.763.33:352

KLJUČNE REČI

Javne finansije – obuhvataju aktivnosti države u prikupljanju i trošenju sredstava za državne funkcije i socijalne transfere, kao i za finansiranje javnih dobara. Javna dobra su ona dobra koja imaju dva ključna svojstva, neisključivost (pojedinci se ne mogu lako isključiti iz korišćenja ovih dobara) i nerivalski karakter (potrošnja jednog pojedinca ne utiče na potrošnju drugog pojedinca).

Fiskalni federalizam - govori o tome koliko je prisutna diversifikacija i konkurencija u oporezivanju i javnim izdacima. Vertikalni fiskalni federalizam predstavlja konkurenciju različitih nivoa vlasti za javna sredstva (od opštine do centralne vlasti). Sa druge strane, horizontalni fiskalni federalizam je izraz konkurencije između istog nivoa vlasti (konkurencija između opština, regiona ili federalnih jedinica).

Centralizovana država – država u kojoj se najveći deo državne potrošnje i zapošljavanja državne administracije odvija na centralnom nivou. Države gde se na centralnom nivou vlasti troši manje od 60% državne potrošnje i manje od 40% zaposlenih je pri centralnoj vlasti se smatraju decentralizovane države.

Samostalnost lokalne samouprave – mogućnost lokalne samouprave da samostalno prikuplja sredstva za pružanje usluga koje su u njenoj nadležnosti. Ona se ogleda u iznosu sopstvenih prihoda lokalne samouprave u odnosu na ukupne prihode, kao i u mogućnosti lokalne samouprave da se samostalno zadužuje.

Participacija građana – uključivanje građana u donošenje ključnih odluka za funkcionisanje lokalne samouprave (donošenje strateških dokumenata, Plana kapitalnih investicija, budžeta, načina finansiranja investicionih projekata).

Budžet - pregled planiranih prihoda i rashoda lokalne samouprave, obično za jednu godinu. Po završetku godine, lokalne samouprave objavljuju stepen izvršenja budžeta.

Izvorni prihodi – su prihodi čiju stopu i oporezivu osnovicu utvrđuje skupština opštine ili grada. U pitanju su vlastiti prihodi lokalne samouprave, pri čemu se zakonska intervencija sa centralnog nivoa svodi na eventualno ograničavanje visine poreske stope ili utvrđivanje najvišeg i najnižeg iznosa naknade, odnosno takse.

Zaduživanje lokalne samouprave – pribavljanje sredstava za realizaciju investicionih projekata na tržištu kapitala. Preovlađujući načini zaduživanja lokalnih samouprava su uzimanje bankarskih kredita i izdavanje municipalnih obveznica.

Municipalne obveznice – dužničke hartije od vrednosti koje izdaju lokalne samouprave. U najvećem broju zemalja prihodi od municipalnih obveznica se ne oporezuju kako bi se podstakao razvoj lokalnih samouprava.

Javni plasman – način izdavanja municipalnih obveznica uz objavljivanje Prospekta koji je prethodno odobrila Komisija za hartije od vrednosti. Jedino u ovom postupku izdavanja obveznica građani mogu da uzmu učešće i budu kupci municipalnih obveznica.

KEY WORDS

Public finance - include government activities in the collection and spending of funds for state functions and social transfers, as well as for financing of public goods. Public goods are goods that have two key properties, non-excludability (individuals cannot easily be excluded from using these resources) and non-rival character (the consumption of one individual does not affect the consumption of another individual).

Fiscal federalism - shows in which level the diversification and competition in taxation and public expenditure is present. Vertical fiscal federalism is a competition of different levels of government for public funds (from municipality to the central government). Horizontal fiscal federalism is an expression for competition between the same level of authority (competition between municipalities, regions or federal units).

Centralized state - the state in which the largest part of government spending and employment of state administration takes place at the central level. States where at the central government level is spent less than 60% of government spending and where less than 40% of employees is in the central government are considered decentralized states.

The independence of local self-government - the ability of local governments to independently collect funds to provide services that are within their jurisdiction. It is reflected in the amount of own local government revenues to total revenues, as well as the possibilities of local governments to borrow independently.

The participation of citizens - including citizens in making key decisions for the functioning of local government (the adoption of strategic documents, plans of capital investments, budgets, ways of financing investment projects).

Budget - an overview of planned revenues and expenditures of local government, usually for one year. Upon completion, the local government publishes the level of budget execution.

Original (own) revenues - revenues whose rate and taxable base is determined by the assembly of the municipality or city. These are own revenues of the local self-government, where legal intervention from the central level comes down to eventual limiting the amount of tax rate or determining the highest and lowest amount of fees or charges.

The borrowing of local government – the fund raising for the realization of investment projects in the capital market. The prevailing ways of borrowing by local governments are taking bank loans and the issuance of municipal bonds.

Municipal bonds - debt securities issued by local governments. In most countries, income from municipal bonds is not taxed in order to encourage the development of local governments.

Public placement - the manner of issuing municipal bonds with the publication of a Prospectus that has been previously approved by the Securities and Exchange Commission. Only in this process of bond issuing, citizens could participate and could be the buyers of municipal bonds.

Sadržaj:

UVOD	1
1. LOKALNA SAMOUPRAVA	8
1.1. Javna dobra i javne finansije	8
1.2. Mesto lokalne samouprave u modernim državama tržišne privrede.....	16
1.2.1. Centralizacija i decentralizacija.....	16
1.2.2. Jedinice i nivoi lokalne samouprave	18
1.2.3. Odnos lokalne samouprave i centralne vlasti	20
1.2.4. Nadležnosti i organizacija lokalne vlasti.....	26
1.3. Fiskalna i finansijska samostalnost lokalne samouprave u modernim državama tržišne privrede i u Srbiji	34
2. INSTRUMENTI LOKALNOG EKONOMSKOG RAZVOJA.....	45
2.1. Pojam lokalnog ekonomskog razvoja	45
2.2. Instrumenti lokalnog ekonomskog razvoja	49
2.3. Municipalne obveznice kao instrument lokalnog ekonomskog razvoja u Srbiji ...	69
3. FINANSIJSKI SISTEM I FINANSIJSKI INSTRUMENTI NA TRŽIŠTU KAPITALA	72
3.1. Funkcije finansijskog tržišta	73
3.2. Institucije i učesnici na finansijskom tržištu	75
3.3. Vrste hartija od vrednosti	83
3.4. Teorijski osvrt na pojam, rizik i očekivani prinos municipalnih obveznica	89
3.5. Ocena rizika investiranja u municipalne obveznice u Srbiji i regionu.....	93
4. ISTORIJAT I VRSTE MUNICIPALNIH OBVEZNICA	111
4.1. Istorijat nastanka municipalnih obveznica	111
4.2. Vrste municipalnih obveznica.....	113
4.2.1. Opšte municipalne obveznice (eng. <i>General obligations</i>)	113
4.2.2. Prihodovne obveznice (eng. <i>Revenue bonds</i>).....	115
5. TRŽIŠTE MUNICIPALNIH OBVEZNICA	119
5.1. Tržište municipalnih obveznica u SAD i EU	122
5.1.1. Tržište Severne Amerike	122
5.1.2. Evropsko tržište	128
5.2. Tržište municipalnih obveznica u Centralnoj i Istočnoj Evropi.....	133

5.2.1.	Poljska	133
5.2.2.	Republika Češka.....	134
5.2.3.	Republika Bugarska.....	134
5.2.4.	Republika Rumunija.....	134
5.3.	Tržište municipalnih obveznica u regionu i Srbiji	139
5.3.1.	Republika Hrvatska	139
5.3.2.	Republika Bosna i Hercegovina	142
5.3.3.	Republika Crna Gora.....	143
5.3.4.	Republika Srbija	145
6.	MUNICIPALNE OBVEZNICE I DRUGI NAČINI FINANSIRANJA LOKALNE SAMOUPRAVE	149
6.1.	Bankarski krediti i municipalne obveznice	152
6.2.	Transferi (Grantovi)	154
6.3.	Subvencionisani krediti/zajmovi.....	155
6.4.	Javno privatna partnerstva i joint venture	157
6.5.	„Pay as you go“ - finansiranje iz tekućih prihoda.....	160
7.	ZAKONSKI I INSTITUCIONALNI OKVIR ZA IZDAVANJE MUNICIPALNIH OBVEZNICA.....	162
7.1.	Zakonski okvir u Srbiji.....	162
7.2.	Podzakonski okvir i institucije na tržištu kapitala.....	174
7.3.	Način izdavanja municipalnih obveznica – javni plasman vs privatni plasman..	178
8.	LOKALNE SAMOUPRAVE – PONUDA MUNICIPALNIH OBVEZNICA	181
8.1.	Postojeći nivo duga i mogućnosti za novo zaduživanje.....	181
8.2.	Povezanost zaduživanja lokalne samouprave sa stopama rasta	188
8.3.	Projekti koji se finansiraju	194
9.	POTENCIJALNI INVESTITORI – TRAZNJA ZA MUNICIPALNIM OBVEZNICAMA	196
9.1.	Bankarski sektor.....	197
9.2.	Nebankarske finansijske institucije.....	201
9.3.	Stanovništvo.....	212
10.	STUDIJE SLUČAJA	218
10.1.	Iskustva američkih i evropskih gradova.....	218
10.1.1.	Država Njujork.....	218
10.1.2.	Grad Portland	226

10.1.3.	Grad Detroit.....	233
10.1.4.	Grad Varšava.....	242
10.1.5.	Grad Milano	247
10.2.	Iskustva u izdavanju prvih municipalnih obveznica u regionu i Srbiji	251
10.2.1.	Republika Hrvatska – Gradovi Split i Rijeka.....	251
10.2.2.	Bosna i Hercegovina – Opština Bijeljina	264
10.2.3.	Republika Srbija	270
ZAKLJUČAK		310
PRILOG 1 – PREGLED KAPITALNIH PROJEKATA GRADOVA U SRBIJI.....		316
PRILOG 2 - LITERATURA I WEB ADRESAR		322
PRILOG 3 - SPISAK TABELA, GRAFIKONA I SLIKA		329
PRILOG 4 - BIOGRAFIJA AUTORA		337

UVOD

Predmet ovog rada jeste sistem instrumenata kojima se podstiče lokalni ekonomski razvoj sa naglaskom na finansijske instrumente, a prevashodno municipalne obveznice. Istraživanje će obuhvatiti iskustva rada lokalnih vlasti u svetu, Evropi ali će glavni fokus biti prevashodno stavljen na Srbiju.

Moderna literatura, koja prati različite načine uređenja razvijenih zemalja sveta i zemalja u tranziciji, u načelu potvrđuje sledeće:

- prvo, veći nivo razvoja privrede i veći stepen okrenutosti ka državi zasnovanoj na „slobodnom“ tržištu povezan je sa većim nivoom fiskalne i finansijske samostalnosti lokalnih samouprava, dok države koje nisu zasnovane na tržišnoj privredi više naginju ka centralističkom pristupu i nesamostalnosti lokalne samouprave;
- drugo, centralna državna vlast je preuzela previše nadležnosti koje ne može da isprati efikasno i efektivno, pa prenos određenih nadležnosti na lokalnu samoupravu dovodi do većeg blagostanja pojedinaca;
- treće, preduslov za prenos nadležnosti na lokalnu samoupravu je njena fiskalna i finansijska samostalnost – u samom radu će biti izvršeno poređenje koji nivo prikupljenih poreza i ostalih državnih „nameta“ se raspoređuje na lokalnom, a koji na centralnom nivou vlasti;
- četvrto, potrebno je vreme da se izgrade menadžerski kapaciteti na nivou lokalne samouprave, a obuka zaposlenih je često teška zbog partijskog zapošljavanja i negativne selekcije;
- peto, sopstveni (izvorni) prihodi su često nedovoljni za normalno funkcionisanje i razvoj lokalne samouprave, tako da lokalna vlast obično ima potrebu za transferima sa centralnog nivoa vlasti i/ili za zaduživanje.

Dobar poslovni ambijent je jedini put ka ekonomskom razvoju, a optimalno uređenje demokratskih društava zasniva se na decentralizaciji vlasti i fiskalnoj i finansijskoj samostalnosti lokalne samouprave.

Istraživanje u ovom radu će prikazati trenutno stanje u kome se nalaze lokalne samouprave u Srbiji (zakonski ambijent, nadležnosti, stepen autonomije lokalnih vlasti), sa fokusiranjem na stepen finansijske i fiskalne autonomije. U istraživanju će se staviti naglasak na analizu potencijala lokalnih vlasti da podstiču razvoj kroz različite načine finansiranja investicionih projekata, sa produbljenom analizom metoda izdavanja municipalnih obveznica.

Ovaj način zaduživanja lokalnih samouprava jeste prelaz od jednostavnog kreditnog zaduženja, ka sofisticiranim načinima pronalaženja slobodnog kapitala (privatno-javna

partnerstva), a sve u cilju veće participacije građana u odlučivanju i bržeg i kvalitetnijeg ekonomskog razvoja opština i države uopšte. Za navedenu analizu biće posmatrane lokalne samouprave koje u skladu sa Zakonom o teritorijalnoj organizaciji RS („Sl. glasnik RS“, br. 129/2007) imaju status grada. Iako u praksi ima primera da i lokalne samouprave sa manjim brojem stanovnika i manjim budžetom izdaju municipalne obveznice, ipak su gradovi dominantni izdavaoci na tržištu municipalnih obveznica. Zbog nešto složenijeg postupka izdavanja municipalnih obveznica, potrebno je da obim emisije bude nešto veći kako bi opravdao fiksne troškove vezane za sam proces.

Za potrebe ovog rada, biće posmatrana struktura budžeta gradova u Srbiji u poslednje 3 fiskalne godine. Kroz ovu analizu, biće uočeni trendovi razvoja lokalnih samouprava, kao i trendovi u procesu zaduživanja za potrebe finansiranja investicionih projekata.

Iako je u poslednjih par godina učinjen iskorak ka većoj fiskalnoj i finansijskoj samostalnosti lokalnih samouprava u Srbiji, još uvek dobar deo prihoda lokalne samouprave predstavljaju transferi i ustupljeni prihodi, dok ima dosta prostora za rast izvornih prihoda.

Sa druge strane, neke lokalne samouprave su se prilično zadužile u prethodnih 5 godina, pa će u ovom radu biti predstavljen obim i struktura trenutnog duga lokalnih samouprava u Srbiji. I pored činjenice da je potreba za zaduživanjem lokalnih samouprava „lažna dilema“, neke lokalne samouprave su bolje definisale svoje prioritete i odabrale bolje projekte u odnosu na druge. Iako još uvek zaduženje nije prouzrokovalo probleme u funkcionisanju lokalnih samouprava, postavlja se pitanje koliki su pozitivni efekti tog zaduženja na razvoj komunalne i druge infrastrukture. S tim u vezi, biće istraženo koji projekti su najčešće bili predmet finansiranja u prethodnom periodu, kao i koji projekti su definisani kao prioritete za naredni period.

Konačno, iako proces izdavanja municipalnih obveznica prati i objavljivanje Prospekta i drugih dokumenata koje govore o „finansijskom zdravlju“ lokalne samouprave, za potrebe ovog rada je napravljen model koji ima za cilj da kvantifikuje rizik ulaganja u municipalne obveznice i da rangira 50 lokalnih samouprava po stepenu rizika. Ovaj alat je pre svega namenjen za građane koji nemaju iskustva u investiranju u hartije od vrednosti, pa postoji dobra šansa da će ovaj alat dobiti širu primenu u Srbiji gde angažovanje renomiranih rejting agencija nije isplativo niti izdavaocima, a ni kupcima municipalnih obveznica.

Cilj ovog rada jeste prepoznavanje važnosti finansiranja investicionih projekata putem izdavanja municipalnih obveznica, jer su teorijska i praktična znanja iz ove oblasti od velikog značaja zaposlenima u javnoj upravi. Pored toga, cilj ovog rada je da se izmere efekti dosadašnjeg zaduživanja, odnosno, biće napravljena komparativna analiza da li se lokalne samouprave koje su se zadužile brže razvijaju od lokalnih samouprava koje se nisu značajno zaduživale u prethodnom periodu. Naročito će biti posvećena pažnja analizi lokalnih samouprava koje su već izdale municipalne obveznice. Iako je još uvek rano suditi o efektima izdavanja municipalnih obveznica, ipak se mogu donositi zaključci koje lokalne samouprave će biti lideri u ovoj oblasti.

Naučni značaj ove teme je u produbljenoj naučnoj analizi potencijala za jačanje preduzetničkog ponašanja i delovanja lokalnih vlasti. Od velikog značaja je analiza potencijala koje imaju finansijski instrumenti, a pogotovu municipalne obveznice.

Učenje iz najboljih primera i prakse predstavlja bitan metod kojim će se omogućiti da se dobra iskustva američkog društva, kao i iskustvo određenih evropskih zemalja, primene na Srbiju. U radu će se voditi računa o ukupnom ambijentu (stepen uređenosti sistema, ekonomske i političke slobode i autonomija lokalnih vlasti) kao i mogućnosti da se njegovom promenom privuku investicije, razvije bolja investiciona klima i građani dobiju bolji kvalitet usluga.

Značaj ovog rada je u sintezi iskustava dobre prakse i naporu da se osmisli najbolji način njihove primene u Srbiji. Iz naučnog proizilazi i **društveni značaj** ovog rada kroz bolje razumevanje održivog razvoja i podizanje svesti zaposlenih u javnoj upravi o različitim načinima finansiranja investicionih projekata i drugih potreba lokalne samouprave. Za izdavanje municipalnih obveznica potrebno je obučiti zaposlene u lokalnoj samoupravi, a u tom procesu donatorska sredstva Evropske Unije (i drugih donatora) imaju posebnu važnost.

Sa druge strane, adekvatan proces sprovođenja (javne) nabavke za pribavljanje usluge klasičnog kreditiranja i paralelan proces prikupljanja ponuda za organizovanje izdavanja municipalnih obveznica (pokrovitelj emisije) doprinosi uštedama u budžetu lokalnih samouprava i doprinosi povećanju menadžerskih kapaciteta lokalne samouprave.

Loša strana izdavanja municipalnih obveznica je činjenica da je to nešto komplikovaniji postupak od klasičnog kredita, tako da određene međunarodne finansijske institucije (KWF, EBRD...) u nekim slučajevima limitiraju subvencionisano finansiranje preko banaka samo na kreditne aranžmane.

Osim kao doprinos teoriji o lokalnoj samoupravi, ovaj rad može imati i veći značaj, odnosno može služiti kao **Priručnik** organima lokalne samouprave koji se žele

detaljnije upoznati sa ovom tematikom, ili žele na bolji način obrazložiti određene odluke u lokalnom parlamentu.

Takođe, model za ocenu rizika ulaganja u municipalne obveznice može ohrabriti građane da uzmu više učešća u budućim emisijama municipalnih obveznica u Srbiji.

Glavne hipoteze od kojih polazi ovaj rad su sledeće:

- Za uspešan i održiv ekonomski razvoj potrebna je decentralizacija vlasti i veća fiskalna i finansijska autonomija lokalne samouprave.
- Lokalne samouprave u Srbiji su se prilično zadužile u prethodnim godinama, ali postoji još dosta prostora za finansiranje važnih infrastrukturnih projekata,
- Municipalne obveznice su odličan instrument za razvoj lokalne samouprave, veću participaciju građana u donošenju odluka i ulaganje kako stanovništva, tako i finansijskih institucija,
- Zakonski okvir za izdavanje municipalnih obveznica u Srbiji je prilično usaglašen sa zakonskim propisima EU, ali postoji dosta prostora da se u segmentu podzakonskih akata omogući lakše i jeftinije izdavanje municipalnih obveznica,
- Imajući u vidu da je u poslednjih nekoliko godina zabeležen izuzetno nizak nivo kamatnih stopa na štednju građana koja iznosi skoro 9 milijardi evra, te da je značajan nivo imovine pod upravom kod nebankarskih finansijskih institucija (skoro milijardu evra), Srbija ima prilično dobre uslove za uspešne emisije municipalnih obveznica.

U radu će biti predstavljeni teorijsko-logički i empirijski indikatori kojim će se navedene hipoteze potvrditi.

U ovom radu biće korišćene osnovne (opšte) metode istraživanja, kao što su analiza, sinteza, indukcija, dedukcija i druge.

Pored njih, **komparativna metoda** će omogućiti poređenje načina korišćenja finansijskih instrumenata u raznim zemljama, pogotovu u SAD koja je i „izmislila“ najveći broj razvojnih instrumenata lokalnih vlasti i čija iskustva su inspiracija za zemlje širom planete. Pored toga, komparativna metoda će biti korišćena i u poređenju lokalnih samouprava u Srbiji – onih koje su se do sada zadužile, i onih koje nisu, onih koje se brže razvijaju, i onih koje stagniraju...

Važne će biti i specifične **metode koje se koriste u ekonomiji** – metode bilansne analize (vezano za analizu budžeta lokalnih samouprava), metod makroekonomske i mikroekonomske analize, kao i analize isplativosti projekata.

Važna metoda ovog rada biće i *studija slučaja*. Na primeru nekoliko lokalnih samouprava u Srbiji, kao i na primeru razvijenih evropskih lokalnih samouprava, biće izvučeni zaključci o ključnim preduslovima za uspešno finansiranje investicionih projekata izdavanjem municipalnih obveznica.

Prikupljanje kapitala putem izdavanja municipalnih obveznica će biti teorijski i empirijski analizirano da bi se proverila njegova svrsishodnost u podsticanju ekonomskog razvoja lokalnih samouprava. Sa druge strane, testiranjem putem iskustvenih istraživanja i komparacijom podataka, empirijski će se proveriti da li su municipalne obveznice u ovom trenutku primeren način za finansiranje investicionih projekata lokalnih samouprava u Srbiji.

Rad se sastoji iz deset poglavlja koja razmatraju lokalnu samoupravu i njen razvoj.

U prvom delu će se diskutovati o fenomenu lokalne samouprave, a u okviru toga o javnim dobrima i javnim finansijama i mestu države (lokalne samouprave) u privrednom sistemu tržišnih privreda. Pored toga, analiziraće se fiskalna i finansijska samostalnost lokalnih samouprava u zemljama razvijene tržišne privrede i u Srbiji, sa šansama i preprekama za dalji razvoj lokalnih samouprava u našoj zemlji. Indukcijom navedenih zaključaka iz uvoda dokazaće se potreba partnerskog odnosa lokalnih vlasti sa privatnim investitorima.

Drugi deo rada će se baviti pitanjem lokalnog ekonomskog razvoja i pitanjem koliko se municipalne obveznice mogu koristiti kao instrument lokalnog ekonomskog razvoja. Ovde će se posebna pažnja obratiti na analizu lokalnih samouprava koje su zabeležile veće stope rasta prihoda budžeta i značajne stope smanjenja nezaposlenosti u lokalnoj zajednici u poslednjih nekoliko godina.

Treći deo rada će se baviti komparativnom analizom funkcija, institucija i učesnika na tržištu kapitala, kao i vrstama hartija od vrednosti. Na ovom mestu će se napraviti teorijski prikaz osnovnih karakteristika municipalnih obveznica. Biće izvršeno poređenje sa državnim i korporativnim obveznicama sa aspekta rizika i očekivanog prinosa.

Četvrti deo rada će se baviti deskriptivnim prikazom istorijata nastanka municipalnih obveznica u reprezentativnim zemljama. Konkretizovaće se pojam municipalnih obveznica i analiziraće se različite vrste. Sintezom analiziranih pitanja će se indukovati opšti značaj municipalnih obveznica za razvoj lokalne samouprave.

Peti deo analizira tržište municipalnih obveznica u svetu, zemljama Centralne i Istočne Evrope, kao i u Srbiji i regionu. Komparativnom analizom će se doći do odgovora na važna pitanja kao što su minimalni iznos emisije municipalnih obveznica kao i koji se instrumenti koriste za razvoj ovog segmenta tržišta kapitala. Takođe, pažnja će biti

usmerena i na pitanje da li se municipalne obveznice izdaju putem javne emisije³ i kada je moguće da ih kupuju građani, ili se izdaju profesionalnim investitorima putem privatnog plasmana.

Šesti deo daje komparativni pregled municipalnih obveznica i ostalih načina finansiranja investicionih projekata – donacije, sopstvena sredstva, kreditno zaduženje, privatno javna partnerstva. U ovom delu rada biće naznačene prednosti i nedostaci svih navedenih načina finansiranja investicionih projekata.

Sedmi deo će analizirati zakonski i institucionalni okvir potreban za uspešan razvoj tržišta municipalnih obveznica. Deskriptivno će se prikazati zakonodavni okvir u Americi i EU, iz čega će se indukovati zaključak o potrebnoj klimi jedne države i društva koja želi da kroz municipalne obveznice podstiče svoj razvoj. Pored toga, biće predstavljen domaći regulatorni okvir sa analizom ograničenja za ozbiljniji razvoj ovog segmenta tržišta kapitala. Analiza će biti sprovedena kako iz ugla lokalnih samouprava, tako i iz ugla domaćih investitora, imajući u vidu da nije realno očekivati da se inostrani investitori ozbiljnije uključe u ovaj vid finansiranja. S tim u vezi, biće predstavljena ograničenja lokalnih samouprava za zaduživanje sa jedne, i ograničenja institucionalnih investitora za investiranje sa druge strane. U ovom delu rada biće data analiza neophodnih promena u regulatornom i institucionalnom smislu, kako bi se tržište municipalnih obveznica što bolje razvijalo.

Osmi deo se bavi pitanjem moguće ponude municipalnih obveznica. Ovde će biti predstavljeno trenutno zaduženje lokalnih samouprava i mogućnosti za novo zaduženje. Takođe, biće dat osvrt i na tip projekata koji se do sada finansirao, kao i planovi lokalnih samouprava za nove projekte. U ovom delu biće testirano da li se lokalne samouprave koje su se do sada zadužile brže razvijaju od lokalnih samouprava koje se nisu zaduživale.

Deveti deo analizira potencijal domaćih investitora za kupovinu municipalnih obveznica, koristeći metode bilansne analize. Na ovom nivou razvoja tržišta, nije realno očekivati da se i strani investitori uključe – izuzetak može biti Grad Beograd, ili međunarodne finansijske institucije sa razvojnim motivima kao što su Međunarodna Finansijska Korporacija (*International Financial Corporation – IFC*), Evropska Banka za Obnovu i Razvoj (*European Bank for Reconstruction and Development – EBRD*) i Evropska Investiciona Banka (*European Investment Bank – EIB*). Pitanje uključivanja široke investicione javnosti, odnosno građana je uvek interesantno, i to je faza kroz koju domaće tržište tek treba da prođe. Podsticaj za uključivanje građana u kupovinu municipalnih obveznica svakako jeste Zakon o porezu na dohodak građana, koji eksplicitno izuzima prihod od municipalnih obveznica od oporezivanja. Sa druge strane, i lokalne samouprave treba da uoče da veća participacija građana u odlukama koje se donose znači i veće zadovoljstvo uslugama koje pruža lokalna samouprava.

³ U kom slučaju Komisija za hartije od vrednosti daje prethodnu saglasnost na objavljivanje Prospekta.

Deseti deo koristi metode studije slučaja i analizira konkretna iskustva (dobra i loša) nekoliko razvijenih svetskih gradova i domaćih lokalnih samouprava koje su se do sada zaduživale izdavanjem municipalnih obveznica (Novi Sad, Pančevo, Stara Pazova i Šabac), sa konkretnom strukturom obveznica i finansijskim uslovima izdavanja. Naročita pažnja će se obratiti na javnu ponudu municipalnih obveznica Grada Šapca i Opštine Stara Pazova gde su građani po prvi put dobili mogućnost da kupuju municipalne obveznice.

U zaključku ovog rada, a na bazi svih iznetih činjenica, biće indukovano opšti zaključak o ulozi i mogućim efektima izdavanja municipalnih obveznica kao modela saradnje javnog sektora i privatnih investitora u obezbeđivanju bolje lokalne infrastrukture i usluga, sa jedne, i boljeg načina investiranja slobodnih sredstava, sa druge strane.

1. LOKALNA SAMOUPRAVA

Proučavanje lokalne samouprave ima multidisciplinarni karakter. U postupku njenog izučavanja se koriste znanja politikologije, sociologije, ekonomije i drugih nauka.⁴

Da bi se fenomen lokalne samouprave što bolje razumeo, u ovom poglavlju će biti više reči o temama kao što su javna dobra i javne finansije, mestu lokalne samouprave u modernim državama sa tržišnom privredom, kao i o fiskalnoj i finansijskoj samostalnosti lokalne samouprave u Srbiji. Razmatrajući pomenute teme biće reči i o odnosu lokalne samouprave i centralne vlasti, pitanju decentralizacije, jedinicama i nivoima lokalne samouprave, njenim nadležnostima i organizaciji, kao i o lokalnim izborima.

Evropska povelja o lokalnoj samoupravi (doneta u Strazburu 1985. godine)⁵ je pošla sa stanovišta da je lokalna samouprava jedan od osnovnih temelja svakog demokratskog režima, pa je definisala principe i standarde za funkcionisanje lokalne samouprave.

U poglavlju koje sledi biće ispitano koliko su ti principi i standardi implementirani u funkcionisanju lokalnih samouprava u Srbiji. Takođe, u ovom poglavlju će biti testirana hipoteza da je za uspešan i održiv ekonomski razvoj potrebna dalja decentralizacija vlasti i veća fiskalna i finansijska autonomija lokalne samouprave.

1.1. Javna dobra i javne finansije

Pitanje javnih dobara i javnih finansija je kako ekonomsko, tako i političko pitanje. Ekonomija kao nauka se pre svega bavi alternativnom upotrebom oskudnih resursa. Resursi (dobra) mogu biti privatni (i u tom slučaju se razmenjuju na tržištu) i javni (koji se mogu razmenjivati i na tržištu, ali i putem državne intervencije). Političari uvek teže da značajan deo resursa upravo oni preraspoređuju, jer je njihova uloga u tom slučaju važnija.

Javne finansije obuhvataju aktivnosti države u prikupljanju i trošenju sredstava za državne funkcije i socijalne transfere. Javne finansije su postale naročito interesantna oblast nakon što je državna potrošnja porasla sa manje od 10% BDP (u 1929. godini) na 40-50% (posle II svetskog rata), kada postaju i važna akademska disciplina.⁶

⁴ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 27.

⁵ http://www.coe.org.rs/REPOSITORY/128_evropska_povelja_o_lokalnoj_samoupravi.pdf

⁶ Miroslav Prokopijević (2009), *Javne finansije*, Beograd, str. 2.

Suština javnih finansija jeste finansiranje javnih dobara. Javno dobro je rezultat privredne aktivnosti (za razliku od prirodnih dobara) i ima dva ključna svojstva – neisključivost i nerivalski karakter.⁷ Neisključivost se ogleda u tome što se na određenoj teritoriji ni jedan pojedinac ne može lako isključiti iz korišćenja javnog dobra, dok se nerivalski karakter ogleda u tome što potrošnja nekog javnog dobra od strane jednog pojedinca ne umanjuje njegovu količinu za drugog pojedinca.

U centru pažnje ovog rada će biti javne finansije i javna dobra koje obezbeđuje lokalna samouprava, a optimalna količina javnih dobara za optimalni nivo oporezivanja je suština uspeha savremene lokalne samouprave.

Emitovanje televizijskog programa može biti dobar primer za javno dobro. Pre nego što su postojali digitalni televizijski prijemnici, i kada se za prijem TV signala koristila obična antena, iz korišćenja televizijskog programa se pojedinci nisu mogli lako isključiti – svako ko kupi TV antenu mogao je da (besplatno) gleda TV program (neisključivost). Sa druge strane, postojeći korisnici nisu bili ni na koji način ugroženi ukoliko bi se neko drugi uključio i takođe gledao TV program (nerivalski karakter).

Postoji nekoliko važnih pitanja u vezi javnih dobara, a prvo je pitanje koji je razlog za njihov nastanak. U pojedinim slučajevima, privatni investitori ne mogu da naplate određene usluge, pa onda nisu zainteresovani ni da ih ponude, ili je interes privatnog sektora mali zbog limitiranja cena (od strane države) po kojima se određena dobra mogu nuditi, ili su određene delatnosti prosto zabranjene za privatne firme (vojska, policija...). Sa druge strane, ukoliko je broj učesnika u stvaranju i korišćenju javnih dobara jako veliki, mogućnost da se postigne dogovor i da svi pojedinci plate deo troška je mala.

Na kraju, važno je pomenuti i pitanje eksternalija, odnosno prenosnih efekata – slučaj kada ponašanje jedne osobe posredno deluje na blagostanje druge osobe. Dobar primer za to je situacija u kojoj jedan komšija sagradi bazen na koji poziva svoje prijatelje, i na njemu organizuje druženja do kasno u noć, dok drugi komšija želi da uživa u tišini.

Imajući u vidu prethodno pomenuto, postavlja se pitanje da li će samo tržište naći efikasno rešenje, ili je potrebna pomoć države. Koazova teorema nudi moguć odgovor – tržište će samo (bez pomoći države) uvek naći efikasno rešenje ukoliko su ispunjena dva uslova: da su vlasnička prava utrživa, i da su transakcioni troškovi niski.⁸

U konkretnom primeru vezanom za pomenute komšije, tržište samo može da nađe efikasno rešenje, jer komšija koji je sagradio bazen ima mogućnost da kupi posed svoga suseda, ukoliko ne želi da plaća kazne zbog uznemiravanja komšiluka, ili ukoliko ne

⁷ Miroslav Prokopijević (2009), *Javne finansije*, Beograd, str. 28.

⁸ Miroslav Prokopijević (2009), *Javne finansije*, Beograd, str. 38.

želi da rizikuje da mu se izrekne mera zabrane okupljanja na bazenu od strane države (ukoliko komšija zna političke moćnike).⁹

Ovde svakako treba napraviti distinkciju između klasičnih (čistih) javnih dobara i kvazi javnih dobara.¹⁰ Kod klasičnih javnih dobara oba uslova (neisključivost i nerivalska potrošnja) uvek moraju biti ispunjena, dok kod kvazi javnih dobara jedan od uslova nije zadovoljen.

Kroz istoriju, neka dobra (kao što je televizijski signal) su se pojavljivala u obliku javnih, kvazi javnih i privatnih dobara. Sa razvojem tehnike i tehnologije, mnoga dobra su izgubila karakteristiku neisključivosti, pa bi se moglo očekivati da se i količina javnih dobara smanjila. Međutim, to ne da se nije desilo u praksi, već se količina „javnih dobara“ višestruko multiplikovala. U nastavku teksta, biće sagledani razlozi koji objašnjavaju ovu konstataciju.

Sa čisto ideološkog stanovišta, pripadnici liberalne misli smatraju da se sva dobra mogu nuditi kao privatna, dok pripadnici socijalističkih i komunističkih shvatanja smatraju da većina dobara treba da budu javna. U praksi, činjenica da se državna potrošnja u većini zemalja kreće oko 50% društvenog proizvoda govori u prilog tome da glasači biraju scenario u kome javna dobra zauzimaju značajno mesto (možda čak i više od privatnih dobara).

Gruba podela javnih dobara po segmentima može biti sledeća:¹¹

- Državna administracija u užem smislu (predsednik države, vlada, lokalne vlasti...),
- Službe prinude (vojska, policija, tužilaštvo, sudovi...),
- Socijalne službe (penzije, zdravstvo, osiguranje od nezaposlenosti)
- Institucije koje pružaju usluge iz oblasti obrazovanja, nauke, kulture i sporta,
- Nezavisne državne agencije kao što je centralna banka, komisija za hartije od vrednosti, ombudsman, poverenik za javne informacije, komisija za zaštitu konkurencije.

Ponuda javnih dobara zavisi od nekoliko faktora – tradicije, stepena razvoja, tipa stranke na vlasti, političke stabilnosti...¹² U nekim zemljama ponuda javnih dobara raste, dok u nekim zemljama se sprovodi proces privatizacije – prevođenje državnog vlasništva u privatno i zamena javnih dobara privatnim.

⁹ Međutim, iako ovo obrazloženje deluje prilično logično, to nije sprečilo mnoge lokalne samouprave u Srbiji da iz oskudnog budžeta grade skupe bazene.

¹⁰ Miroslav Prokopijević (2009), *Javne finansije*, Beograd, str 41.

¹¹ Miroslav Prokopijević (2009), *Javne finansije*, Beograd, str 45.

¹² Miroslav Prokopijević (2009), *Javne finansije*, Beograd, str 45.

Ponuda javnih dobara i cena koja se za njih plaća u velikoj meri opredeljuju odluke pojedinaca i kompanija u kojoj lokalnoj samoupravi da žive i privređuju.¹³ Ponuda javnih dobara se obično meri obimom državne potrošnje (udelom državnog budžeta u ukupnom bruto društvenom proizvodu) i brojem ljudi koji je zaposlen u državnom sektoru i javnim preduzećima (u odnosu na ukupan broj zaposlenih).

U zemljama sa visokom stopom nezaposlenosti, radno mesto je od velikog značaja za svakog pojedinca, a „državni posao“ se smatra velikom privilegijom. S tim u vezi, važno je sagledati koliko državna administracija zapošljava radnika (u odnosu na ukupan broj zaposlenih), te gde su ti radnici zaposleni (na centralnom nivou ili u lokalnoj samoupravi).

Tabela 1: Učešće zaposlenih u javnom sektoru (bez javnih preduzeća) u ukupnom broju zaposlenih

SAD	15.63%	15.76%	15.67%	15.53%	15.38%	15.21%	15.21%	15.48%
Nemačka	16.80%	16.72%	16.81%	16.60%	15.85%	15.63%	15.25%	15.02%
Francuska	24.34%	24.53%	24.20%	23.99%	23.99%	24.00%	N/A	N/A
Italija	16.98%	16.79%	16.53%	16.26%	16.11%	15.82%	15.58%	15.32%
Austrija	12.13%	11.82%	11.88%	11.97%	11.89%	11.68%	11.37%	11.39%
Bugarska	28.33%	26.05%	26.94%	24.94%	22.82%	21.48%	19.86%	18.29%
Hrvatska	17.99%	18.39%	17.38%	17.90%	17.32%	17.37%	16.92%	16.99%
Češka	14.53%	14.47%	14.53%	14.54%	14.26%	14.06%	13.80%	13.64%
Danska	30.96%	31.44%	31.26%	30.98%	30.88%	30.44%	30.75%	29.56%
Finska	26.97%	26.91%	27.30%	27.48%	27.01%	26.56%	26.36%	26.31%
Grčka	7.34%	7.37%	7.42%	8.22%	7.93%	8.54%	8.89%	8.60%
Mađarska	21.75%	22.30%	22.34%	22.36%	22.41%	22.00%	21.36%	21.20%
Makedonija	15.35%	16.96%	17.89%	18.59%	18.12%	N/A	N/A	N/A
Holandija	13.16%	13.33%	13.40%	13.26%	13.16%	12.88%	12.51%	12.32%
Norveška	30.94%	30.87%	30.97%	30.89%	30.79%	30.55%	30.33%	30.11%
Poljska	11.73%	11.85%	12.09%	11.85%	11.64%	11.30%	10.78%	10.46%
Portugal	14.08%	14.37%	13.41%	13.53%	13.57%	13.10%	12.74%	12.48%
Rumunija	24.25%	24.78%	23.66%	23.18%	21.03%	20.67%	18.72%	18.39%
Slovačka	20.99%	20.43%	19.39%	18.96%	16.06%	15.85%	15.40%	14.80%
Slovenija	15.22%	15.12%	15.92%	15.26%	15.51%	15.18%	15.16%	15.42%
Španija	14.22%	14.25%	14.37%	14.34%	14.13%	13.58%	13.44%	13.82%
Švedska	28.40%	28.62%	29.17%	29.30%	29.08%	29.26%	27.90%	N/A

¹³ Gerasimos A. Gianakis, Clifford P. McCue (1999), Local Government Budgeting: A Managerial Approach, Querum Books, London, str. 101.

V. Britanija	18.95%	19.20%	19.55%	19.83%	19.97%	19.74%	19.43%	19.19%
Srbija *	N/A	N/A	N/A	11.19%	11.99%	12.03%	14.35%	13.49%
Srbija **	N/A	N/A	N/A	17.37%	18.48%	18.27%	17.96%	19.59%

* javni sektor bez zaposlenih u javnim preduzećima;

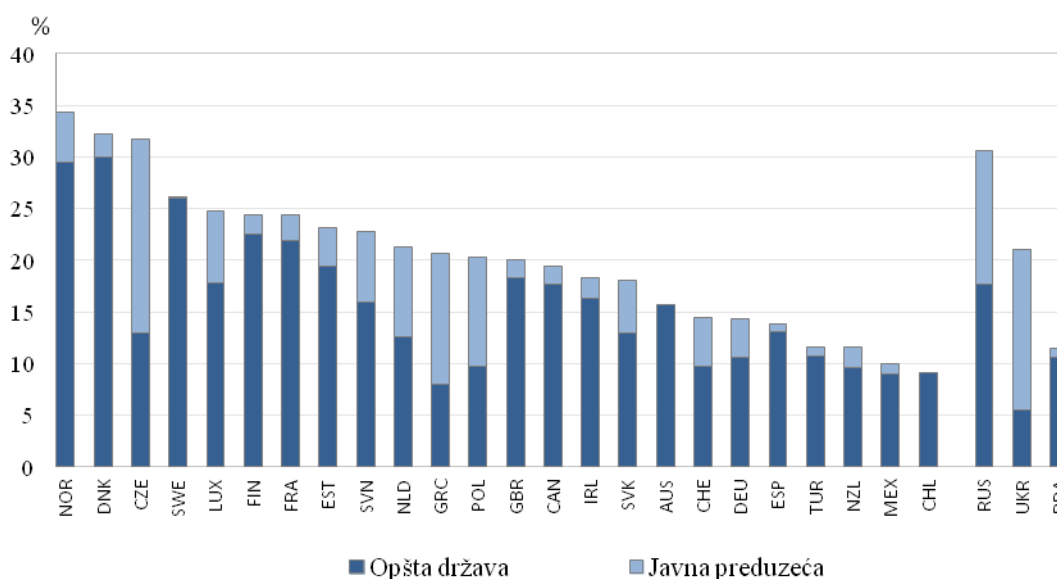
** javni sektor uključujući zaposlene u javnim preduzećima

Izvor: International Labor Office

Iz prethodne tabele može se uočiti da državna administracija učestvuje između 10% (Austrija, Grčka i Poljska) i 30% (Norveška, Švedska i Danska) u ukupnom broju zaposlenih.

Sličnu analizu je krajem 2013. godine pravila i Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (*Organization for Economic Cooperation and Development – OECD*).

Grafikon 1: Učešće zaposlenih u opštoj državnoj upravi i javnim preduzećima u ukupnom broju zaposlenih



Izvor: OECD¹⁴

Kada se uzmu u obzir i zaposleni u javnim preduzećima, Češka se svrstava u grupu zemalja koje zapošljavaju preko 30% svoje radne snage u neprivatnom sektoru. Slična je situacija i u Grčkoj i Poljskoj, gde u opštoj državnoj upravi nije zaposleno puno

¹⁴ OECD (2013), *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing, str. 103.

radnika (ispod 10%), ali sa javnim preduzećima, ukupno zaposleni u neprivatnom sektoru broje više od 20% od ukupnog broja zaposlenih.

Ministarstvo državne uprave i lokalne samouprave Republike Srbije je u junu 2015. godine objavilo dokument pod nazivom „Pozicioni dokument, moderna država – racionalna država“ u kome je analiziran položaj Srbije u odnosu na ostale zemlje. Srbija je krajem 2014. godine zapošljavala u državnoj upravi oko 475 hiljada zaposlenih, od kojih 397 hiljada je bilo zaposleno u centralnoj vlasti, dok 77 hiljada (oko 16%) je bilo zaposleno u lokalnoj samoupravi.

Sledeća tabela sumira podatke o državnoj potrošnji i zapošljavanju u državnoj upravi za Republiku Srbiju.

Tabela 2: Javni rashodi i zapošljavanje u opštoj državi

Srbija	47,4	12,0	7,0	34,2	20,3	1,7
Srbija (nakon smanjenja plata)	46,4	11,0	7,0	34,2	20,3	1,6
Makedonija	35,5	6,0	5,7	35,0	16,3	1,1
Prosek bug, Češka, slovačka	39,3	7,8	6,9	41,7	16,5	1,1
Eu 28	49,3	10,7	8,3	45,2	15,8	1,5
Skandinavske zemlje	52,9	15,2	15,4	54,4	28,1	1,0

Izvor: Pozicioni dokument, moderna država – racionalna država, str. 16,
<http://www.mduls.gov.rs/>

Iz podataka prikazanih u prethodnim tabelama, može se zaključiti da Srbija zapošljava umereni broj zaposlenih u državnoj administraciji u odnosu na ostale zemlje (20% u odnosu na ukupan broj zaposlenih). Međutim, 2008. godine (pre početka ekonomske krize), državna administracija je činila 13,5% od ukupno zaposlenih, ali je u poslednjih sedam godina broj zaposlenih u privredi opadao, a broj zaposlenih u državnoj administraciji rastao.

Sa druge strane, ukoliko se uzme u obzir činjenica da je još oko 250.000 ljudi zaposleno u javnim preduzećima i agencijama koje osniva država, te da je broj zaposlenih u Srbiji (u odnosu na ukupan broj stanovnika) značajno manji nego u razvijenim zemljama, sasvim je opravdana inicijativa za smanjenje zaposlenih u državnoj upravi.

Državna potrošnja, kao procenat BDP-a, takođe daje naznake veličine državne administracije. Velike razlike u ovom pokazatelju ističu različite pristupe zemalja u pružanju javnih dobara i usluga i obezbeđivanju socijalne zaštite, a ne nužno razlike u resursima kojima raspolažu.

Sledeća tabela i grafikon prikazuju učešće državne potrošnje u bruto domaćem proizvodu.

Tabela 3: Državna potrošnja (% BDP-a) za period 2010 – 2014

Australija	36,78	36,98	36,35	36,64	..
Austrija	52,80	50,80	50,90	50,85	52,28
Belgija	52,33	53,41	54,81	54,46	54,37
Kanada	43,26	41,72	41,09	40,67	39,35
Češka	42,97	42,44	43,82	42,32	42,05
Danska	57,06	56,84	58,81	57,08	57,25
Estonija	40,50	37,99	39,82	38,76	38,75
Finska	54,77	54,36	56,14	57,77	58,67
Francuska	56,44	55,92	56,72	57,11	57,26
Nemačka	47,17	44,56	44,19	44,32	43,89
Grčka	52,18	54,01	54,37	60,08	49,35
Mađarska	49,75	49,93	48,72	49,79	50,13
Irska	66,14	46,26	42,33	40,67	39,01
Izrael	41,26	40,99	41,36	41,30	..
Italija	49,85	49,12	50,77	50,94	51,12
Japan	40,70	41,86	41,78	42,34	..
Koreja	31,00	32,35	32,73	31,76	31,95
Luksemburg	43,97	42,33	43,50	43,56	44,17
Meksiko	23,62	23,71	24,39	24,44	..
Holandija	48,21	47,01	47,46	46,79	46,60
Novi Zeland	47,39	43,40	41,79	40,12	..
Norveška	45,01	43,81	42,93	44,04	45,68
Poljska	45,88	43,94	42,89	42,21	41,91
Portugal	51,82	49,98	48,46	50,07	48,96
Slovačka	41,99	40,56	40,20	41,03	41,76
Slovenija	49,30	49,82	48,10	59,70	49,84
Španija	45,62	45,45	47,32	44,30	43,57
Švedska	52,04	51,44	52,59	53,30	52,97
Švajcarska	32,91	32,90	33,21	33,52	..
Turska	40,24	37,37
UK	48,67	46,86	46,96	45,51	44,48

SAD	42,59	41,49	40,06	38,71	..
------------	-------	-------	-------	-------	----

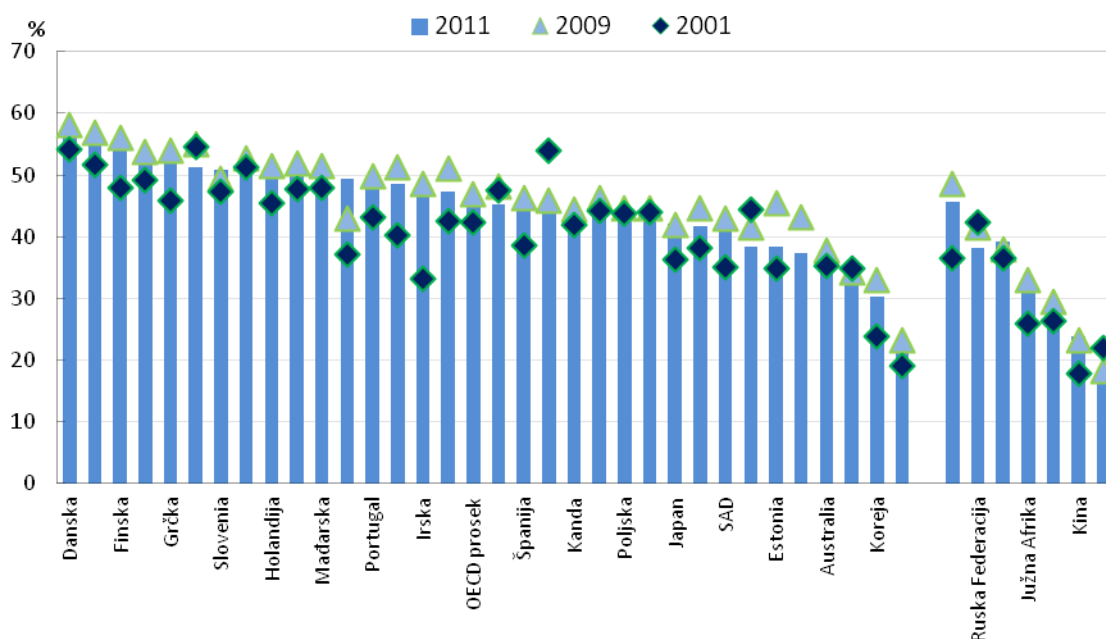
Izvor: OECD, National Accounts at a Glance

Iz prethodne tabele se može videti da postoji velika razlika u državnoj potrošnji između navedenih zemalja, gde one troše između 30 i 60% svojih bruto domaćih proizvoda. U zemlje sa izrazito malom državnom potrošnjom spadaju Meksiko (24,4%), Koreja (31,95%), Švajcarska (33,52%) i Rumunija (ispod 30% iako nije pomenuta u prethodnoj tabeli), dok Finska, Danska i Francuska imaju javnu potrošnju od skoro 60% bruto društvenog proizvoda.

Državna potrošnja u SAD se smanjila u poslednjih nekoliko godina ispod 40% društvenog proizvoda, što daje konkurentnu prednost kompanijama u SAD.

Međutim, prostor za poresku konkurenciju i u zemljama EU je značajan, što pokazuju razlike u stopama državne potrošnje između Rumunije i Švedske. Sa druge strane, važno je istaći da Evropska unija troši oko 1,24% bruto domaćeg proizvoda svojih članica.¹⁵

Grafikon 2: Udeo državne potrošnje u bruto domaćem proizvodu



Izvor: OECD¹⁶

Srbija sa oko 47% državne potrošnje u odnosu na društveni proizvod spada u red zemalja sa umerenom državnom potrošnjom. Međutim, za brži razvoj i konkurentniju privredu, ovaj pokazatelj bi trebao da se približi iznosima Slovačke, Estonije i Turske (a koji je ispod 40%), a što je prikazano na prethodnom grafiku.

¹⁵ Miroslav Prokopijević (2009), *Javne finansije*, Beograd, str 53.

¹⁶ OECD (2013), *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing, str. 75.

Iako je snižavanje državne potrošnje ekonomski izuzetno korisno, ono je politički i socio-ekonomski bolno, pa zbog toga političari na vlasti vrlo nerado pribegavaju takvim programima. Empirijska istraživanja su potvrdila tezu da rast državne potrošnje za 10 procentnih poena smanjuje stopu privrednog rasta za 1%.¹⁷ Analizirani su podaci za 23 zemlje OECD-a u periodu od 1960-96, gde su zemlje sa državnom potrošnjom ispod 25% društvenog proizvoda imale stopu rasta od oko 6,6%, dok su zemlje sa državnom potrošnjom od preko 60% imali rast od najviše 1,6% godišnje.

*

Iz svega navedenog se može zaključiti da Srbija mora raditi na smanjenju državne potrošnje i zapošljavanja zaposlenih u državnoj upravi ukoliko želi da ostvari dinamičniji razvoj u godinama koje slede.

1.2. Mesto lokalne samouprave u modernim državama tržišne privrede

U ovom poglavlju biće reči o centralizovanom i decentralizovanom uređenju države, a biće opisan i odnos lokalne samouprave sa centralnim nivoom vlasti. Posebna pažnja biće posvećena uređenju lokalne samouprave, izbornim modelima i preduzetničkim instrumentima lokalne samouprave.

1.2.1. Centralizacija i decentralizacija

Pod centralizacijom se podrazumeva koncentrisanje vlasti i političke moći na državnom nivou, odnosno koncentracija upravljanja i odlučivanja u jednom centru.

Politička centralizacija označava koncentraciju vlasti u državi, što po pravilu znači slabu autonomiju lokalne vlasti.

Administrativna centralizacija znači upravljanje svim javnim poslovima od strane centralne vlasti, uključujući i lokalna pitanja. Posledice centralizacije se ispoljavaju u slaboj izlaznosti birača na lokalnom nivou (zašto glasati za administraciju koja nema političku moć) i velikoj zavisnosti od centralnog budžeta (umesto finansiranja iz prihoda lokalne samouprave).¹⁸ Proces političke i administrativne centralizacije se može uočiti paralelno sa pojavom prvih država. Naročito vidljivi efekti centralizacije se mogu uočiti u periodu stvaranja prvih apsolutističkih monarhija (XV-XVIII vek).

¹⁷ Miroslav Prokopijević (2000), *Konstitucionalna ekonomija*, E press, Beograd, str 317.

¹⁸ Janice Morphet (2008), *Modern Local Government*, Sage Publications Ltd, London, str. 37.

Centralizacija je u tom periodu bila put kojim je, u ime državnog jedinstva i na temelju učenja o suverenosti države i njene vlasti, država pretvorena u svemoćnu državu. Kroz čitav srednji vek, želji da se centralizuje vlast odupirali su se feudinci i različite autonomne tvorevine. Za lokalne samouprave (slobodne gradove) centralizacija je značila značajno smanjenje njihovih prava na samostalno upravljanje javnim poslovima i javnim finansijama, a koji su do tada bili slobodni od uticaja države.¹⁹

Proces centralizacije je posebno uzeo maha u kontinentalnoj Evropi, u kojoj je početkom XIX veka kao uzor preovladao francuski centralistički model administracije iz Napoleonovog doba.

Tom procesu se jedino uspešno oduprla Engleska, u kojoj je lokalna samouprava uspela da održi visok stepen autonomije, uprkos organizaciji i jačanju vlasti države.²⁰ Industrijska revolucija u Engleskoj je kreirala potrebu za lokalnom administracijom i potrebu za javnim uslugama poput izgradnje puteva, obezbeđivanja električne energije i tretiranja otpadnih voda.²¹

Od XIX veka napušta se koncept preterane centralizacije zbog loših strane koje su bile očigledne, a ogledale su se najviše u birokratizovanju života građana, stavljanja u drugi plan specifičnih potreba lokalnog područja, gubitak interesa kod građana za učešće u javnim poslovima.

Na takvim kritikama su utemeljeni zahtevi za decentralizaciju, odnosno za prenošenje određenih državnih nadležnosti u ruke lokalne samouprave.

Kao dobre strane decentralizacije, najčešće se ističu:²²

- sprečavanje koncentracije političke moći;
- veće slobode građana i njihova veća participacija u upravljanju lokalnim poslovima;
- lokalizacija političkih konflikata;
- zadovoljavanje specifičnih lokalnih zahteva i potreba;
- poboljšanje kvaliteta javnih službi;
- veća fleksibilnost u upravljanju;
- brže i lakše ostvarivanje prava i obaveza građana;
- otvorenost institucija za uticaje građana;
- veća legitimnost odluka koje donosi lokalna vlast.

¹⁹ Andrew M. Coleby (1987), *Central Government and the Localities: Hampshire 1649-1689*, Cambridge Studies in Early Modern British History, Cambridge University Press, Cambridge, str. 48.

²⁰ Bogoljub Milosavljević (2009), *Sistem lokalne samouprave u Srbiji*, Stalna konferencija gradova i opština, Beograd, str. 5-6.

²¹ J. A. Chandler (1992), *Local Government in Liberal Democracies: An Introductory Survey*, Routledge, London, str. 9.

²² Bogoljub Milosavljević (2009), *Sistem lokalne samouprave u Srbiji*, Stalna konferencija gradova i opština, Beograd, str. 7-8.

Nedostaci decentralizacije su razni, a neki od njih su sledeći:

- decentralizovan sistem je skuplji;
- decentralizovan sistem je kompleksniji za upravljanje;
- decentralizovan sistem je manje pogodan za organizovanje javnih službi;
- decentralizacija otežava primenu jedinstvenih standarda u zadovoljavanju potreba građana.

Među mane decentralizacije, odnosno, decentralizovanih sistema, vrlo često se ubraja i veća opasnost od korupcije, mada za to nema dovoljno pouzdanih dokaza.²³

1.2.2. Jedinice i nivoi lokalne samouprave

Većina zemalja ima nekoliko nivoa lokalne vlasti – dva ili tri, a najčešći oblici su opštine, okruzi (distrikti) i regioni.²⁴

Najmanja jedinica vlasti lokalne samouprave je opština. Postoje velike razlike u veličini opština, u zavisnosti od tradicije sa jedne, i ekonomičnosti u pružanju usluga sa druge strane. Veličina varira od opština sa manje od 1.000 stanovnika (Švajcarska, Francuska, Nemačka), preko opština od 1.000 do 5.000 stanovnika (Austrija, Italija, Norveška), pa do relativno velikih opština od 10.000 do 100.000 stanovnika (Švedska, Holandija, Portugalija). Zbog potrebe da se na nivou osnovnih lokalnih zajednica pružaju sve kompleksnije usluge stanovništvu, u velikom broju zemalja dolazi do smanjenja broja i uvećavanja opština.

U okviru opština, nije redak primer da postoje manje jedinice koje se različito nazivaju – u zemljama bivše Jugoslavije se nazivaju mesne zajednice, dok se u anglosaksonskim zemljama nazivaju četvrt, kvart, itd.

Okruzi i distrikti su viši nivoi organizovanja lokalne vlasti. Važno je napomenuti da su okruzi teritorijalni oblici organizovanja vlasti, dok distrikti mogu biti i teritorijalni i funkcionalni (koji se obično formiraju na određeno vreme). Primeri za funkcionalne distrikte su lučke vlasti ili distrikti za isušivanje močvara.²⁵

Regioni predstavljaju najviši stepen organizovanja lokalne samouprave. Oni su obično organizovani unutar jedne države, ali postoje primeri i organizovanja regiona na teritoriji dve ili više država (Francuska, Italija, Švajcarska). Oni su dovoljno veliki nivo

²³ Bogoljub Milosavljević (2009), *Sistem lokalne samouprave u Srbiji*, Stalna konferencija gradova i opština, Beograd, str. 7-8.

²⁴ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 61.

²⁵ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 62.

organizovanja lokalne samouprave da mogu da obavljaju važne funkcije u cilju ekonomskog napretka i povećanja zaposlenosti, tako da se države koje nisu imale regione, prilično trude da uvedu ovaj nivo lokalne samouprave. U skandinavskim državama okruzi (regioni) imaju važnu ulogu u unapređenju visokog obrazovanja kroz saradnju univerziteta i okruga (regiona), kao i u unapređenju elektronske komunikacije.²⁶

Gradovi su izuzetno važan oblik organizovanja lokalne vlasti. U zavisnosti od njihove veličine mogu biti na nivou okruga, ali i na nivou regiona (Pariz) ili federalne države (Berlin, Hamburg, Beč).²⁷ Gradovi su urbane sredine koje raspoložu značajnim finansijskim sredstvima, i obično su kulturni i ekonomski centri.

Da bi se dobio uvid u veličinu i organizaciju različitih nivoa lokalne samouprave, najbolje je navesti nekoliko primera. Austrija ima 2.357 lokalnih samouprava i 9 regiona sa regionalnim parlamentima i vladama. Belgija ima 589 lokalnih samouprava, 10 provincija sa Savetom i Guvernerom i 3 regiona sa regionalnim parlamentom i vladama. Hrvatska ima ukupno 556 gradova i opština i 21 županiju, Češka ima ukupno 6.250 lokalnih samouprava i 14 regiona, Danska ima 98 opština i gradova i 5 regiona. Finska ima 336 lokalnih samouprava i 2 regiona, a Francuska ima ukupno 36.682 lokalne samouprave, 101 departman, 26 regiona. Nemačka ima 11.800 opština i gradova i 16 regiona. Italija ima 8.094 komune (lokalne samouprave), 101 provinciju i 20 regiona. Norveška ima 430 lokalnih samouprava (komuna) i 19 regiona.

Srbija ima 167 opština, 24 grada, 22 okruga i 5 regiona. Pored toga, Srbija ima i autonomnu Pokrajinu Vojvodinu, dok je pitanje Kosova i dalje sporno (na Kosovu se nalazi 23 opštine).

Opštine u Srbiji u proseku imaju prilično veliki broj stanovnika (oko 30.000), ali koji varira od 10.000 na jugu Srbije, pa do 300.000 (Zemun i Novi Beograd). One imaju dovoljnu ekonomsku moć da mogu da budu pokretač privrednog razvoja, da finansiraju određene projekte iz sopstvenih izvora, ali i da se zaduže na finansijskom tržištu.

Gradovi u Srbiji su formirani na bazi dva kriterijuma – veliki broj stanovnika ili da su centri regionalnog razvoja. Loša strana organizacije gradova u Srbiji je velika centralizacija, jer je gradskim opštinama oduzet veliki deo nadležnosti i nemaju mogućnost da samostalno prikupljaju sredstva, već im sve prihode prenosi grad.²⁸

Što se tiče regiona u Srbiji, samo Beograd i Vojvodina imaju svoje izabrane organe vlasti, dok u zapadnom i istočnom regionu organe vlasti imenuju opštine i gradovi u sastavu regiona, kao i Vlada Republike Srbije.

²⁶ A.V. Haug, H. Baldersheim i M. Ogard (2011), *The Rise of Networking Region*, Ashgate Publishing Ltd, Surrey, str. 166.

²⁷ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 62.

²⁸ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 392.

Loša strana organizovanja nadležnosti različitih nivoa lokalne vlasti u Srbiji je i izostanak poštovanja principa subsidijariteta, odnosno principa po kome se što veći broj nadležnosti prenosi na novo vlasti koji je što bliži građanima. Nije dobro što direktore domova zdravlja postavlja nadležno Ministarstvo Vlade – lokalna samouprava bi bolje znala da li su deca i roditelji zadovoljni učinkom ovih državnih službenika. Slična situacija je i sa urbanizmom, ekologijom i ekonomskim razvojem,²⁹ ali to je tema koja će biti više obrađena u narednom poglavlju.

1.2.3. Odnos lokalne samouprave i centralne vlasti

Odnosa između raznih nivoa vlasti je najbolji pokazatelj postojanja unitarne, regionalne ili federalne države. Država, mada značajno smanjenih nadležnosti, danas dobija bitnije i složenije funkcije, kao što su kreiranje strategije održivog razvoja, kreiranje javnih politika, usmeravanje razvoja, koordinacija rada svih nivoa vlasti i regiona, bezbednost, fiskalna i monetarna politika, međunarodna saradnja. Država ove poslove ne može kvalitetno realizovati bez aktivnosti lokalnih vlasti koje opet moraju saradivati sa građanima, te ih uključiti u procese identifikacije potreba i kapaciteta. Slična je situacija sa kreiranjem strategija i projekata razvoja.³⁰

Savremena demokratija zahteva partnerski tip odnosa između lokalne vlasti i države. Ovakav tip odnosa se zasniva na načinu uspostavljanja prioriteta nadležnosti (princip subsidijariteta) u davanju strateški važnih nadležnosti lokalnim vlastima sa punom slobodom u odlučivanju, u načinu obezbeđivanja finansija i političkih odnosa.

U modernim uslovima, neretko, nadnacionalne integracije stvaraju vrlo značajnu saradnju sa lokalnim vlastima u cilju podsticanja ekonomskog razvoja ili realizacije mnoštva raznovrsnih projekata. Nacionalna država kreira okvir za rešavanje problema lokalnih samouprava, te se javlja u ulozi partnera koji treba eventualno da olakša poslove lokalnim vlastima.

Postoje raznovrsni oblici saradnje lokalnih samouprava, a naročito je interesantan proces bratimljenja (*tweenings*). Kroz ovaj proces lokalne samouprave razmenjuju iskustava u podsticanju lokalnog ekonomskog razvoja, školskih programa i drugih projekata.

U poslednjih nekoliko decenija se pojavljuju i projekti prekogranične saradnje, gde se vrši bolje upoznavanje građana Evrope sa načinom života u drugim zemljama.

Evropski Parlament ima kao jedan od najvažnijih organa Komisiju i Savet za lokalnu i regionalnu saradnju.³¹ Danas je ekonomska snaga države velika. U njenoj svojini je

²⁹ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 394.

³⁰ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 66-67.

³¹ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 94.

imovina značajnih, osnovnih industrijskih grana, uslužne delatnosti i infrastrukture.. Država utiče na privatnu proizvodnju i potrošnju, ali i sama učestvuje u proizvodnji.

Pored pitanja koliko javnih dobara „proizvodi“ jedna državna administracija, isto toliko je važno i pitanje koji nivo vlasti je odgovoran za obezbeđenje određenih javnih dobara. U tom smislu, važno je poštovati dva principa – princip **subsidiariteta** i princip **ekonomičnosti**. Princip subsidiariteta znači da određenu ponudu javnih dobara treba da izvrši novo vlasti koji je najbliži građanima, a poslove koje ne može da obavi prenosi na viši nivo vlasti.³² Sa druge strane, princip ekonomičnosti znači da javna dobra treba da ponudi onaj nivo vlasti koji to može da učini po najpovoljnijim uslovima. Kombinacijom ova dva kriterijuma se dobija optimalna struktura ponude javnih dobara.

U grupi zemalja članica EU15³³ na nivou centralne vlasti se prikuplja oko 52% svih javnih prihoda, fondovi socijalnog i drugog osiguranja čine oko 30%, federalne jedinice oko 7%, dok lokalne samouprave prikupljaju oko 10%.³⁴ Ova grupa zemalja ostvaruje poreske prihode najviše od rada (50%), iz potrošnje (30%) i od kapitala (20%).³⁵

Tri najvažnija poreza su svakako porez na dodatu vrednost (PDV), porez na korporativnu dobit i porez na dohodak pojedinca. Dok su stope PDV- a uglavnom slične u svim zemljama članicama EU (oko 20%), postoje velike razlike u porezima na korporativnu dobit³⁶ i porezu na dohodak građana.³⁷

S tim u vezi, fiskalni federalizam nam govori o tome koliko je prisutna diversifikacija i konkurencija u oporezivanju i javnim izdacima. Vertikalni fiskalni federalizam predstavlja konkurenciju različitih nivoa vlasti za javna sredstva (od opštine do centralne vlasti). Sa druge strane, horizontalni fiskalni federalizam je izraz konkurencije između istog nivoa vlasti (konkurencija između opština, regiona, federalnih jedinica).³⁸

Iako je horizontalni fiskalni federalizam prisutan svuda u svetu, SAD se ipak ističu u tom pogledu, gde je jedan od dobrih primera američka država Delaver. Sa sniženim porezima, lakšim procesom osnivanja kompanija i dobrim sudovima, Delaver je

³² Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 44.

³³ EU-15 zemlje su: Austrija, Belgija, Danska, Finska, Francuska, Nemačka, Grčka, Irska, Italija, Luksemburg, Holandija, Portugal, Španija, Švedska i Velika Britanija.

³⁴ Ovde postoji velika razlika između pojedinih zemalja gde Danska, Švedska, Španija, Nemačka i Belgija imaju oko 30% javne potrošnje na nivou lokalne vlasti, dok Grčka i Kipar izdvajaju samo 1% poreskih prihoda za lokalni nivo.

³⁵ Miroslav Prokopijević (2009), *Javne finansije*, Beograd, str 49-50.

³⁶ Bugarska, Kipar i Irska imaju najmanje stope, oko 10%, dok Nemačka ima najveću stopu od skoro 39%.

³⁷ Rumunija ima 16% poreza na dohodak građana, dok je u Danskoj taj porez oko 60%.

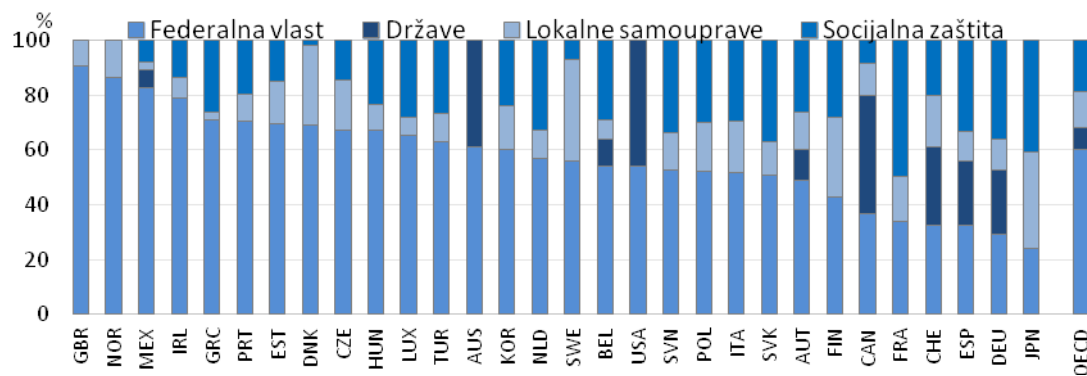
³⁸ Miroslav Prokopijević (2009), *Javne finansije*, Beograd, str 107.

privukao više od 50% američkih kompanija koje se listiraju³⁹ na berzi da svoje sedišta presele u ovu državu.⁴⁰

Postoji velika razlika između zemalja članica Evropske Unije u pogledu učešća lokalnih vlasti u ukupnim javnim finansijama. U nekim zemljama lokalne vlasti učestvuju i sa manje od 10% od ukupnih javnih rashoda (Turska, Irska, Grčka), dok u nekim zemljama lokalne vlasti upravljaju i sa preko 40% javnih rashoda (Švedska 49%, Finska 40% i Danska 63%). U SAD, državna potrošnja na federalnom nivou iznosi oko 50% ukupne javne potrošnje, države troše oko 25%, dok je lokalnim samoupravama na raspolaganju 25% javnih sredstava.⁴¹

Pregled državnih prihoda i rashoda na različitim nivoima vlasti je dat u grafikonima koji slede (za SAD i Australiju je prikazan zbirni iznos za nivo države i lokalnih samouprava).

Grafikon 3: Učešće različitih nivoa državne vlasti u ukupnim državnim prihodima



Izvor:OECD⁴²

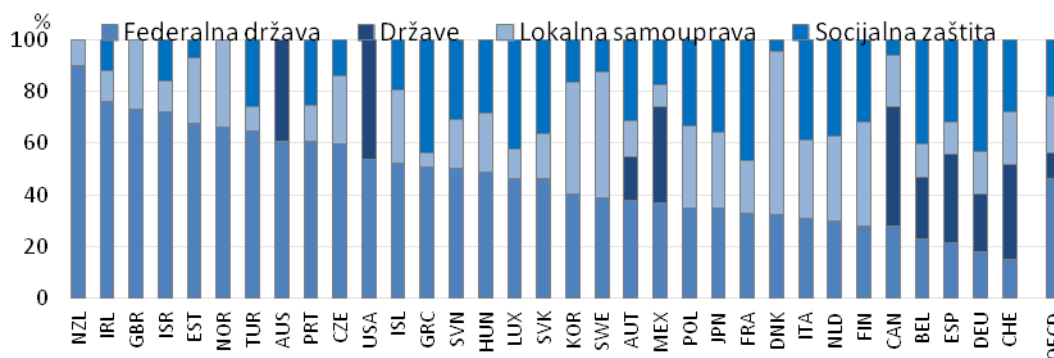
Grafikon 4: Učešće različitih nivoa državne vlasti u ukupnim državnim rashodima

³⁹ Listiranje na berzi znači da su određena hartije od vrednosti primljene na tržište berze koja organizuje njihovo trgovanje.

⁴⁰ <http://en.wikipedia.org/wiki/Delaware>

⁴¹ <http://www.usgovernmentspending.com/>

⁴² OECD (2013), *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing, str. 79, http://www.oecd-ilibrary.org/governance/government-at-a-glance-2013_gov_glance-2013-en.

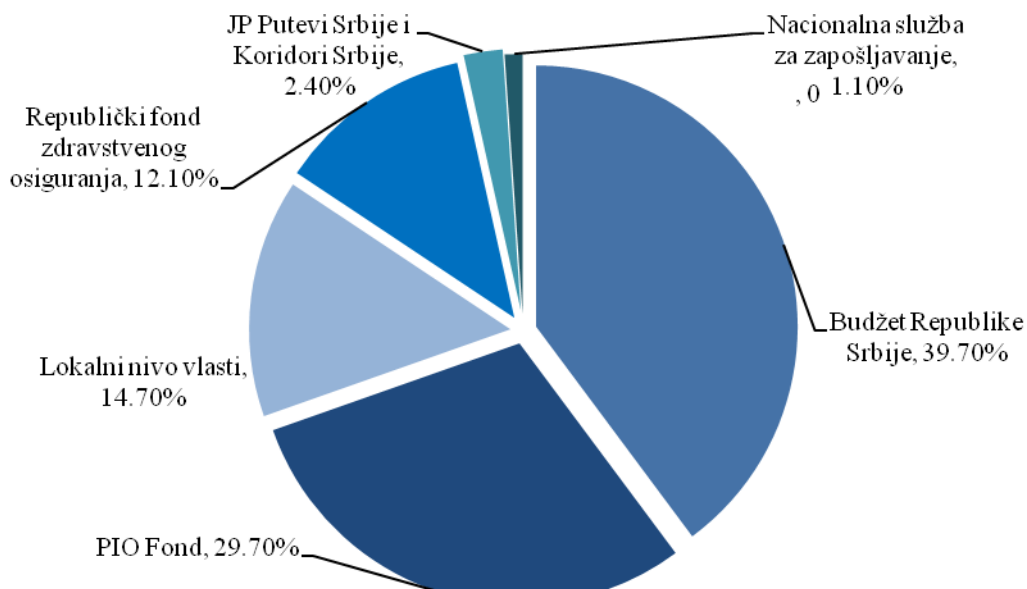


Izvor:OECD⁴³

Prosek učešća lokalnih samouprava u ukupnim državnim rashodima za zemlje članice OECD-a je oko 21,6%.

Sa nekih 15% potrošnje na lokalnom nivou, Srbija spada u red zemalja sa srednjim nivoom decentralizacije. Međutim, sa tim se ne treba zadovoljiti, već u skladu sa principom subsidijariteta, treba slediti primer Skandinavskih zemalja i povećati učešće lokalnih samouprava u ukupnim državnim prihodima i rashodima.

Grafikon 5: Struktura državne potrošnje u Srbiji, na 31.12.2014. godine



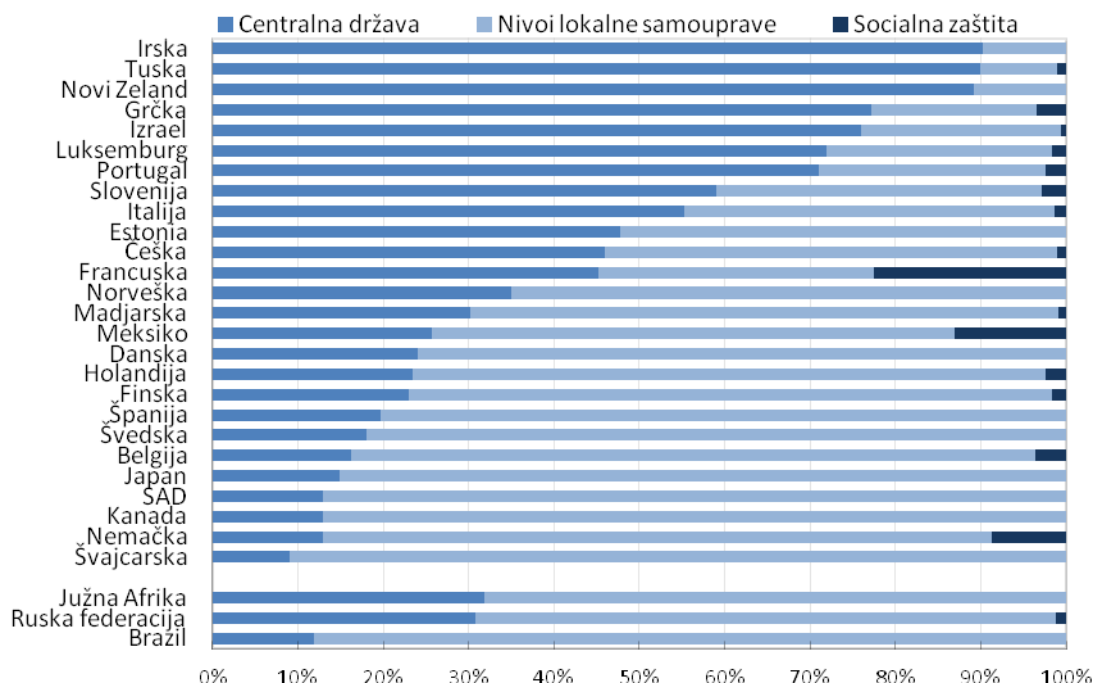
Izvor: Ministarstvo finansija RS, Bilten Javnih finansija, decembar 2014, str 49

⁴³ OECD (2013), *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing, str. 79, http://www.oecd-ilibrary.org/governance/government-at-a-glance-2013_gov_glance-2013-en.

Sličan pokazatelj stepena decentralizacije u Srbiji je i učešće broja zaposlenih na lokalnom nivou (16%) u odnosu na ukupan broj zaposlenih u državnoj upravi (oko 500 hiljada). Međutim, razvijene zemlje, poput SAD i Švedske, zapošljavaju na lokalnom nivou oko 64% ukupno zaposlenih u državnoj administraciji.

Ako pogledamo pitanje zaposlenosti u državnoj upravi sa druge strane, odnosno ako želimo da vidimo koji broj zaposlenih radi u centralnoj državnoj administraciji, a koji u nižim nivoima vlasti, doći će se do takođe interesantnih podataka. Naime, Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (*Organization for Economic Cooperation and Development* – OECD) je u svojoj studiji iz 2013. godine došla do podataka koji su prikazani u sledećem grafikonu.

Grafikon 6: Učešće zaposlenih na različitim nivoima državne uprave



Izvor: OECD⁴⁴

Švajcarska je dobar primer gde u centralnoj državnoj administraciji radi manje od 10% ukupno zaposlenih u državnoj administraciji. Ovaj dobar primer slede Nemačka, Kanada i SAD (sa oko 12% zaposlenih na federalnom nivou).

⁴⁴ OECD (2013), *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing, str. 105.

Rekorderi po broju zaposlenih na centralnom državnom nivou su Turska i Irska, sa gotovo 90% zaposlenih u centralnoj državnoj administraciji, a što je slično sa strukturom koju imamo u Srbiji danas. Slovenija, na centralom nivou zapošljava oko 60% svoje administracije.

O fiskalnoj centralizaciji ili decentralizaciji biće više reči u nastavku ovog rada. Međutim, na ovom mestu još jednom treba napomenuti da je tržište uspešnije od države i da ona dobra koja privatne kompanije mogu uspešno da ponude na tržištu, država ne treba da proglašava za „javna dobra“. Ovo važi i za lokalnu samoupravu, pa tako lokalna samouprava ne treba da bude konkurent privatnom sektoru, već njegov partner (kroz privatno javna partnerstva, koncesije...) i njegova podrška (stvaranjem ambijenta u kome se komunalne usluge brzo i ekonomično pružaju, i gde su lokalni porezi svedeni na prihvatljivu meru).

*

Iz svega prethodno navedenog, očigledno je da zemlje koje imaju veći stepen decentralizacije (posmatrano kroz prizmu oba pokazatelja – učešće lokalne samouprave u ukupnim javnim prihodima/rashodima⁴⁵, kao i broj zaposlenih u lokalnoj samoupravi u odnosu na ukupan broj zaposlenih u javnom sektoru⁴⁶) pripadaju skupu razvijenih zemalja sveta.

Iako Srbija spada u red srednje (de)centralizovanih zemalja po učešću lokalne samouprave u ukupnim javnim rashodima/prihodima, ona spada u grupu najcentralizovanijih zemalja po učešću zaposlenih na centralnom nivou vlasti u odnosu na ukupan broj zaposlenih u javnom sektoru.

S tim u vezi, za dalji ekonomski razvoj Srbije potrebno je učiniti i odlučne korake u pravcu decentralizacije.

⁴⁵ Dobar primer su Skandinavske zemlje

⁴⁶ Primer dobre prakse su Nemačka i Švajcarska

1.2.4. Nadležnosti i organizacija lokalne vlasti

Lokalne vlasti imaju nadležnosti da utiču na osnovna pitanja koja se tiču načina života svojih građana. Naročito važna pitanja su svakako obrazovanje, zdravstvo, kultura, sport i rekreacija, obezbeđivanje komunalne infrastrukture, saobraćajnica, zelenih površina i čiste životne sredine, pitanje snabdevanje vodom, gasom, električnom energijom, pitanje bezbednosti ljudi, otvaranje novih radnih mesta, zapošljavanje, itd.⁴⁷

Lokalna samouprava mora pružati usluge na efektivan način (najvažnije usluge za sredstva kojim raspolaže) , efikasan način (uz najmanje utroška sredstava) i pravičan način (da su usluge dostupne svim građanima).⁴⁸

Da bi se stekao dobar utisak o nadležnostima lokalne vlasti u Srbiji, vrlo je ilustrativna programska klasifikacija koja se po prvi put uvodi sa izradom budžeta lokalnih samouprava za 2015. godinu. Sve nadležnosti lokalne samouprave su razvrstane u 15 programa.⁴⁹

- Program 1. Lokalni razvoj i prostorno planiranje
- Program 2. Komunalna delatnost
- Program 3. Lokalni ekonomski razvoj
- Program 4. Razvoj turizma
- Program 5. Razvoj poljoprivrede
- Program 6. Zaštita životne sredine
- Program 7. Putna infrastruktura
- Program 8. Predškolsko vaspitanje
- Program 9. Osnovno obrazovanje
- Program 10. Srednje obrazovanje
- Program 11. Socijalna i dečja zaštita
- Program 12. Primarna zdravstvena zaštita
- Program 13. Razvoj kulture
- Program 14. Razvoj sporta i omladine
- Program 15. Lokalna samouprava

Svaki od navedenih programa ima određen broj programskih aktivnosti i projekata, pa se uvidom u Aneks 5 Uputstva za izradu programskog budžeta koje je pripremila

⁴⁷ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 67.

⁴⁸ Ann O'M. Bowman, Richard C. Kearney (2010), *State and Local Government, 8th Edition*, Wadsworth Publishing, Boston, str. 3.

⁴⁹ Ministarstvo finansija Republike Srbije, *Uputstvo za pripremu Programskog budžeta za lokalne vlasti za 2015. godinu*.

Ministarstvo finansija Republike Srbije može steći prava slika o nadležnostima lokalne samouprave u Srbiji.

Sa druge strane, važno je analizirati koliko sredstava lokalna samouprava troši na određene oblasti za koje je nadležna. S tim u vezi, analizirani su podaci iz OECD baze podataka, kao i podaci za 45 lokalnih samouprava u Srbiji (navedeni podaci za 45 lokalnih samouprava u AP Vojvodini se odnose na planirani budžet za 2015. godinu).

Grafikon 7: Struktura rashoda lokalnih samouprava



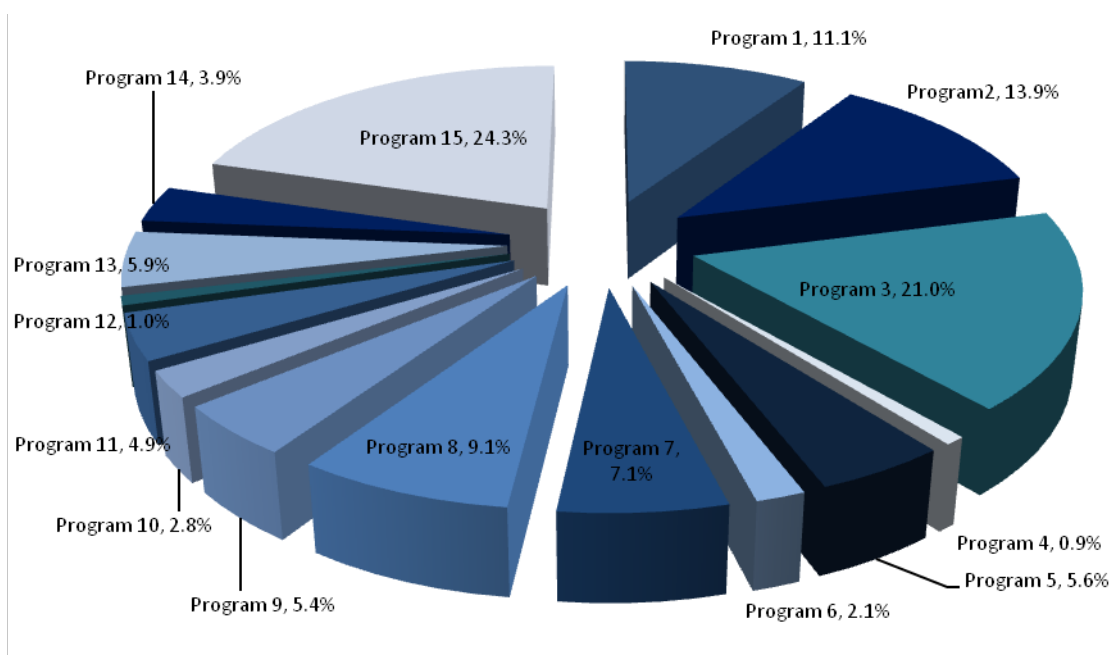
Izvor: OECD⁵⁰

Iz prethodnog grafikona je evidentno da lokalne samouprave u OECD zemljama najviše sredstava troše na obrazovanje, socijalnu zaštitu i ekonomski razvoj.

Sa druge strane, struktura potrošnje lokalnih samouprava u Srbiji je nešto drugačija.

⁵⁰ OECD Working papers (2013), *Sub-National Finances and Fiscal Consolidation – Walking on thin ice*, OECD Publishing, st. 12.

Grafikon 8: Programska struktura budžetske potrošnje za JLS na teritoriji AP Vojvodine



Izvor: UFAS⁵¹

Najveći broj posmatranih lokalnih samouprava je ukupne troškove zaposlenih razvrstao u Program 15, Funkcionisanje lokalne samouprave, tako da je razumljivo da je učešće ovog Programa (24,3%) najveće. Međutim, na osnovu učešća ostalih Programa u strukturi budžeta lokalnih samouprava sa teritorije AP Vojvodine, može se zaključiti za koje nadležnosti lokalne samouprave izdvajaju najviše sredstava.

Lokalne samouprave u AP Vojvodini 13,5% svog budžeta izdvajaju za održavanje i unapređenje komunalne infrastrukture (Program 2), a 11,1% budžete se izdvaja za lokalni razvoj i prostorno planiranje (Program 1). Od ostalih programa, važno je izdvojiti Program 8 (Predškolsko obrazovanje) sa 9,1% učešća u budžetu lokalnih samouprava u AP Vojvodini, kao i Program 7 (Putna infrastruktura) sa 7,1%.

⁵¹ UFAS - Udruženje Finansijskih Analitičara Srbije (2015), *Evaluacija i monitoring planirane budžetske potrošnje na programskoj osnovi za jedinice lokalne samouprave na teritoriji AP Vojvodina za 2015. godinu.*

Uvođenje programskog budžeta je omogućilo lakše i transparentnije praćenje potrošnje lokalnih samouprava, ali i praćenje ostvarenih rezultata preko ciljeva i indikatora koji su od 2015. godine po prvi put sastavni deo budžeta lokalnih samouprava.

Organi lokalne vlasti

Organi lokalne vlasti mogu biti: predstavnički (zakonodavni), izvršni i sudski (izvorno su to arbitraže). Lokalna vlast je organizovana po istim principima organizacije kao i ona koja je dominantna kod ostalih nivoa organizacije državnih vlasti (podela, ravnoteža i uzajamna kontrola).

Najvažniji organ lokalne vlasti je predstavnički i taj organ predstavlja građane, vodi politiku, donosi odluke, propise, akta, i slično. U najvećem broju slučajeva, predstavnički organ je skupština lokalne samouprave, a postoje i savet i veće.

Izvršni organ je kolektivni organ koji neizostavno obavlja funkciju vlade lokalne samouprave (opštine, grada), a neretko ima nazive: izvršno veće, izvršni odbor, i slično.

Upravni organi su državni organi vlasti locirani u opštini (to su razni sekretarijati, departmani, direkcije, inspekcije, itd.).

Sudski organi su kako državni (npr. opštinski sudovi), tako i samoupravni organi sudstva koji su prva stepenica na kojoj se spor može rešiti bez odlaska na sudove (mirovna veća, arbitraže).

*

U predstavničke organe spadaju skupština, savet i veće. Oni su kreatori lokalne javne politike, donose strategije razvoja lokalne samouprave, uređuju sve oblasti i nadležnosti lokalne vlasti donoseći normativne akte, dokumente i neophodne odluke.

Predstavnički organi kontrolišu rad izvršnih organa, administracije i vrednuju konačne efekte usluga koje se pružaju građanima. Ovi organi se najčešće biraju na opštim, neposrednim i tajnim lokalnim izborima.

Odnos između broja poslanika u ovim telima i građana koji ih biraju ukazuje na stepen posrednosti demokratije, odnosno na mogućnost da običan građanin bude izabran. U većim gradovima je ova posrednost je svakako veća.

I u ovom slučaju se anglosaksonski sistem mnogo razlikuje od evropskog, kontinentalnog sistema, jer ovaj prvi sistem daje izuzetnu važnost izvršnim organima, dok predstavničke skoro marginalizuje. U američkom sistemu je čak i naziv “skupština“

zamenjen nazivom “veće“ (*council*) koji aludira na manje nadležnosti i neznatnu vlast. Veća američkih lokalnih zajednica, ali i megalopolisa su za evropska shvatanja prilično mala, pa broje od 5-12 članova.

Posebno pitanje je i način izbora predstavničkih tela u SAD, gde najčešće svaki deo grada dobija svog predstavnika.

U Evropi su, pak, predstavnički organi (skupštine) brojniji, a proces izbora predstavničkih organa ima veći značaj. U lokalnim zajednicama Nemačke i Francuske je prisutno tzv. “panaširanje“, što predstavlja složen izborni sistem otvorenih lista uz mogućnost dopisivanja novih kandidata. Glasачima je ostavljen period od najčešće mesec dana da se upoznaju sa svim kandidatima i da u svojim domovima popune glasačke listiće. Oni raspoređuju svoje glasove tako što svakom kandidatu mogu dati jedan, dva ili tri glasa, a ukupan broj glasova je jednak broju članova skupštine tog grada (opštine). Ovako, svaki glasač bira svoju idealnu skupštinu, a posledica ovakvog glasanja je da glasove dobijaju kvalitetni pojedinci.⁵²

Na lokalnim izborima pripadnici partija se bore za što veći broj mesta u predstavničkom telu bez velikog vezivanja za programe političkih partija.

Način izbora je predmet stalnih debata, međutim najvažniji su većinski, proporcionalni i mešoviti. Navedeni modeli svakako imaju svoje varijacije. Većinski izbori su dugo bili vrlo popularni i partije koje su dobijale većinu, dobijale su i najveći broj predstavnika i samostalno formirale izvršnu vlast (po principu pobednik nosi sve).

Vremenom, većinski izbori su zamenjeni proporcionalnim, pa je tako obezbeđeno bolje predstavljanje manjih partija, marginalizovanih delova populacije, delova opštine ili nekih specifičnih interesa. Najčešći način za uključivanje „manjinskih partija“ u rad predstavničkih organa lokalne samouprave je uspostavljanje manjeg cenzusa za ove partije u odnosu na cenzus za druge političke partije.

Političke partije su uglavnom od velikog značaja za sprovođenje izbora, predlaganje kandidata, sastavljanje lista, itd. Međutim, u pojedinim zemljama sveta političke partije često ne učestvuju na lokalnim izborima, tako da u SAD 66% lokalnih izbora su nepartijski. U Evropi su lokalni izbori uglavnom partijski, ali postoje razna pravila o ograničavanju preteranog uticaja partija na rad i funkcionisanje lokalnih vlasti.

Mandat predstavničkog tela obično je 4 godine, mada ima i drugih primera. Dužina trajanja mandata članova skupštine je najčešće usaglašena i vezana sa mandatom drugih organa vlasti. Tako, na primer, u holandskim opštinama i gradovima, skupština se bira

⁵² Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 69.

na 4 godine, dok se gradonačelnik i članovi Izvršnog odbora biraju na 6 godina. Sa druge strane u austrijskim opštinama i gradovima je situacija obrnuta, gde se skupština bira na 6 godina, a Gradonačelnik i Izvršni odbor na 3 godine.

Predstavničko telo se bavi svim pitanjima koja su u nadležnosti Grada (Opštine) uopšte, pretresa ih, rešava sporne probleme, donosi zakone, odluke i podzakonska akta. Predstavnička tela obično imaju dva odbora, mada ima i slučajeva da je to jedinstveno telo, bez odbora, kao što je slučaj u Austriji.

Pored odbora, Skupštine imaju i druga radna tela, kao što su Sekcije i Komisije koje se bave nekim od pitanja rada Skupštine. U rad Skupštine se neretko uključuju i razni društveni subjekti, kada se raspravlja o temama koje ih se posebno tiču, sa mogućnošću raspravljanja, podnošenja predloga, inicijativa, itd. Ovaj način rada je poslednjih desetak godina postao sve prisutniji u radu veća velikih gradova razvijenih svetskih zemalja.

U novije vreme se primenjuju i razne inovacije u oblast participacije građana sa ciljem jačanja lokalne demokratije (institucije građanskih inicijativa,⁵³ savetodavnog referendum, peticija, itd.). Pri veću često postoji i savetodavno telo koje sačinjavaju stručnjaci iz raznih oblasti, koji daju savete, rade studije i analize, te tako olakšavaju proces donošenja kvalitetnih odluka.⁵⁴ Nije retka situacija gde se u rad veća uključuju i predstavnici lokalne privrede.⁵⁵

Izvršni organi su najčešće kolektivni organi koji se biraju iz sastava Veća. Ovaj organ može da nosi naziv Izvršno veće, Izvršni savet, Izvršni odbor, itd., ali uvek ima funkciju Gradske vlade.

Izvršni organ ima nadležnost da sprovodi politiku koju je utvrdilo zakonodavno, predstavničko telo. Pored toga, on treba da kontroliše rad upravnih organa i da obezbeđuje normalno funkcionisanje javnih službi, priprema budžet, odobrava izdatke i podnosi završni račun, te predstavlja lokalnu samoupravu pred zakonom.

Na čelu izvršnog organa su najčešće pojedinci koji se nazivaju: Gradonačelnici, Majori, Meri, Predsednici, itd.

⁵³ O građanskim inicijativama vidi - Roger L. Kemp (2003), *Community renewal through municipal investment*, McFerland and Co, Inc, Publishers, North Carolina.

⁵⁴ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 70-72.

⁵⁵ Iako je ideja o participaciji građana na lokalnom nivou nesumnjivo dobra zamisao, i u razvijenim tržišnim privredama ovu ideju nije lako sprovesti u praksi. Ovo proizilazi pre svega iz činjenice da na lokalnu vlast nacionalne političke stranke uvek imaju značajan uticaj, pa to kao posledicu ima slabu izlaznost građana na lokalnim izborima – videti Howard Elcock (1994), *Local Government: Policy and Management in Local Authorities*, Routledge, London, poglavlje Local Authorities and Public.

Izbor gradonačelnika može biti posredan (kada ga bira skupština - *slab Gradonačelnik*) ili direktan (biraju ga građani - *jak gradonačelnik*). U zavisnosti od načina izbora Gradonačelnika on ima manje ili više istaknutu ulogu, prava i dužnosti.

Direktno birani gradonačelnik (*jak gradonačelnik*) je američki model, ali je 80-tih godina prošlog veka veliki broj evropskih zemalja prihvatio ovaj model izbora, uvidevši mnogobrojne prednosti. To je slučaj sa gradovima Italije, Nemačke i Velike Britanije.

Gradonačelnik može biti i imenovan, kao na primer u Hagu (Holandija), gde Gradonačelnika imenuje Kraljica posle konsultovanja Pokrajinskog komesara sa Većem.

U američkom modelu ne postoji Izvršni odbor, dok je u evropskim lokalnim samoupravama veoma čest. Danas se veliki deo izvršnih i upravnih poslova prenosi na tržište, privatne agencije ili razna javno-privatna partnerstva.

U modelu posrednog izbora, Gradonačelnik može biti osoba koja je prilikom izbora imala veći broj glasova, kao što je slučaj u švajcarskim, francuskim, švedskim i nekim italijanskim opštinama i gradovima. U takvoj situaciji gradonačelnik je prvi među jednakima. Nekad predsednik pobedničke partije na izborima automatski postaje Gradonačelnik.

Postoji i rešenje po kom se ovo lice bira kao poseban organ, ali iz sastava predstavničkog tela (u Grčkoj, Irskoj, nekim španskim gradovima, itd.). Sva pomenuta rešenja stvaraju tzv. slabog Gradonačelnika jer na kraju dana on u velikoj meri zavisi od tela koje ga bira.

Nosioci izvršne vlasti mogu biti manje ili više samostalni. Kada su najsamostalniji, čak i tada se na njih primenjuju značajne mere kontrole zakonitosti i kvaliteta rada.⁵⁶

Što se tiče **upravnih organa**, oni ostvaruju direktan kontakt sa građanima, pa je od neizmernog značaja njihov kvalitet i način rada. Lokalne vlasti se trude da uvođenjem standarda pružaju što bolji kvalitet usluga i da građanima minimiziraju neprijatnosti koje su povezane sa šalterskim radom. U ove poslove se sve više uključuju privatne agencije i preduzeća koji preko konkursa dobijaju šanse da pružaju neke od ovih usluga.

U mnogim zemljama razvijene tržišne privrede, u lokalnim samoupravama postoje tzv. informacioni centri, kao i jednošalterske službe (*onestop shop*). U prvima, građani mogu dobiti sve neophodne informacije, dok u drugima ove službe pojednostavljaju izdavanja dokumenata i rešavanje drugih upravnih poslova objedinjujući ih na jednom šalteru oslanjajući se na pristup „bolje da se kreću papiri, a ne građani“.

⁵⁶ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 74-76.

Savremena tehnologija je omogućila uvođenje elektronske uprave kojom se omogućava odličan uvid u procedure lokalne vlasti, strukture, olakšava se dostupnost informacija i dokumenata, te se znatno podiže kvalitet javnih usluga građanima. Uvođenje elektronske uprave olakšava zadovoljavanje raznovrsnih potreba građana, a lokalne vlasti lakše obavljaju svoje poslove.

Ovakva modernizacija zahteva formiranje kvalitetnih baza podataka, obuku službenika i političara, ali i građana, i dovodi do izuzetnih efekata. Sistem elektronske uprave uspostavlja transparentan i pregledan sistem pružanja usluga.⁵⁷

U savremenim modelima organizacije lokalne vlasti možemo videti pokušaje da se pronađe način za što efikasnije i efektivnije upravljanje lokalnom samoupravom.

Postoji više različitih **modela organizacije** lokalnih vlasti, ali nekoliko modela je najviše prihvaćeno u praksi:⁵⁸

- Model skupština – gradonačelnik (kroz dva oblika, jaka skupština – slab gradonačelnik, i jak gradonačelnik - slaba skupština),
- Menadžer – skupština model,
- Komisijski model.

Model skupština – gradonačelnik se najviše javlja u evropskim zemljama, gde se kod oblika jaka skupština – slab gradonačelnik, sam gradonačelnik bira iz sastava skupštine.

Drugi oblik (jak gradonačelnik – slaba skupština) je sve prisutniji, i on je dominantan model u Americi. Kod ovog oblika, gradonačelnik se direktno bira, pa je njegova uloga vrlo značajna. Zbog agilnosti i preduzetničkih potencijala, ovaj model se sve više preporučuje za zemlje u tranziciji, naročito u uslovima krize.

Menadžer – skupština model je najviše zastupljen u Americi, mada ima sve više uticaja i u Evropi. Gradskog menadžera može postaviti (i smeniti) gradonačelnik ili skupština. On je školovani profesionalac i ima široka ovlašćenja i nadležnosti, a sa većem i gradonačelnikom ima partnerski odnos.

Komisijski model vodi poreklo iz Francuske, i njega odlikuje činjenica da je nosilac zakonodavne i izvršne vlasti jedan kolektivni organ (Commision). Ovaj model nije preterano efikasan, i prisutan je pre svega kod određenog broja malih i srednjih opština i gradova.

*

U Srbiji je zastupljen model skupština – gradonačelnik, pri čemu je pozicija gradonačelnika često predmet političke trgovine između stranaka koje formiraju

⁵⁷ Snežana Đorđević (2012), Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli, Čigoja, Beograd, str. 75.

⁵⁸ Snežana Đorđević (2012), Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli, Čigoja, Beograd, str. 76.

vladajuću koaliciju. Prelazak na model direktnog izbora gradonačelnika bi verovatno doneo preduzetnički potencijal lokalnim samoupravama u Srbiji.

1.3. Fiskalna i finansijska samostalnost lokalne samouprave u modernim državama tržišne privrede i u Srbiji

Finansijska samostalnost lokalne samouprave je jedan od najvažnijih preduslova autonomije lokalnih vlasti. Kako bi lokalna samouprava mogla da pruža usluge svojim građanima, ona mora imati dovoljno sredstava na raspolaganju.

Postojanje finansijske autonomije je važna pretpostavka političke autonomije i finansijska sredstva su neka od najvažnijih poluga moći i faktora koji usmeravaju političke procese u lokalnim zajednicama. Finansijska autonomija znači postojanje dovoljnih, stalnih i sigurnih finansija za lokalnu zajednicu. Ona znači da lokalna samouprava ima sopstvene izvore prihoda i državna davanja.

Finansijska autonomija podrazumeva pravo grada ili opštine da sami određuju svoje poreze, utvrđuju stopu poreza i ubiraju ih. Postojanje ovog indikatora, odnosno vida autonomije lokalnih vlasti, je i indikator veće preduzetničke samostalnosti gradova i opština, koja je od kraja XX veka postala važna za sve lokalne vlasti.⁵⁹

Lokalne finansije su organizovane na različite načine u zavisnosti od tradicije ekonomskih institucija u određenoj zemlji, ali i od tipa i tradicije same lokalne samouprave. Osnovna podela je na centralistički i decentralistički tip.⁶⁰

Centralistički model je zastupljen u situaciji kada se najveći deo budžeta lokalne samouprave prikuplja od poreza koje država ubira i koje u vidu raznih davanja, prenosi lokalnim vlastima. Dobar primer za ovaj tip finansiranja lokalne samouprave se može naći u Italiji i Holandiji. U pomenutim zemljama 70% budžeta lokalne samouprave čine državna davanja.

Evropska unija se bori protiv ovakvih modela, jer oni ne obezbeđuju potrebnu samostalnost lokalne samouprave. U takvim slučajevima se kaže da su lokalne vlasti finansijski zavisne od centralne (državne) vlasti. Davanja mogu biti različita, od namenskih pa do opštih davanja koje lokalne vlasti mogu koristiti po svom nahođenju.

Centralna država neretko putem novca i sistema lokalnih finansija pokušava da kontroliše lokalnu vlast i otuda je autonomija i zaštita od intervencije države na ovom

59 Snežana Đorđević (2012), *Savremene urbane studije - preduzetnički, kreativni, demokratski gradovi*, Čigoja, Beograd, str. 156.

60 Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 79.

polju od neizmernog značaja za autonomiju lokalne samouprave. U tom aspektu su davanja bez ograničenja najpovoljnija po autonomiju lokalnih vlasti.

Decentralistički model je onaj kojim se budžet lokalne samouprave puni velikim delom iz izvornih prihoda. Ovaj model podrazumeva da lokalne vlasti imaju pravo na izvorne poreze, pravo da samostalno utvrđuju stopu tih poreza i da ih samostalno ubiraju (u tom slučaju mora da postoji lokalna poreska uprava).

Procenat državnih davanja može da varira, kao i vrsta davanja (namenska, nenamenska, davanja po formuli, po konkursu, transferu, itd.). U SAD postoje razne vrste davanja kojima se lokalne vlasti podstiču da strateški osmišljavaju sve delatnosti i na toj bazi kreiraju projekte, da konstantno mere učinke rada, da upotrebljavaju konkurenciju javnih i privatnih organizacija i agencija, baš kao i potencijale neprofitnih organizacija u svom radu, realizujući time ulogu lidera. Ovaj način davanja je obezbedio daleko veću efikasnost u korišćenju javnih finansija i stvorio preduslove za bolji kvalitet usluga.⁶¹

Uključivanje građana u proces odlučivanja o prihodima i rashodima je značajan instrument demokratizacije gradova i opština. U osmišljavanju optimalnog seta usluga neretko se koristi Pareto model optimalne raspodele javnih dobara od strane lokalnih vlasti. Ekonomski pokazatelji ukazuju da je u procesu obezbeđivanja usluga od velikog značaja povećavanje efikasnosti, minimiziranje cena usluga (danas tehnologija služi ovoj svrsi) i podizanje kvaliteta.

Zakon o finansiranju lokalne samouprave je u Srbiji znatno povećao finansijsku autonomiju lokalnih vlasti. Zakon je usvojen 2006. godine, menjan i dopunjen 2011. i 2012. godine. Ovaj zakon je lokalnim vlastima obezbedio stabilan sistem finansiranja i stvorio preduslove za uključivanje građana u donošenje odluka od ključnog značaja za dalji razvoj lokalne samouprave.⁶²

Od ključnog značaja je pravo lokalnih samouprava da samostalno prikupljaju izvorne prihode. Sa druge strane, lokalne vlasti su dobile mogućnost da kroz utvrđivanje stope izvornih poreza međusobno konkurišu za investicije i nova radna mesta. Na kraju, Fond za ujednačavanje obezbeđuje veće prihode siromašnijim opštinama kako bi i one mogli da obavljaju sve funkcije iz svoje nadležnosti.

Radi pravne sigurnosti poreskih obveznika stope poreza na imovinu na teritoriji lokalne samouprave su limitirane. Opštine utvrđuju stope svojom odlukom, kao i geografske zone na koje se primenjuju različite poreske osnovice.⁶³

⁶¹ Snežana Đorđević (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd, str. 79-80.

⁶² Snežana Đorđević (2009), *Priručnik za moderno upravljanje lokalnim ekonomskim razvojem*, Čigoja, Beograd, str. 21.

⁶³ <http://www.politika.rs/rubrike/Nekretnine/t34298.lt.html> (pregledano: 29. jun 2013.).

Danas svi razvijeniji i dobro vođeni gradovi i opštine imaju svoj zvanični internet sajt, na kom su podaci o finansijama lokalne zajednice dati u čitljivom, razumljivom vidu, te ih je vrlo jednostavno tumačiti i pratiti. Pored toga, kod savremenih lokalnih zajednica otvoreno je i uključivanje građana u proces redistribucije. U jednom broju zemalja čak postoji i poreski referendum, kao oblik uzajamne saradnje građana i lokalnih vlasti po pitanju lokalnih finansija.

U interesu svake opštine i grada je da budu što bogatiji, da imaju razvijenu privredu i sektor usluga, da nude što kvalitetnije a jeftinije usluge i robe, a da izbalansiraju visinu poreza. Porezi ne smeju da budu visoki kako građani ne bi bili nezadovoljni, a sa druge strane, potrebno je da se njima obezbede dovoljna sredstva za poslove koje lokalne vlasti obavljaju i usluge koje pružaju građanima.

Fiskalna samostalnost i održivost lokalnih finansija je važna ne samo za lokalnu administraciju već i za građane. Stabilne lokalne finansije indirektno doprinose i rastu cena nekretnina,⁶⁴ od čega imaju koristi i građani (koji poseduju te nekretnine) i lokalna samouprava (koja ubira porez na imovinu).

Način ubiranja poreza na teritoriji lokalne samouprave zavisi od ostvarene centralizacije u društvu, od tradicionalne uloge države u društvu, kao i od tradicije lokalne samouprave.

U zemljama sa tradicionalno razvijenim lokalnim zajednicama (sa izraženom decentralizacijom), lokalne vlasti su zadržale primat u sakupljanju poreza, tako da su i opštine i gradovi finansijski nezavisne od države. Takve su lokalne samouprave u SAD (gde lokalne samouprave prikupljaju preko 66% budžeta lokalne zajednice), Islandu, Danskoj, Finskoj, Norveškoj, Švajcarskoj, Švedskoj (gde lokalne vlasti prikupljaju preko 75% budžeta).

Zemlje sa tradicionalno izraženom centralizacijom u kojima država ima primat pri sakupljanju poreza, imaju manju finansijsku autonomiju lokalnih samouprava. Porezi su "neuralgična tačka"⁶⁵ ne samo lokalne već i nacionalnih politika. Otuda se može razumeti oprez lokalnih i centralnih vlasti u rešavanju ovih pitanja. Sve je češća primena tzv. poreskog referenduma kao važnog instrumenta uključivanja građana u utvrđivanje vrste i stope poreza, uz analizu kvaliteta usluga i rada javnih službi.

Rezultati poreskih referenduma u Švajcarskoj, SAD, ali i evropskim zemljama, dovode do smanjenja poreza i njihovog balansa sa inflacijom. Rezultati i posledice poreskih referenduma u američkim gradovima su raznovrsni, i doveli su kako do odbijanja

⁶⁴ Beth Walter Honadle, Beverly Cigler, James M. Costa (2003), *Fiscal Health for Local Governments*, Elsevier Academic Press, San Diego, str. 5.

⁶⁵ Snežana Đorđević (2012), *Savremene urbane studije - preduzetnički, kreativni, demokratski gradovi*, Čigoja, Beograd, str. 162.

povećanja, tako i do odobravanja visokih stopa poreza za pojedine vrste usluga, za pojedine lokalne službe ili poslove.⁶⁶

Poreska politika je značajan mehanizam države kojim se utiče na ekonomski razvoj. Sa druge strane, za lokalne političare je vrlo važno pitanje nezaposlenosti i stanja ekonomije, pa nije redak slučaj da ishod lokalnih izbora značajno zavisi od poreskih pitanja.

U Nemačkoj je oporezovan korporativni profit, a u Francuskoj korporativni porezi čine veliki deo nacionalnog budžeta. Sa druge strane, Engleska vlada ima rešenje koje se naziva “*community change*”, a po kom je svaki građanin dužan da odvajja jednak deo svojih primanja u svrhu poreza. Ovo je nepravedan sistem, koji za rezultat ima nezadovoljne građane, jer su porezi jednaki za sve, bez obzira na socijalni stalež, bogatstvo i druge performanse.

Lokalni porezi i finansije predstavljaju suštinski vrlo značajno političko pitanje. Veliki broj istraživanja na tu temu je doveo do zaključka da građanima porezi uopšte teško padaju, ali i pored toga građani znaju da su porezi neophodni za funkcionisanje državne uprave. Svest o korisnosti poreza je posebno izražena ako je građanima omogućeno da imaju uvid gde se tako prikupljena finansijska sredstva troše. Zadovoljstvo građana može porasti kada lokalne vlasti ulažu velike napore kako bi podstakle ekonomski razvoj, otvorile nova radna mesta i unapredile opšti kvalitet života.

Finansiranje lokalne samouprave u Srbiji

Ustav Republike Srbije utvrđuje da se poslovi, odnosno nadležnosti svih nivoa vlasti finansiraju iz poreza i drugih zakonom utvrđenih prihoda, kao i da se za pomenute namene sredstva mogu obezbediti kroz zaduživanje (javni dug).⁶⁷

Svakom od nivoa vlasti pripadaju određene vrste poreza i drugih javnih prihoda u formi izvornih prihoda, a pored toga, jedinice lokalne samouprave se finansiraju i iz budžeta Republike i autonomne pokrajine. Svi prihodi i rashodi Republike, pokrajine i jedinica lokalne samouprave mogu biti prikazani u njihovim budžetima, čije izvršenje kontroliše Državna revizorska inspekcija.

Budžet je instrument kojim se predviđaju i odobravaju prihodi i rashodi lokalnih samouprava za određeni vremenski period. Ovaj period je najčešće godinu dana, mada je sve više prisutna tendencija pravljenja budžeta za tri godine. *Zakon o budžetskom*

⁶⁶ Snežana Đorđević (2012), Savremene urbane studije - preduzetnički, kreativni, demokratski gradovi, Čigoja, Beograd, str 162.

⁶⁷ Ustavom je predviđena mogućnost zaduživanja jedinica lokalne samouprave i građana.

sistemu utvrđuje pravila za pripremanje, donošenje, izvršenje, kontrolu i reviziju budžeta.

Lokalne vlasti pripremaju i donose budžet u skladu sa budžetskim kalendarom (od 15. juna do 25. decembra za narednu godinu). Ukoliko skupština ne donese budžet pre početka fiskalne godine, prelazi se na privremeno finansiranje, koje može da traje maksimalno prva tri meseca.

Jedinice lokalne samouprave dužne su i da formiraju sopstvene poreske službe, kao i organ nadležan za finansije.

Lokalne samouprave obezbeđuju sredstva za svoje funkcionisanje iz izvornih i ustupljenih prihoda, kao i po osnovu transfera i primanja po osnovu zaduživanja. Uz to, opštinama i gradovima na području autonomne pokrajine određena sredstva obezbeđuje pokrajina, a ona im može dodeliti i namenski transfer.

Najvažniji izvorni prihodi su:

- porez na imovinu,
- lokalna administrativna taksa,
- lokalna komunalna taksa,
- boravišna taksa,
- naknada za korišćenje javnih dobara,
- koncesiona naknada,
- prihodi na osnovu donacija,
- novčane kazne izrečene u prekršajnom postupku na teritoriji jedinice lokalne samouprave,
- prihodi po osnovu samodoprinosu,⁶⁸
- prihodi po osnovu prodaje i izdavanja pokretnih i nepokretnih stvari koje koriste jedinice lokalne samouprave,
- prihodi nastali prodajom usluga budžetskih korisnika fizičkim i pravnim licima.⁶⁹

Stope izvornih prihoda utvrđuje skupština jedinice lokalne samouprave u skladu sa Zakonom o finansiranju lokalne samouprave.

Visinu ustupljenih prihoda i transfernih sredstava utvrđuje Republika. Ustupljeni prihodi su republički prihodi, koji se delom ili u celosti ustupaju opštinama i gradovima na čijoj su teritoriji ostvareni (na primer 80% od poreza na zarade).

Transferi su precizno utvrđeni procenti budžeta koji se redistribuiraju lokalnoj samoupravi. Transferi su nenamenski (transfer za ujednačavanje, opšti transfer,

⁶⁸ Samodoprinosa je participacija građana u rešavanju problema lokalne zajednice, i on ne mora biti isključivo u novcu, nego i u robi, radu, prevoznickim i drugim uslugama.

⁶⁹ Član 6. Zakona o finansiranju lokalne samouprave.

kompenzacioni transfer i transfer solidarnosti) i namenski.⁷⁰ Godišnji iznos ukupnog nenamenskog transfera, koji predstavlja obračunsku kategoriju za raspodelu sredstava jedinicama lokalne samouprave, iznosi 1,7% ostvarenog bruto domaćeg proizvoda prema poslednjem objavljenom podatku republičkog organa nadležnog za poslove statistike.⁷¹

Prihodi budžeta se raspoređuju na rashode za pojedine namene i korisnike. Razlikuju se direktni korisnici budžeta (organi i službe opština i gradova) i indirektni korisnici budžeta (ustanove, javna preduzeća osnovana od strane lokalne vlasti, mesne zajednice, direkcije i budžetski fondovi koje osniva lokalna vlast...).

Svi budžetski korisnici su u obavezi da pripremaju godišnje finansijske planove. Indirektni korisnici budžeta svoje planove obavezno dostavljaju direktnim korisnicima.

Da bi se proučila struktura prihoda lokalnih samouprava u Srbiji, analizirani su budžeti gradova za koje su bili dostupni podaci za 2014. godinu (Beograd i 20 gradova).

Što se tiče raspodele prihoda između svih lokalnih samouprava u Srbiji, Beogradu pripada oko 26%, gradovima 34%, dok sve ostale opštine imaju oko 40% prihoda.

Tabela 4: Prihodi lokalnih samouprava u Srbiji (milioni evra)

Beograd	504	26%
Gradovi	664	34%
Opštine	784	40%

Zajedno sa prihodima AP Vojvodine (479 miliona evra), lokalna samouprava ima prihode od oko 15% ukupnih javnih prihoda u Republici Srbiji (konsolidovani budžet iznos 15,6 milijardi evra). U tabeli koja sledi, prikazan je odnos prihoda ovih gradova, i to izvornih, ustupljenih i transfera.

Tabela 5: Struktura prihoda gradova u Srbiji (u evrima)

Beograd	194.315.710	39%	291.965.033	58%	17.508.687	3%	503.789.430
Novi Sad	61.864.550	47%	60.455.439	46%	8.066.987	6%	130.386.976
Kragujevac	13.172.612	33%	20.251.064	50%	7.003.323	17%	40.426.998
Subotica	13.161.238	38%	18.474.714	53%	3.376.734	10%	35.012.686
Leskovac	5.396.265	23%	9.391.749	40%	8.715.533	37%	23.503.546

⁷⁰ Član 2. Zakona o finansiranju lokalne samouprave.

⁷¹ Član 37. Zakona o finansiranju lokalne samouprave.

Čačak	7.404.145	35%	10.957.765	52%	2.735.135	13%	21.097.045
Kraljevo	6.307.079	27%	10.636.306	45%	6.438.163	28%	23.381.548
Kruševac	7.718.579	33%	11.597.881	49%	4.311.728	18%	23.628.188
Loznica	4.555.024	30%	5.876.794	39%	4.776.911	31%	15.208.729
Novi Pazar	4.913.164	35%	4.622.866	33%	4.557.529	32%	14.093.560
Pančevo	8.942.693	35%	15.824.231	61%	1.081.007	4%	25.847.931
Požarevac	15.304.167	57%	10.161.237	38%	1.443.241	5%	26.908.645
Šabac	8.354.598	39%	10.742.314	50%	2.558.088	12%	21.655.000
Smederevo	7.257.211	31%	12.497.843	53%	3.877.014	16%	23.632.068
Sombor	6.640.271	38%	7.520.110	43%	3.510.296	20%	17.670.677
Sremska Mitrovica	7.785.041	38%	9.468.135	46%	3.443.656	17%	20.696.832
Užice	6.448.088	36%	9.540.478	53%	2.161.299	12%	18.149.865
Valjevo	4.304.557	25%	9.504.840	54%	3.635.770	21%	17.445.167
Vranje	4.768.653	30%	7.088.713	45%	4.014.724	25%	15.872.090
Zaječar	4.874.283	38%	5.098.468	40%	2.855.984	22%	12.828.735
Zrenjanin	11.822.984	41%	14.526.312	51%	2.414.948	8%	28.764.244
Prosek		36%		48%		16%	

Izvor: Završni računi gradova za 2014. godinu

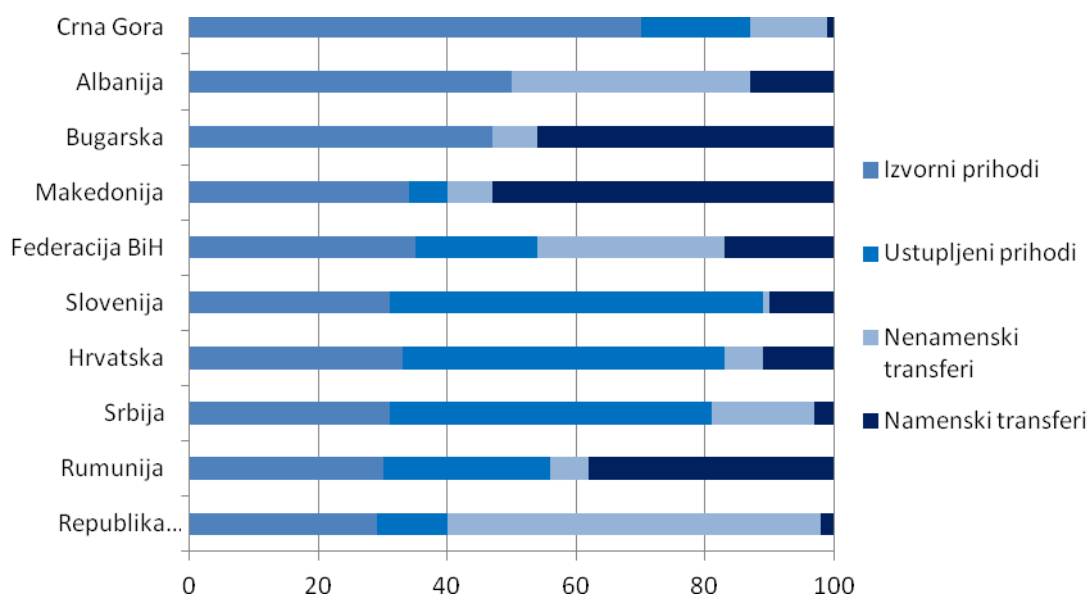
Posmatrani gradovi u Srbiji imaju u proseku 36% izvornih prihoda, što je nešto više u odnosu na prosek svih lokalnih samouprava u Srbiji (oko 30%). Najsamostalniji gradovi gledano po učešću sopstvenih prihoda u ukupnim prihodima su Požarevac (57%), Novi Sad (47%) i Zrenjanin (41%), dok najmanje sopstvenih prihoda ubiraju Leskovac (23%), Valjevo (25%) i Kraljevo (27%).

Za ustupljene prihode je naročito bila važna izmena Zakona o finansiranju lokalne samouprave iz 2011. godine kada je učešće lokalne samouprave u porezu na dohodak građana uvećano sa 40% na 80%, pa sada ustupljeni prihodi čine gotovo 50% ukupnih prihoda lokalnih samouprava u Srbiji.

Transferi čine oko 20% ukupnih prihoda svih lokalnih samouprava u Srbiji, ali je za pomenute gradove taj iznos nešto manji – 16%. Najveću zavisnost od transfera sa centralnog nivoa vlasti imaju Leskovac (37%) i Loznica (31%).

Ovakva struktura prihoda lokalne samouprave (sa samo 20% prihoda po osnovu transfera) svrstava Srbiju u red zemalja sa prilično samostalnim lokalnim finansijama. Naredni grafikon predstavlja strukturu prihoda lokalnih samouprava i za ostale zemlje u regionu.

Grafikon 9: Struktura prihoda (u %) lokalnih samouprava na kraju 2013. godine



Izvor: Nalas⁷²

Od posmatranih deset zemalja, samo u 4 zemlje bivše Jugoslavije (Srbija, Hrvatska, Slovenija i Crna Gora) lokalne samouprave imaju učešće sopstvenih i ustupljenih prihoda više od 80%. Lokalne samouprave u Albaniji i Bugarskoj imaju vrlo visoko učešće sopstvenih prihoda (oko 50%), ali one nemaju ustupljene prihode, tako da transferi čine takođe 50% ukupnih prihoda. Transferi čine preko 50% ukupnih prihoda u Makedoniji i Republici Srpskoj.

Što se same strukture izvornih prihoda tiče, porez na imovinu čini u svim ovim zemljama vrlo važan deo izvornih prihoda. U Rumuniji, Sloveniji i Bugarskoj, porez na imovinu čini oko 30% izvornih prihoda lokalne samouprave, dok je u Srbiji ovaj porez

⁷² Nalas (2015), *Fiscal decentralization indicators for South East Europe 2006-2013*, četvrto izdanje, str 22.

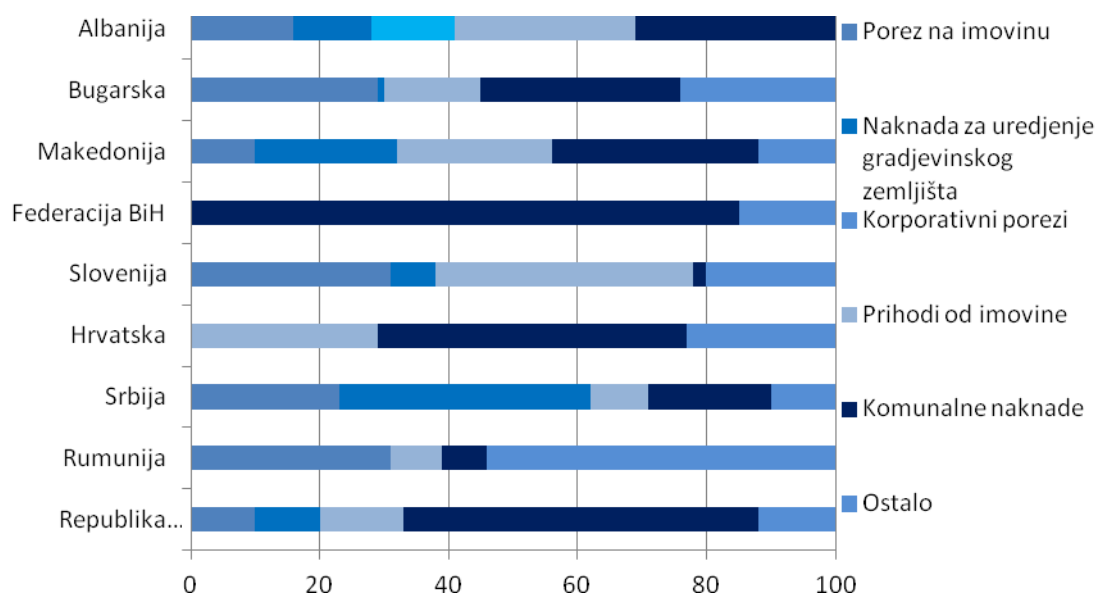
oko 20% izvornih prihoda. U Hrvatskoj i Federaciji BiH, lokalne samouprave ne ubiraju porez na imovinu.

Komunalne naknade čine preko jedne trećine izvornih prihoda lokalne samouprave gotovo u svim posmatranim zemljama, a najveće učešće imaju u Federaciji BiH i Republici Srpskoj. Komunalne naknade čine ispod 20% izvornih prihoda lokalnih samouprava u Srbiji, i tu može biti prostor za dodatne prihode.

Lokalne samouprave u Srbiji imaju skoro 40% izvornih prihoda od naknade za uređenje građevinskog zemljišta, a u Sloveniji isto toliko prihoda po osnovu imovine u vlasništvu lokalnih samouprava.

Zanimljivo je istaći da u Albaniji lokalne samouprave imaju određene izvorne prihoda i po osnovu korporativnih poreza. Navedena analiza je predstavljena u grafikonu koja sledi.

Grafikon 10: Struktura izvornih prihoda (u%) lokalnih samouprava



Izvor: Nalas⁷³

U cilju daljeg razvoja fiskalne i finansijske samostalnosti lokalnih samouprava u Srbiji, moguće je razmotriti koje prihode je moguće preneti u njihovu punu nadležnost. Najbolji „kandidati“ za prelazak u izvorne prihode lokalne samouprave su svakako porez na prenos apsolutnih prava i porez na nasleđe i poklon. Prihodi od ovih poreza i danas u potpunosti pripadaju lokalnim samoupravama (100%), ali ih naplaćuje

⁷³ Nalas (2015), *Fiscal decentralization indicators for South East Europe 2006-2013*, četvrto izdanje, str 23.

republička Poreska uprava. Ukoliko naplatu ovih poreza preuzmu da rade lokalne poreske uprave, verovatno bi bile efikasnije, jer inače ceo prihod pripada njima.⁷⁴

Pored ovih poreza i porez na dohodak građana bi u perspektivi mogao da u potpunosti pripadne lokalnim samoupravama, imajući u vidu da trenutno 80% tog poreza dobija lokalna samouprava.

Interesantan je primer Albanije gde prihodi po osnovu korporativnih poreza pripadaju lokalnoj samoupravi. Kako porez na dobit čini 3,4% konsolidovanih javnih prihoda u Srbiji, ovaj porez takođe može biti prenet u nadležnost lokalne samouprave.

Ukoliko bi lokalne samouprave imale pod svojom kontrolom porez na prenos apsolutnih prava i porez na nasleđe i poklon, kao i porez na dohodak građana i porez na dobit, horizontalna fiskalna konkurencija bi mogla da dođe do punog izražaja u Srbiji. Međutim, određeni broj lokalnih samouprava u Srbiji pravi prilično ambiciozne planove budžeta koji se kasnije ne ostvare, a sve sa ciljem da na većem nivou projektovanih rashoda politički čelnici imaju veće diskreciono pravo da raspolažu budžetskim sredstvima. Pregled planiranih i izvršenih prihoda budžeta za gradove u Srbiji je predstavljen u tabeli koja sledi.

Tabela 6: Pregled plana i izvršenja budžeta za gradove u Srbiji

1	Beograd	64.262.014.487	60.937.513.000	94,8%
2	Novi Sad	16.474.479.000	15.255.486.209	92,6%
3	Niš	8.418.166.000	9.283.431.000	110,3%
4	Kragujevac	7.280.892.815	4.889.986.073	67,2%
5	Kraljevo	3.060.494.000	2.828.192.000	92,4%
6	Zrenjanin	3.998.555.000	3.495.058.000	87,4%
7	Subotica	4.597.133.000	3.995.422.000	86,9%
8	Pančevo	4.168.016.212	3.869.210.066	92,8%
9	Leskovac	2.897.573.000	2.675.165.735	92,3%
10	Jagodina	N/A	N/A	
11	Smederevo	2.899.300.000	2.684.668.834	92,6%
12	Šabac	2.644.327.232	2.400.830.232	90,8%
13	Čačak	3.021.815.000	2.523.489.126	83,5%
14	Kruševac	2.859.000.000	2.644.678.991	92,5%
15	Požarevac	2.459.247.000	3.261.179.000	132,6%
16	Sombor	2.539.981.793	2.143.437.147	84,4%

⁷⁴ U nekim slučajevima rešenja za porez na prenos apsolutnih prava kasne i po nekoliko godina od momenta kada obveznici podnesu prijavu.

17	Valjevo	2.191.662.658	2.200.110.000	100,4%
18	Uzice	2.068.990.000	2.253.731.000	108,9%
19	S. Mitrovica	2.473.539.676	2.167.226.028	87,6%
20	Vranje	1.992.870.000	1.921.107.163	96,4%
21	Novi Pazar	1.889.557.000	1.704.733.000	90,2%
22	Zaječar	2.381.821.000	1.524.418.000	64,0%
23	Loznica	1.991.889.331	1.667.896.810	83,7%
		146.571.324.204	136.326.969.413	93,0%

Izvor: Odluke o završnim računima i rebalansi gradova

Za navedene gradove izvor podataka su bile Odluke o završnom računu, izuzev za gradove Niš, Smederevo, Šabac, Kruševac, Valjevo i Loznica za koje su korišćeni poslednji rebalansi budžeta.

Za gradove koji imaju izvršenje budžeta u granicama od 90% do 110% od planiranog budžeta možemo reći da se proces planiranja i usvajanja budžeta odgovorno sprovodi.

Međutim, u gradovima gde je izvršenje budžeta ispod 70% od planiranog iznosa (Kragujevac i Zaječar) može se zaključiti da je budžet više bio rezultat želja gradskih čelnika nego ozbiljnog procesa. Mogući razlozi za loše planiranje i za neizvršavanje budžeta u planiranom iznosu mogu ležati i u činjenici da u situaciji kada se budžet u startu suviše ambiciozno planira, postoji dovoljno prostora da se opravdaju visoki troškovi državne administracije. U procesu ocene rizika lokalne samouprave, ovaj pokazatelj svakako treba da ima svoje mesto.

*

Na bazi navedenih podataka i već istaknutih zaključaka, može se konstatovati da je u ovom poglavlju dokazana hipoteza da je za uspešan i održiv ekonomski razvoj potrebna dalja decentralizacija vlasti i veća fiskalna i finansijska autonomija lokalne samouprave u Srbiji. Iako Srbija ne zaostaje puno za razvijenim zemljama kada se posmatra potrošnja na nivou lokalne samouprave u odnosu na ukupnu javnu potrošnju, kao i u slučaju učešća transfera u ukupnim prihodima lokalne samouprave, puno prostora za unapređenje postoji kod broja zaposlenih u lokalnoj samoupravi u odnosu na ukupan broj zaposlenih u javnom sektoru.

Imajući u vidu navedeno, svojevrsan je paradoks da su se srpski političari odlučili da prvo racionalizuju i smanje broj zaposlenih u lokalnim samoupravama, a da za buduće generacije ostave pitanje partijskog zapošljavanja u centralnoj vlasti i javnim preduzećima.

2. INSTRUMENTI LOKALNOG EKONOMSKOG RAZVOJA

Nakon što su u uvodnom delu ovog rada obrađene teme javnih dobara i javnih finansija, mesta lokalne samouprave u modernim tržišnim privredama, ovaj deo rada će se baviti pitanjem da li se municipalne obveznice mogu koristiti kao instrument lokalnog ekonomskog razvoja.

Pitanje lokalnog ekonomskog razvoja i instrumenata koji se koriste za njegovo podsticanje je prilično aktuelno, pa na ovu temu postoji značajan broj stručnih i naučnih radova. Međutim, u domaćoj literaturi nije obrađeno pitanje da li se municipalne obveznice mogu koristiti kao instrument lokalnog ekonomskog razvoja.⁷⁵

Prethodno pomenuto samo je uticalo na to da se ovo pitanje detaljnije obradi, naročito zbog činjenice da je podrška lokalnom ekonomskom razvoju u Srbiji uglavnom praćena donatorskom podrškom, a donatorska pomoć ne može u potpunosti zanemariti perspektivu razvijenih tržišnih privreda koje su tu podršku pružale.

Zemlje donatori su davno prošle fazu razvoja lokalne samouprave u kojoj se sada nalazi Srbija, te se neke stvari možda podrazumevaju u njihovom pristupu. S tim u vezi, čini se da se u određenim situacijama pribegavalo „prečicama“ u postupku razvoja lokalne samouprave, a što možda nije pravi pristup. Upravo zbog toga, pitanje da li se municipalne obveznice mogu koristiti kao instrument lokalnog ekonomskog razvoja je naročito važno za ovaj rad.

Rezultati analize u ovom poglavlju će biti korišćeni da se dokaže hipoteza da su municipalne obveznice odličan instrument za razvoj lokalne samouprave, veću participaciju građana u donošenju odluka i ulaganje kako stanovništva, tako i finansijskih institucija.

2.1. Pojam lokalnog ekonomskog razvoja

⁷⁵ Pretražujući domaće i strane internet stranice i literaturu, pronađen je samo jedan tekst pod nazivom *Municipalne obveznice kao novi instrument za unapređenje lokalnog ekonomskog razvoja u Republici Srbiji*, od autora Dejana Vučetića (Pravni fakultet u Nišu) i Miloša Jovanovića (brokerska kuća Dil Broker), objavljen u časopisu Ekonomskog Fakulteta u Nišu „*Facta universitatis - series: Economics and Organization*“ 2013. godine. Međutim, ovaj rad se uglavnom bavi obveznicama kao novim instrumentom za finansiranje kapitalnih projekata, dok efekti na lokalni ekonomski razvoj nisu eksplicitno ispitani.

Postoji puno definicija koje govore šta je suština lokalnog ekonomskog razvoja. Svaka od njih ističe određene aspekte, pa da bi se dobro razumela suština lokalnog ekonomskog razvoja, potrebno je navesti bar nekoliko ovih definicija.

Lokalni ekonomski razvoj zavisi od saradnje aktera na lokalnom nivou i ima cilj da u najvećoj mogućoj meri iskoristi lokalne komparativne prednosti.⁷⁶ On je uslovljen ljudskim i finansijskim kapacitetima lokalne samouprave, ograničenjima koja su utvrđena na nivoima vlasti iznad lokalnog, prirodnim nepogodama (poplave i suše), ukupnim stanjem privrede kao i pitanjem izbora prioriteta u lokalnoj samoupravi. Ključna mudrost lokalne vlasti je da prepozna koji su faktori van njene kontrole, a kojim može upravljati kako bi poboljšala finansijsko „zdravlje“ lokalne samouprave i dala podsticaj za lokalni ekonomski razvoj.⁷⁷

Po definiciji Svetske banke, suština lokalnog ekonomskog razvoja je „izgradnja kapaciteta lokalne zajednice da unapredi svoju ekonomsku budućnost i kvalitet života za sve svoje sugrađane.“⁷⁸ Edvard Blejkli vidi ključnu ulogu lokalnih vlasti u upravljanju postojećim resursima i partnerstvu sa privatnim sektorom, a sve sa ciljem da bi se otvorila nova radna mesta i podstakla privredna aktivnost.⁷⁹ Sve navedene definicije doprinose sveobuhvatnom sagledavanju lokalnog ekonomskog razvoja. Međutim, još je važnije shvatiti šta je primarni cilj lokalnog ekonomskog razvoja. U istraživanju koje je obuhvatilo gradske funkcionere u SAD početkom devedesetih godina prošlog veka, glavni cilj lokalnog ekonomskog razvoja jeste **povećanje broja zaposlenih** na teritoriji lokalne samouprave.⁸⁰

Vrlo su jasni razlozi zbog kojih povećanje broja zaposlenih predstavlja cilj kome teže sve lokalne samouprave. Prvo, veći broj zaposlenih direktno utiče na povećanje prihoda budžeta kroz porez na zarade. Drugo, manje nezaposlenih znači manja socijalna davanja i manje rashode budžeta, kao i manje neprijatnih situacija sa kojima se susreću gradski čelnici. Na kraju, ali svakako ne najmanje važno, povećanje broja zaposlenih u toku mandata jednog političara daje veće šanse za opstanak na vlasti.

Važno je istaći da ukoliko se koncept lokalnog ekonomskog razvoja svede samo na zapošljavanje „na silu“ u cilju dobijanja političkih poena,⁸¹ on neće imati komponentu održivosti, već će negativni efekti biti vrlo brzo vidljivi.

⁷⁶ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 12.

⁷⁷ Beth Walter Honadle, Beverly Cigler, James M. Costa (2003), *Fiscal Health for Local Governments*, Elsevier Academic Press, San Diego, str. 13.

⁷⁸ Swinburn G, Goga, S. and Marphy, F.(2006), *Local Economic Development: A Primer – Developing and implementing Local Economic Development Strategies and Action Plans*, the World Bank, str. 1.

⁷⁹ Edward Blakely (1994), *Planning Local Economic Development – Theory and Practice*, SAGE Publications, Washington, D.C, str. 3.

⁸⁰ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 9.

⁸¹ I to najčešće u lokalnoj samoupravi, korisnicima budžeta lokalne samouprave i javnim preduzećima.

Pravi efekti lokalnog ekonomskog razvoja se vide u novom zapošljavanju u privatnom sektoru, u kompanijama koje su prepoznale da u konkretnoj lokalnoj samoupravi mogu lakše izaći na kraj sa administrativnim procedurama i državnim birokratijom.

Političari su pronašli „prečicu“ za postizanje i ovog cilja, zloupotrebljavajući koncept lokalnog ekonomskog razvoja na način da daju enormne subvencije i poreske podsticaje „strateškim investitorima“ koji zapošljavaju nove radnike.⁸²

Upravo zbog toga, treba još detaljnije pojasniti da suština lokalnog ekonomskog razvoja leži u zapošljavanju novih radnika u privatnom sektoru, idealno u malim i srednjim preduzećima, bez subvencija i drugih mehanizama preraspodele koji su često omiljeni među političarima. Pored stalno prisutne težnje za što većim ekonomskim performansama na lokalnom nivou, uvažavanje socijalnih i ekoloških aspekata razvoja nas dovodi do danas aktuelnog koncepta – održivog lokalnog razvoja.

Održiv lokalni ekonomski razvoj se temelji na ekonomskoj, socijalnoj i ekološkoj komponenti. On se ne može postići ostvarivanjem i isticanjem samo jednog aspekta, odnosno cilja razvoja, a da takav razvoj i dalje bude održiv.

Ekonomski ciljevi održivog lokalnog razvoja su ostvarivanje što većeg nivoa proizvodnje i zaposlenosti u lokalnoj ekonomiji.

U situaciji kada su ostali resursi prilično dostupni (kapital, zemlja...) socijalni ciljevi koji razvijaju ljudske resurse sve više dobijaju na značaju. Imajući u vidu činjenicu da je ljudski kapital, odnosno sposobnost, znanje i zdravlje ljudi danas najvažniji razvojni resurs, jasno je zašto su socijalni ciljevi toliko značajni. O tome govori i činjenica da je na samitu Evropske Unije u Lisabonu 2000. godine usvojen strateški cilj za Evropu „da postane najkonkurentnije tržište na svetu sposobno da obezbedi održivi rast, sa više boljih poslova i kohezijom socijalnih grupa kroz razvoj i promociju sveobuhvatne strategije doživotnog učenja“.⁸³

Ekološki ciljevi su bitni jer je potrebno zaštititi životnu sredinu, te smanjiti potrošnju prirodnih resursa, kako bi to koristilo i budućim generacijama. Ovi kriterijumi su danas sve važniji, kao i princip „tehnologija predlaže – ekologija odlučuje“.⁸⁴

*

Kada su već (spontano) navedeni neželjeni efekti upliva lokalnih vlasti u privredna kretanja, ne može se zaobići pitanje da li postoji opravdanje da se političari aktivno bave lokalnim ekonomskim razvojem. Sa druge strane, vrlo je interesantno sagledati i

⁸² Bilo je i primera da su ti novi radnici zapravo stari radnici koji su samo nekoliko dana otišli na Zavod za zapošljavanje kako bi pružili šansu političarima da naprave politički marketing.

⁸³ Norman Longworth (2006), *Learning Cities, Learning Regions, Learning Communities: Lifelong Learning and Local Government*, Routledge, Abingdon.

⁸⁴ Biljana Jovanović Gavrilović. (2000), *Evolucija shvatanja o razvoju – od privrednog rasta do održivog ljudskog razvoja*, Ekonomski anali br. 145, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, str. 153-157.

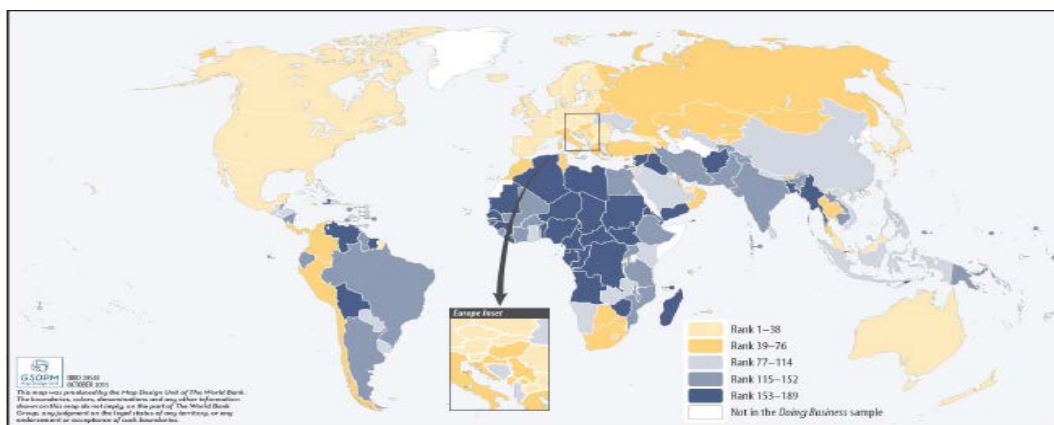
efekte dosadašnjeg bavljenja lokalnih vlasti pitanjem lokalnog ekonomskog razvoja. Prvo pitanje je više teorijsko, dok je drugo više praktično.

Kod prvog pitanja, *da li postoji bilo kakvo opravdanje da se političari aktivno bave lokalnim ekonomskim razvojem*, akcenat svakako treba staviti na reč aktivno. Naime, svaka državna administracija, pa tako i lokalna samouprava, treba da obezbedi adekvatan servis privatnom sektoru i stanovništvu koji opravdava poreska davanja i odricanja od lične i investicione potrošnje privrednih subjekata i pojedinaca.

Puno je lakše odrediti šta su troškovi državne administracije u odnosu na to kakav je kvalitet usluga koji država pruža privatnom sektoru i stanovništvu. U ovom radu je već pomenuto da su najčešći pokazatelji za troškove državne administracije učešće javne potrošnje u ukupnom bruto domaćem proizvodu, kao i učešće zaposlenih u državnoj administraciji u ukupnom broju zaposlenih.

Sa druge strane, država koja najviše košta nije najskuplja, već najneefikasnija država.⁸⁵ Koliko je naša država (ne)efikasna najbolje govori istraživanje Svetske banke o uslovima za poslovanje u 189 zemalja širom sveta.⁸⁶ Iako je Srbija u poslednjih nekoliko godina zabeležila napredak na listi posmatranih zemalja i sada se nalazi na 59. mestu (u prošloj godini je bila na 68. mestu), i dalje svakako ima prostora za poboljšanje. Od zemalja bivše Jugoslavije, po uslovima za poslovanja ističu se Makedonija (rang 12), Slovenija (rang 29), Hrvatska (rang 40) i Crna Gora (46), dok su od Srbije lošiji uslovi za poslovanje samo u Bosni i Hercegovini (rang 79).

Naročito slabe oblasti za Srbiju su „izdavanje dozvola“ i „plaćanje poreza“, gde je i pored značajnog napretka u odnosu na prethodnu godinu Srbija rangirana na 139, odnosno 143. mestu.



Slika 1: Rang 189 zemalja po uslovima za poslovanje

⁸⁵ Dušan Vasiljević (2012), Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije, PALGO centar, Beograd, str. 23.

⁸⁶ World Bank, „Doing Business 2016“,

<http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/~//media/giawb/doing%20business/documents/profiles/country/SRB.pdf>.

Na bazi navedenog ranga Republike Srbije, nameće se zaključak da u Srbiji postoji dosta prostora da se država, pa samim tim i lokalna samouprava, više bave lokalnim ekonomskim razvojem u segmentu poboljšanja uslova za poslovanje privrednih subjekata. Sa druge strane, u narednom delu rada biće razmatrano da li lokalna samouprava treba da ima proaktivan i preduzetnički javni sektor. Ovo razmatranje će biti zasnovano na iskustvima razvijenih tržišnih privreda, ali i Srbije u poslednjih deset godina.

2.2. Instrumenti lokalnog ekonomskog razvoja

Kao što je već istaknuto, lokalne samouprave u Srbiji imaju puno prostora da unaprede ambijent za poslovanje i poboljšaju servis prema privredi i građanima. Međutim, bavljenje ovim pitanjem nije naročito popularno među gradskim i opštinskim čelnicima, odnosno političarima. Navešćemo samo nekoliko razloga.

Prvo, ukoliko postoji dobar poslovni ambijent i u toku godine mala i srednja preduzeća u nekoj lokalnoj samoupravi zaposle novih 1.000 radnika, gradski čelnici će se teško odlučiti da pozovu stotine malih privrednika i da proslave ovaj rezultat. Čak i ako zanemarimo aspekt korupcije, mnogo privlačnije izgleda privući „strateškog investitora“ koji će otvoriti veliku fabriku i zaposliti 1.000 radnika. To je prava prilika da se „seku vrpce“ i prave promotivni politički video zapisi.

Drugo, unapređenje poslovnog ambijenta daje rezultate na dug rok, a političari imaju mandat od samo 4 godine, pa je aktivno bavljenje lokalnim ekonomskim razvojem znatno privlačnije. Mnogim gradonačelnicima je upravljanje nekim gradom samo „odskočna daska“ za političko napredovanje, tako da su rezultati potrebni odmah.

Na kraju, zaposleni radnici koji su fragmentisani u malim i srednjim preduzećima koja ne zavise od političke pomoći države mogu samostalno da donose odluke o tome za koga će glasati na sledećim izborima. Zaposleni koji rade u preduzećima koja zavise od državne pomoći (bilo da su to državna, javna ili privatna preduzeća) ipak imaju „obavezu“ da glasaju za one koji su im to radno mesto „omogućili“. Ovo nije karakteristika samo nerazvijenih zemalja kao što je Srbija. Političari aktivno traže političku podršku od zaposlenih i sindikata i u razvijenim zemljama kao što je Amerika, a za uzvrat im obećavaju pomoć i subvencije.⁸⁷

Svi ovi razlozi promovišu preduzetnički pristup lokalnom ekonomskom razvoju kod političara.

⁸⁷ Arthur W. Spengler (1999), *Collective Bargaining and Increased Competition for Resources in Local Government*, Quorum Books, London, str. 190.

Da bi više pažnje posvetili instrumentima lokalnog ekonomskog razvoja koji su usmereni na poboljšanje institucionalnog okvira i ambijenta za poslovanje sa jedne, i preduzetničkim instrumentima lokalnog ekonomskog razvoja, sa druge strane, ove dve grupe instrumenata će biti analizirane odvojeno.

U instrumente lokalnog ekonomskog razvoja koji su usmereni ka poboljšanju ambijenta za poslovanja mogu se uvrstiti:

- Odgovorno upravljanje finansijama,
- Strateško planiranje lokalnog ekonomskog razvoja,
- Formiranje kancelarije za LER, sertifikacija lokalne samouprave i dobijanje kreditnog rejtinga (kada je to opravdano).

Sa druge strane, u preduzetničke instrumente lokalnog ekonomskog razvoja mogu se svrstati:

- inkubator biznis centri,
- industrijski, tehnološki i naučni parkovi,
- programi finansijske podrške privrednim subjektima,
- pružanje komunalnih usluga kroz privatno-javna partnerstva.

Pored činjenice da su preduzetnički instrumenti lokalnog ekonomskog razvoja privlačniji za političare od instrumenata usmerenih na unapređenje uslova za poslovanje, treba istaći i činjenicu da je za primenu ovih drugih instrumenata potrebno značajno manje resursa. Pored finansijskih resursa, važno je napomenuti da za dinamičan lokalni ekonomski razvoj ljudski resursi predstavljaju kritičan faktor uspeha.

Za optimalnu ulogu lokalne samouprave, jako je važan i redosled u primeni instrumenata lokalnog ekonomskog razvoja. Lokalna samouprava ne bi trebala da troši svoje resurse na preduzetničke instrumente lokalnog ekonomskog razvoja sve dok u potpunosti ne iscrpi efekte instrumenata koji su usmereni na poboljšanje institucionalnog okvira i uslova za poslovanje. Upravo zbog toga, prvo ćemo krenuti u predstavljanje instrumenata lokalnog ekonomskog razvoja koji su usmereni na poboljšanje institucionalnog okvira i uslova za poslovanje.

1) Odgovorno upravljanje finansijama

Odgovorno upravljanje finansijama lokalne samouprave može svakako unaprediti privredni ambijent i podstaći lokalni ekonomski razvoj kroz adekvatno planiranje, usvajanje i izvršenje budžeta, disciplinovanu i pravednu naplatu poreza, kao i kroz odgovoran pristup zaduživanju.

Planiranje, usvajanje i praćenje izvršenja budžeta lokalne samouprave je zakonska obaveza svake lokalne samouprave, a njeno nepoštovanje dovodi do tzv. „privremenog

finansiranja“.⁸⁸ Kroz budžet lokalne samouprave se prikazuju prihodi koje lokalna samouprava ostvaruje, način njihove alokacije, tj. rashodi kroz različite vidove potrošnje, ali i efekti zaduživanja koji znače više (investicione) potrošnje danas i servisiranje obaveza u budućnosti.⁸⁹ O prihodima budžeta je bilo više reči u prethodnim delovima rada, tako da će na ovom mestu biti više reči o rashodnoj strani, odnosno efektima trošenja budžetskih sredstava.

Naime, kako je koncept lokalne samouprave evoluirao od odnosa *vlast – poreski obveznici* ka partnerskom odnosu lokalne samouprave, privrede i nevladinog sektora, tako je prikazivanje budžetskih rashoda bilo sve transparentnije. Sa druge strane, akcenat se prebacuje sa praćenja kategorija utrošaka na rezultate i ishode trošenja budžetskih sredstava.⁹⁰

S tim u vezi, budžet kao instrument lokalnog ekonomskog razvoja se kretao od forme „linijskog budžeta“ preko „budžeta učinaka“ i „nultog budžeta“, pa sve do „programskog budžeta“.

Budžet linijskih stavki, ili „linijski budžet“ je jedan od najviše korišćenih tipova budžeta i daje odgovor na pitanja na šta se troše budžetska sredstva⁹¹ i koja organizaciona jedinica u lokalnoj samoupravi ima pravo da ta sredstva troši (ekonomska i organizaciona klasifikacija). Ovaj tip budžeta je pogodan za kontrolu troškova, jednostavan je za planiranje i razumevanje, ali ne daje nikakve informacije o efektima trošenja budžetskih sredstava.

Upravo iz tog razloga, sredinom XX veka počelo se sa upotrebom „budžeta učinaka“. Osnovni cilj uvođenja ovog načina budžetiranja je bilo unapređenje menadžmenta u javnom sektoru i postizanje što boljih učinaka. Po prvi put pokazatelji izvršenja budžeta se moraju dati i u formi indikatora preko kojih se mogu meriti performanse rada određenih budžetskih korisnika (npr. broj uslužbenih građana, broj izdatih dozvola, dužina izgrađenih puteva...)⁹².

Osim navedenog, budžet učinaka je po prvi put napravio iskorak od jednogodišnjeg budžeta ka višegodišnjem ciklusu budžetiranja. Sa druge strane, glavni nedostatak budžeta učinaka je činjenica da je on zasnovan na merenju izlaznih pokazatelja budžetskih korisnika (npr. kilometri sagrađenih puteva, broj svetiljki javne rasvete...), a ne na njihovim efektima na lokalnu zajednicu.

⁸⁸ Član 46. Zakona o budžetskom sistemu („Službeni glasnik RS“, br. 54/09, 73/10, 101/10, 101/11, 93/12, 62/13, 63/13 - ispravka, 108/13, 142/14).

⁸⁹ Saša Kristić (2012), *Budžet kao instrument upravljanja jedinicom lokalne samouprave*, Data Status, Beograd, str. 133.

⁹⁰ Saša Kristić (2012), *Budžet kao instrument upravljanja jedinicom lokalne samouprave*, Data Status, Beograd, str. 239.

⁹¹ Saša Kristić (2012), *Budžet kao instrument upravljanja jedinicom lokalne samouprave*, Data Status, Beograd, str. 240.

⁹² Saša Kristić (2012), *Budžet kao instrument upravljanja jedinicom lokalne samouprave*, Data Status, Beograd, str. 244.

Sa tendencijama da se smanji državna potrošnja i da se ukinu nepotrebne budžetske stavke, došlo se do sledećeg pristupa budžetiranju – budžetiranje sa nultom polaznom osnovom.

Osnovna karakteristika „nultog budžeta“ je činjenica da svaka budžetska godina predstavlja novi početak za sve učesnike u procesu budžetiranja, tako da budžetski korisnici treba da pred skupštinom odbrane svoje finansijske planove, aktivnosti i programe za narednu budžetsku godinu.⁹³ Ni jedan budžetski korisnik nema „zagarantovani“ iznos sredstava niti bilo kakvu sigurnost da će u narednoj budžetskoj godini dobiti iznos sredstava kao u prethodnoj godini.

Glavni nedostaci „nultog budžeta“ se ogledaju u činjenici da je gotovo nemoguće kretati od nule svake budžetske godine (određene javne usluge su zagarantovane), dosta novca i vremena se troši na kreiranje i evaluaciju finansijskih planova budžetskih korisnika, a period od godinu dana je suviše mali da bi se sagledali efekti trošenja budžetskih sredstava.

Opšteprihvaćeni trend u savremenom procesu budžetiranja predstavlja prelazak na „programski budžet“. Ovaj pristup budžetiranju bi se mogao posmatrati kao nadogradnja „budžeta učinaka“ na način da se akcenat stavi na efekte trošenja budžetskih sredstava na lokalnu zajednicu, kao i da se napravi veza između strateških dokumenata lokalne samouprave i budžeta.⁹⁴

Uvođenje programskog budžeta podrazumeva uvođenje programske klasifikacije budžeta na već postojeće klasifikacije (ekonomska, organizaciona, funkcionalna). Strukturu programskog budžeta čine različiti programi. Oni sadrže programske aktivnosti (aktivnosti budžetskih korisnika koje se obavljaju u vremenskom periodu koji nije ograničen) i projekti (vremenski ograničene aktivnosti).

Programi, programske aktivnosti i projekti imaju svoje ciljeve i indikatore, a evaluacija izvršenja budžeta po prvi put treba da pokaže efekte trošenja budžetskih sredstava na lokalnu zajednicu.

Programski budžet je po prvi put postao obavezan za budžetsku 2015. godinu u Srbiji, i najveći broj lokalnih samouprava je uspešno počeo sa njegovom primenom. Ovde se misli na uspešnu implementaciju programske klasifikacije i definisanje ciljeva i indikatora za unapred definisane programe. Međutim, za razliku od zemalja u okruženje koje su postepeno uvodile programski budžet, Srbija se odlučila na radikalni pristup i uvođenje ovog načina budžetiranja za samo jednu godinu. Da stvari budu još komplikovanije, lokalnim samoupravama je nametnuta obaveza da za sve programe,

⁹³ Saša Kristić (2012), *Budžet kao instrument upravljanja jedinicom lokalne samouprave*, Data Status, Beograd, str. 253.

⁹⁴ Saša Kristić (2012), *Budžet kao instrument upravljanja jedinicom lokalne samouprave*, Data Status, Beograd, str. 339.

programske aktivnosti i projekte definišu ciljeve i indikatore.⁹⁵ Lokalne samouprave su se potrudile da ispoštuju formu, a za ostvarenje suštinskih prednosti programskog budžeta, Srbija će verovatno morati da sačeka još neko vreme.

Disciplinovana i pravedna naplata poreza od strane lokalne samouprave znači da nema povlašćenih preduzeća niti građana. Iako ovo zvuči krajnje logično, u zemljama koje nemaju kontinuitet tržišnog privređivanja vlada mišljenje da je plaćanje poreza stvar dobre volje, te da porez treba da plaćaju oni koji dobro posluju, kao i oni koji nemaju političku podršku da porez ne plaćaju.

Svaka lokalna samouprava se susreće sa troškovima naplate poreza, a koji po širokoj definiciji obuhvataju poresku evaziju zbog slabe poreske administracije i korupcije organa koji prikupljaju porez, kao i troškove same administracije.⁹⁶ Svrha svakog postupka naplate je da se ubere što više poreza uz što manje troškova.

Uloga lokalne samouprave je da kontinuirano radi na proširivanju baze poreskih obveznika kako bi kroz širi obuhvat napravila prostor za smanjenje poreskih stopa koje su u njenoj nadležnosti.

Nakon ispostavljanja Poreskih rešenja, lokalna poreska administracija mora da koristi sve instrumente naplate svojih potraživanja, i to zbog dva razloga. Prvo, ako se čeka da „dobrovoljni poreski obveznici“ plate porez bez sankcija za one koji porez ne plaćaju, ubrzo će svi prestati da plaćaju porez i vrlo brzo ugroziti održivost lokalne samouprave. Drugo, sprovođenjem postupka prinudne naplate i otvaranjem stečajnih postupaka poreska uprava pomaže tržištu da alocira privredne resurse iz ruku onih koji nisu umeli da dobro upravljaju u ruke onih koji su se pokazali da su uspešiji.

Zakonski okvir u Srbiji daje privilegovan položaj poreskoj upravi da naplati svoja potraživanja kroz sistem prinudne naplate tako što su poreski nalozi za naplatu višeg ranga prioriteta u odnosu na ostale naloge za prinudnu naplatu. Ovu činjenicu poreska uprava, pa i lokalna poreska administracija za sada dobro koristi.

Postoji dosta prostora za unapređenje naplate poreza u procesu izvršenja i prinudne prodaje imovine poreskih dužnika kada se poreska obaveza ne može naplatiti blokadom računa. Tek od nedavno, sa uvođenjem privatnih izvršitelja u Srbiji, ovaj postupak je počeo da bude efikasan.⁹⁷

⁹⁵ U Hrvatskoj, nakon skoro 10 godina od početka uvođenja programskog budžeta, ova obaveza ne postoji, već lokalne samouprave definišu ciljeve i indikatore samo za neke (prioritetne) programe.

⁹⁶ R. Bahl i P. Smoke (2003), *Restructuring Local Government Finance in Developing Countries*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, str 140.

⁹⁷ Naročito za naplatu komunalnih usluga gde se proces izvršenja sprovodi po tzv „skraćenom postupku“ za koji nije potrebna sudska odluka već samo Rešenje privatnog izvršitelja.

Na kraju, naplata poreza kroz otvaranje stečajnog postupka se uopšte ne koristi od strane lokalnih poreskih uprava, pa je tek nedavno zabeležen prvi primer da je zbog neplaćenih poreskih obaveza pokrenut stečajni postupak⁹⁸.

Odgovoran pristup zaduživanju za realizaciju kapitalnih investicionih projekata znači da je lokalna samouprava dobro sagledala koristi i troškove projekta koji se finansira, da su građani i privredni subjekti imali priliku da se o realizaciji tih projekata izjasne prilikom usvajanja budžeta lokalne samouprave (ili drugih strateških dokumenata o čemu će kasnije biti više reči), kao i da su sagledane sve alternative za najpovoljniju strukturu zaduživanja.

Upravo sagledavanje alternativa za finansiranje investicionih projekata daje prostora da se posebna pažnja posveti municipalnim obveznicama, kao posebnom instrumentu lokalnog ekonomskog razvoja.

Lokalne samouprave koje su se do sada odlučile da finansiraju svoje kapitalne projekte izdavanjem municipalnih obveznica imaju bitnu razliku u odnosu na druge lokalne samouprave – one vode računa o participaciji građana u donošenju odluka o budžetu i odluka o investicijama. Javni plasman municipalnih obveznica svakako podrazumeva participaciju građana i najveću moguću transparentnost u izboru kapitalnih projekata sa jedne i vođenju finansija lokalne samouprave sa druge strane.

Iako su glavni razlozi za izdavanje municipalnih obveznica inicijalno bili usmereni ka cilju da se obezbedi povoljnije zaduživanje u odnosu na kredit, same pripreme za ovaj postupak imale su trajne pozitivne efekte na razvoj ljudskih kapaciteta lokalne samouprave.

Lokalni privrednici se vrlo često pojavljuju kao investitori u municipalne obveznice. Kroz implementaciju projekata lokalne samouprave ovi preduzetnici mogu unaprediti uslove za poslovanje sopstvenih kompanija. Upravo to može biti motivacija za njihovu ozbiljniju participaciju u procesu predlaganja i odabira projekata za finansiranje, samo finansiranje kroz municipalne obveznice, a kasnije, u fazi realizacije tih projekata, oni su vrlo zainteresovani za postizanje maksimalnih pozitivnih rezultata tih projekata.

I pored pomenutih pozitivnih efekata izdavanja municipalnih obveznica (povoljniji uslovi finansiranja, jačanje ljudskih kapaciteta lokalne samouprave, itd.), ovaj instrument razvoja lokalne samouprave se još uvek vrlo skromno razvija u Srbiji.

Glavni razlog za slabu zastupljenost municipalnih obveznica kao instrumenta lokalnog ekonomskog razvoja je upravo uzdržanosti čelnika lokalne samouprave da na transparentan način identifikuju projekte koji se finansiraju i da kasnije uključe svoje

⁹⁸ Grad Sremska Mitrovica je 7. oktobra 2015. godine pokrenuo stečajni postupak nad Sirmium Steel-om.

građane u taj proces. Ovo je isti problem o kome ćemo kasnije govoriti u delu koji se tiče strateškog planiranja ekonomskog razvoja.

Pored toga, samo najhrabrije lokalne samouprave se odlučuju da se izlože riziku da njihovi građani i privrednici ne kupe municipalne obveznice i na taj način ne podrže kapitalne investicione projekte koje je politički vrh lokalne samouprave predložio.

U okviru ovog rada, municipalne obveznice nisu slučajno navedene kao instrument lokalnog ekonomskog razvoja pre samog strateškog planiranja. Razlog za to leži u verovanju da su veće šanse da političari krenu u proces izdavanja municipalnih obveznica (kroz koji će finansirati određene projekte i dobiti medijsku pažnju), nego da naprave odgovarajući plan strateškog razvoja. Kroz strateško planiranje političari sebi značajno ograničavaju manevarski prostor za finansiranje „poželjnih“ projekata jer u tom slučaju samo par oblasti mogu da označe kao prioritete.

Iako u teoriji godišnji budžet i planovi kapitalnih investicija treba da proizilaze iz strateških dokumenata lokalne samouprave, u ovom radu se ističe da se prvo treba „utvrditi gradivo“ na terenu izrade godišnjeg budžeta i (godišnjeg) plana kapitalnih investicija, a tek tada krenuti na ambiciozniji plan uspostavljanja strateškog planiranja lokalnog ekonomskog razvoja.⁹⁹

2) Strateško planiranje lokalnog ekonomskog razvoja

Strateško planiranje lokalnog ekonomskog razvoja nije ni malo lak zadatak za lokalne samouprave. Postoji najmanje nekoliko razloga koji u velikoj meri komplikuju pomenuti proces.

Prvo, u nekim lokalnim samoupravama preovlađuju drugi (legitimni) prioriteti. Na primer, političari su ispred lokalnog ekonomskog razvoja stavili izgradnju spomenika (Skoplje, projekat vredan 400 miliona evra), izgradnju mosta (Beograd, projekat u iznosu od oko 390 miliona evra) ili rešavanje pitanja vodosnabdevanja (Banja Luka, projekat u vrednosti od preko 50 miliona evra). Pomenuti projekti nisu nebitni, ali su oni uzeli značajna finansijska sredstva lokalnoj samoupravi i dugoročno je onemogućili da finansira neke druge, možda prioriternije oblasti.

Drugo, iako je već pomenuto da instrumenti lokalnog ekonomskog razvoja usmereni na poboljšanje institucionalnog okvira i ambijenta za poslovanje ne zahtevaju ovako značajne finansijske resurse, praksa pokazuje da glavni gradovi zemalja u našem

⁹⁹ Strani donatori koji su podržavali lokalni ekonomski razvoj su prvo stavili akcenat na izradu strategija održivog rasta i izradu srednjoročnih planova kapitalnih investicija, a tek u toku 2014. godine je pažnja posvećena uvođenju programskog budžeta. Ista konstatacija stoji i za municipalne obveznice koje su se afirmisale kroz javnu ponudu tek krajem 2014. godine i početkom 2015. godine.

okruženju suštinski zanemaruju pitanje lokalnog ekonomskog razvoja i prednost daju projektima po kojima će se „političari pamtiti“.

Inostrani donatori su kroz nekoliko programa podrške razvoju lokalne samouprave u Srbiji pomagali razvoj strateškog planiranja. U okviru tih projekata razvijena je i metodologija za rangiranje investicionih projekata koja se koristi u većini lokalnih samouprava u Srbiji.

Naime, ova metodologija ima pet grupa faktora koji su ključni za prioritizaciju investicionih projekata. To su:

- status projekta (koliko je projekat odmakao u fazi realizacije, zakonska obaveznost, povezanost sa ostalim projektima...),
- finansijski uticaj na budžet lokalne samouprave (učesće donacija, transfera, privatnog kapitala, povoljnih kredita...),
- uticaj na lokalni ekonomski razvoj (rast društvenog proizvoda, novo zapošljavanje, nove investicije, razvoj privatno-javnih partnerstava...),
- doprinos kvalitetu života građana (povećanje bezbednosti građana, uvođenje novih usluga, dostizanje svetskih standarda u pružanju usluga, doprinos estetskom i kulturnom okruženju...),
- uticaj na životnu sredinu (unapređuje životnu sredinu ili je neutralan na životnu sredinu).

Na kraju, metodologija uzima u obzir i rizike za realizaciju projekta (političke, tehničko-tehnološke, finansijske i druge rizike). Međutim, iako je metodologijom predviđeno da lokalne samouprave same opredeljuju značaj i važnost pomenutih grupa faktora, na uzorku od preko 20 strategija održivog razvoja, u najvećem broju slučajeva lokalni ekonomski razvoj ima značaj od samo 20% (ponder 2 od ukupno 10).

Sa druge strane, status projekta obično ima ponder 3, finansijski uticaj na budžet 2,5, dok doprinos kvalitetu života ima ponder 1,5 a uticaj na životnu sredinu ponder 1.

Iako su i ostale grupe faktora važne, uticaj projekta na lokalni ekonomski razvoj i na budžet lokalne samouprave treba da budu ključni faktori za odabir projekata.

Slika koja sledi predstavlja obrazac za prioritizaciju investicionih projekata i rezime objašnjene metodologije.¹⁰⁰

¹⁰⁰ J. Manić, R. Stanek, Lj. Brdarević, (2012), Priručnik za planiranje kapitalnih investicija, MSP IPA 2007, Beograd, str. 137.

N°	KRITERIJUMI	SKALA ZA OCENJIVANJE	MAKSIMALNI BROJ BODOVA	PONDERI	DODELJENI BROJ BODOVA - OCENA	UKUPNO DODELJENI BODOVI (PONDERISANI BROJ BODOVA)
1	2	3	4	5	6	5 X 6
1	Status projekta					
1.1.	Zakonska obaveznost	0 ili 18	18	3		0
1.2.	Stepen završenosti/započetosti	0 - 12	12			0
1.3.	Opštost (da li služi delu ili celini zajednice)	0 - 8	8			0
1.4.	Povezanost sa ostalim projektima koji su prihvaćeni ili se već realizuju	0 - 7	7			0
1.5.	Održivost	0 - 5	5			0
Status projekta - ukupno bodova			50			0
2	Finansijski uticaj					
2.1.	Učešća donacija, namenskih transfera iz Republike, privatnog kapitala, povoljnih kredita, sopstvenih sredstava budžetskih korisnika	0 - 20	20	2,5		0
2.2.	Uticaj na povećanje prihodne strane budžeta	0 - 10	10			0
2.3.	Uticaj na smanjenje rashodne strane budžeta	1 - 10	10			0
2.4.	Uticaj na povećanje izvornih prihoda	0 - 5	5			0
2.5.	Da li su obezbežena ili tek treba da se obezbede finansijska sredstva	0 - 5	5			0
Finansijski uticaj - ukupno bodova			50			0
3	Uticaj na ekonomski razvoj					
3.1.	Uticaj na podsticanje lokalnog ekonomskog razvoja - rast društvenog proizvoda, poboljšanje trgovinskog bilansa i sl.	0 - 15	15	2		0
3.2.	Uticaj na zapošljavanje	0 - 12	12			0
3.3.	Uticaj na investicije u oblasti biznisa	0 - 10	10			0
3.4.	Uticaj na razvoj PJP	0 - 8	8			0
3.5.	Uticaj na povećanje fiskalnih kapaciteta	0 - 5	5			0
Uticaj na ekonomski razvoj - ukupno bodova			50			0
4	Doprinos kvalitetu života građana / Nivo usluga					
4.1.	Doprinosi poboljšanju javne i lične sigurnosti/bezbednosti građana	0 - 15	15	1,5		0
4.2.	Doprinosi uvođenju novih usluga i kapaciteta	0 - 12	12			0
4.3.	Doprinosi poboljšanju nivoa i kvaliteta postojećih usluga i kapaciteta	0 - 10	10			0
4.4.	Doprinosi približavanju / dostizanju evropskih i svetskih standarda u vršenju usluga	0 - 8	8			0
4.5.	Doprinosi estetskom i kulturnom okruženju	0 - 5	5			0
Doprinos nivou usluga - ukupno bodova			50			0
5	Uticaj na životnu sredinu (bira se samo jedan od ponuđenih izbora)					
5.1.	Znatno unapređuje	50	50	1	<input type="radio"/> 50	0
5.2.	Unapređuje životnu sredinu	30	30		<input type="radio"/> 30	0
5.3.	Neutralan je u odnosu na životnu sredinu	0	0		<input checked="" type="radio"/> 0	0
Uticaj na životnu sredinu - ukupno bodova			50			0
UKUPAN BROJ POENA BEZ RIZIKA			250	10		0
6	Rizici					
6.1.	Politički rizici	0 - 10	10	-1		0
6.2.	Tehničko-tehnološki rizici	0 - 10	10			0
6.3.	Finansijski rizici	0 - 10	10			0
6.4.	Sprovođenje procesa javnih nabavki	0 - 10	10			0
6.5.	Složenost prikupljanja dokumentacione osnove projekta	0 - 10	10			0
Rizici - ukupno bodova						0
UKUPAN BROJ POENA			200	9		0

Slika 2: Obrazac za ocenjivanje kapitalnih projekata

O važnosti dobro koncipiranog i ažurnog strateškog planiranja lokalnog ekonomskog razvoja govori i sledeći grafikon.

Grafikon 11: Proces strateškog planiranja



Izvor: Vladimir Pilja, Presentacija za uvođenje programskog budžeta u Srbiji, septembar 2014. godine

Iz strateškog plana se izvode svi ostali dokumenti lokalne samouprave, akcioni planovi, planovi kapitalnih investicija i na kraju sam budžet.

Na žalost, u velikom broju slučajeva strateški plan je proizvod velikog truda eksperata koji su angažovani od strane inostranih donatora i samo skromnog učešća zaposlenih u lokalnoj administraciji, dok se građani i politička vlast vrlo retko uključuju u ovaj proces.

O tome kako se u Srbiji pristupa izradi strateških planova govori i činjenica da u izradi značajnog broja ovih dokumenata nije učestvovao ni jedan privrednik, dok je samo 10% opština vršilo izmene strateških planova u toku implementacije, iako su to dokumenti koji se donose za period od 10 godina, pa je ažuriranje svakako neophodno.¹⁰¹

Pored navedenog, ako se pravilno pristupi izradi strategije lokalnog ekonomskog razvoja neke oblasti će biti označene kao prioritete, dok druge to neće biti. Na ovaj način političari ograničavaju sebi manevarski prostor da samoinicijativno donose odluke

¹⁰¹ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 38.

na šta će se novac budžetskih obveznika trošiti, pa su oni više skloni da kao prioritetne oblasti označe sve čega se mogu setiti, a strateško planiranje ekonomskog razvoja se pretvara u „spisak želja“ političara. Međutim, kao što je u radu već pomenuto, ukoliko ne postoji zadovoljavajući kapacitet lokalne samouprave da napravi valjani strateški plan lokalnog ekonomskog razvoja, bolje da ga uopšte i ne pravi, već svoje resurse treba da fokusira na kvalitetnu izradu godišnjeg budžeta i na transparentan proces izbora i finansiranja kapitalnih projekata.

3) Ostali instrumenti lokalnog ekonomskog razvoja usmereni na poboljšanje institucionalnog okvira i ambijenta za poslovanje

Formiranje „**kancelarije za LER (lokalno ekonomski razvoj)**“ je prirodan sledeći korak u pravcu stvaranja efikasne uprave. Ovde je namerno naznačeno da formiranje kancelarija za LER treba da bude nakon, ili bar istovremeno sa izradom strateških dokumenata lokalne samouprave. Ukoliko kancelarije za LER funkcionišu u okruženju gde ne postoje jasno postavljeni strateški ciljevi niti njihova dalja operacionalizacija, one će se pretvoriti u jedinice koje pišu razne projekte i „jure“ donatorska sredstva.

Nema jedinstvene prakse u načina uspostavljanja kancelarije za LER. Preovlađujući oblik kancelarije za LER je odeljenje pod okriljem opštinske (gradske) uprave, dok se u nekim slučajevima one osnivaju u okviru kabineta predsednika opštine ili kao samostalne institucije („agencije za LER“).¹⁰²

U tranzicionim zemljama, kancelarije za LER su najčešće zadužene za koordinaciju aktivnosti sa donatorima koji kroz različite projekte žele da pomognu razvoj lokalne samouprave. Kancelarije za LER pružaju i podršku u procesu strateškog planiranja, kontaktiraju sa privrednim udruženjima i organizacijama viših nivoa vlasti koje su odgovorne za ekonomski razvoj.¹⁰³

I pored toga što u najvećem broju lokalnih samouprava u Srbiji postoji Kancelarija za lokalni ekonomski razvoj, broj ažurnih Planova kapitalnih investicija koji su prilikom usvajanja imali bar neku dozu participacije građana je jednocifren.

Lokalne samouprave koje su suštinski i dugoročno posvećene lokalnom ekonomskom razvoju kroz kontinuiran proces reforme opštinske uprave vrlo se često **odlučuju za sertifikaciju** od strane domaćih ili internacionalnih sertifikacionih udruženja.

Srbija ima sreću da je NALED (eng. *National Alliance for Local Economic Development* – Nacionalna Alijansa za Lokalni Ekonomski Razvoj) vrlo aktivna i dobro

¹⁰² Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 47.

¹⁰³ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 50.

organizovana poslovna asocijacija koja u Srbiji okuplja predstavnike sva tri sektora društva - kompanije, lokalne samouprave i nevladine organizacije.

Dobijanjem sertifikata o dobroj poslovnoj klimi lokalne samouprave se svrstavaju u odabranu grupu lokalnih zajednica u Srbiji koje su uspele da stvore uslove za dinamičan lokalni ekonomski razvoj.

Sertifikacija lokalnih samouprava je potvrda da su svi instrumenti lokalnog ekonomskog razvoja usmereni na poboljšanje institucionalnog okvira i uslova za poslovanje adekvatno primenjeni, te da investitori (domaći i strani, mali i veliki) mogu očekivati pomoć u razvoju svog biznisa od strane lokalne samouprave.

Program sertifikacije koji implementira NALED je potvrda povoljnog poslovnog okruženja (eng. *Business Friendly Certification*) i deo je regionalne inicijative koja se sprovodi u Bosni i Hercegovini, Hrvatskoj, Makedoniji i Srbiji. Ovaj program je namenjen opštinama i gradovima koje prepoznaju važnost u saradnji između lokalne uprave, privrede i nevladinog sektora, koje imaju ljudske kapacitete i strateški su opredeljene da podstaknu lokalni ekonomski razvoj.

U Srbiji 19 lokalnih samouprava ima sertifikat o povoljnom poslovnom okruženju, 12 su kandidati za sertifikat, dok je 12 u procesu sertifikacije.¹⁰⁴ Kriterijumi za sertifikaciju obuhvataju čitav niz aspekata koji treba da rezultiraju dinamičnim lokalnim ekonomskim razvojem i povećanom konkurentnošću u odnosu na druge lokalne samouprave. Ključne oblasti koje se proveravaju obuhvataju strateški plan lokalnog ekonomskog razvoja, postojanje kancelarije za lokalni ekonomski razvoj (KLER), stalni privredni savet koji ima kontinuiranu komunikaciju sa lokalnim vlastima, praćenje dinamike lokalnog tržišta rada, partnerstvo javnog i privatnog sektora, adekvatnu infrastrukturu i pouzdane komunalne usluge, transparentnu poresku politiku i politiku naplate poreza kojima se stimuliše ekonomski razvoj, kao i korišćenje informacione tehnologije.¹⁰⁵

Koliko priča o sertifikaciji lokalnih samouprava nije samo „prazna priča“ govori i podatak iz istraživanja koje je sprovedeno za potrebe ovog rada o stopama rasta prihoda lokalnih samouprava u Srbiji u periodu 2011. do 2014. godine, a o kome je bilo više reči u prethodnim poglavljima.

Naime, tri najdinamičnija grada u pomenutom periodu (Sremska Mitrovica, Kruševac i Loznica) imaju sertifikat o povoljnom poslovnom okruženju, dok tri grada sa najmanjim stopama rasta prihoda (Jagodina, Beograd i Kraljevo) nemaju pomenuti sertifikat, niti su u procesu sertifikacije. Šta više, ako grupi najdinamičnijih lokalnih samouprava dodamo i sledeća tri grada rangirana po stopama rasta prihoda (Valjevo, Požarevac i Šabac)

¹⁰⁴ <http://www.naled-serbia.org/sr/bfc-opstine>.

¹⁰⁵ <http://www.naled-serbia.org/sr/page/83/Kriterijumi>.

možemo konstatovati da samo Požarevac nema sertifikat o povoljnom poslovnom okruženju, Valjevo je sertifikovano dok se Šabac nalazi u procesu sertifikacije.

Ako je glavni cilj lokalnog ekonomskog razvoja smanjenje stope nezaposlenosti, onda je opravdano pogledati kako su se kretale ove stope u sertifikovanim lokalnim samoupravama i onim koje to nisu.¹⁰⁶ Naime, iz grupe sertifikovanih i najdinamičnijih lokanih samouprava po stopama rasta prihoda budžeta izdvajaju se Šabac i Valjevo koji su smanjili stopu nezaposlenosti za 12% (Šabac) i 9% (Valjevo). Sremska Mitrovica i Kruševac su smanjili stopu nezaposlenosti za po 6%, dok je Loznica povećala zaposlenost za 5%.

U grupi nesertifikovanih lokalnih samouprava sa najmanjim stopama rasta prihoda budžeta svakako se izdvaja Beograd gde je nezaposlenost povećana za 29% (sa 16% na 20%). Kraljevo je stopu nezaposlenosti smanjio za 2% a Jagodina za 3%.

U tabeli koja sledi, dat je prikaz kretanja stopa nezaposlenosti u periodu 2012-2014. godine sa napomenama koje lokalne samouprave imaju NALED-ov sertifikat za povoljno poslovno okruženje a koje nemaju.

Tabela 7: Stope nezaposlenosti u periodu 2012 - 2014.

Beograd	Ne postoji	16%	20%	129
Novi Sad	U proceduri	19%	19%	102
Požarevac	Ne postoji	17%	17%	101
Pirot	Postoji	36%	36%	100
Zrenjanin	U proceduri	26%	26%	100
Kikinda	U proceduri	28%	28%	100
Pančevo	U proceduri	29%	29%	99
Vranje	Postoji	30%	30%	99
Čačak	Postoji	28%	28%	99
Subotica	Postoji	23%	23%	99
Kraljevo	Ne postoji	36%	35%	98
Kragujevac	Postoji	35%	34%	98
Indija	U proceduri	32%	31%	97
Užice	Postoji	23%	22%	97
Jagodina	Ne postoji	37%	36%	97

¹⁰⁶ Obuhvaćen je period 2012-2014. godine.

Zaječar	Postoji	38%	37%	96
Gornji Milanovac	Ne postoji	25%	24%	96
Smederevo	Postoji	28%	27%	95
Loznica	Postoji	45%	43%	95
Paraćin	Postoji	43%	41%	95
Novi Pazar	Ne postoji	57%	54%	94
Sremska Mitrovica	U proceduri	30%	28%	94
Kruševac	Postoji	39%	37%	94
Vršac	Postoji	37%	34%	93
Čuprija	Ne postoji	37%	34%	92
Leskovac	Postoji	47%	43%	91
Valjevo	Postoji	24%	22%	91
Šabac	U proceduri	32%	28%	88
Nis	U proceduri	41%	36%	87

Izvor: Podaci su preuzeti sa internet stranica APR-a i SIEPA-e

Kao zaključak ovog razmatranja svakako se može reći da lokalne samouprave koje žele da unapređuju rad svoje administracije i da sarađuju sa privatnim i nevladinim sektorom, a koje to i potvrde kroz proces sertifikacije, imaju bolje performanse od lokalnih samouprava koje u ovaj proces ne žele da uđu.

U određenim situacijama kada lokalne samouprave žele da aktivno upravljaju svojim dugom mogu se odlučiti za **dobijanje kreditnog rejtinga** od odgovarajućih rejting agencija, što predstavlja korak dalje u odnosu na sertifikaciju lokalnih samouprava.

Već dugo vremena na tržištu dominiraju tri agencije, S&P (Standard & Poors), Moody's Investor Service i Fitch Ratings. Pored ovih postoje i mnoge druge (regionalne ili globalne) agencije za kreditni rejting, neke i sa globalnim prisustvom kao ARC Ratings, Universal Credit Rating Group (UCRG) i mnogi drugi, ali oni nisu konkurencija „velikoj trojci“.

U teoriji, korišćenje usluga rejting agencija ima mnogo prednosti, kao što su lakše poređenje rizika i očekivanog prinosa između različitih izdavaoca hartija od vrednosti, pa se očekuje i lakši pristup tržištima i jeftinije finansiranje. Međutim, praksa je pokazala i značajne slabosti u vezi sa dobijanjem kreditnog rejtinga, kao što su pitanje nezavisnosti rejting agencija, neotkrivanje svih relevantnih informacija i statički

karakter čak i ako se ažurira u čestim intervalima.¹⁰⁷ Navedene slabosti naročito dolaze do izražaja u vremenima tržišne nestabilnosti kada je utvrđivanje adekvatnog kreditnog rizika i najpotrebnije za donošenje odluka. Zbog svega navedenog, za lokalne samouprave u Srbiji dobijanje kreditnog rejtinga uglavnom nije opravdano. To ima smisla za samo nekoliko najvećih gradova koji planiraju da izdaju municipalne obveznice, a naročito ako žele da se zadužuju na inostranim finansijskim tržištima.

Gradovi Kraljevo, Valjevo i Novi Sad su od donatora dobili podršku za dobijanje prvih kreditnih rejtinga lokalnih samouprava u Srbiji, ali je samo Grad Novi Sad nastavio da redovno plaća usluge rejting agencije Moody's Investor Service tako da danas ima kreditni rejting B1.¹⁰⁸

Grad Beograd je na sednici Skupštine 15. septembra 2015. godine doneo odluku da se pristupi dobijanju kreditnog rejtinga kako bi se u 2016. godini pristupilo refinansiranju postojećih kreditnih obaveza izdavanjem municipalnih obveznica.¹⁰⁹ Ostaje nada da će bar jedan deo municipalnih obveznica biti izdat na domaćem tržištu za domaće investitore, iako se može očekivati da se najveći deo duga refinansira na međunarodnom finansijskom tržištu kroz proces izdavanja euro-obveznica.

Od ostalih glavnih gradova zemalja bivše Jugoslavije, kreditni rejting ima samo Zagreb (Ba1 izdat od strane rejting agencije Moody's).

*

Nakon što su komentarisani pasivni instrumenti lokalnog ekonomskog razvoja usmereni na unapređenje institucionalnog okvira i uslova za poslovanje, u nastavku će akcenat biti na aktivnim, odnosno preduzetničkim instrumentima lokalnog ekonomskog razvoja.

1) Inkubator biznis centar (*Incubator Business Center*)

Inkubator biznis centar je kompleksan projekat kojim lokalna vlast pruža mogućnost pojedincima da otpočnu sopstveni biznis pod povoljnim i motivišućim uslovima, te na taj način da doprinesu lokalnom ekonomskom razvoju. Faza otpočinjanja biznisa je najkritičnija, jer pojedinci imaju mnogo problema za finansiranjem i organizovanjem biznisa, pa ukoliko to ne teče kako su planirali, oni vrlo brzo odustanu. Zato su projekti biznis inkubatora i osmišljeni kao podrška lokalnom biznisu u početnoj fazi razvoja,

¹⁰⁷ „Pogrešno procenjivanje" rejtinga u odnosu na tržište nije retko jer rejting agencije obično objavljuju svoje komentare ili menjaju ocenu kreditnog rejtinga po proteku izvesnog vremena nakon značajnih događaja. U međuvremenu investitori su već uračunali efekte tih događaja u cene finansijskih instrumenata pa izmena ocene kreditnog rejtinga nema puno uticaja na tržište.

¹⁰⁸ Inicijalni kreditni rejting je bio Ba3, ali nakon što je Moody's izdao kreditni rejting Republici Srbiji B1 u 2013. godini, on je i prilagodio kreditni rejting Novog Sada na B1. Inače, važno je i na ovom mestu napomenuti da pomenuti kreditni rejting znači da se radi o špekulativnim investicijama sa značajnim rizikom.

¹⁰⁹ http://www.b92.net/biz/vesti/srbija.php?yyyy=2015&mm=09&dd=15&nav_id=1039610.

kada su ove firme i najugroženije. Prema podacima koji se odnose na privredu SAD, u prvoj godini neuspeh doživi preko 25% kompanija, dok kraj pete godine doživi manje od 45%, dok više od 90% kompanija koje su prošle period „inkubacije“ doživi svoj peti rođendan.¹¹⁰

Lokalna vlast obično obezbeđuje poslovni prostor za poslovni inkubator, a po pravilu se u te svrhe preurede zapušteni i napušteni poslovni prostori ili velike površine napuštene zemlje. Ovako koncipirani poslovni prostor se daje u zakup preduzetnicima, najčešće uz nisku nadoknadu ili bez nadoknade. Pored ovoga, inkubator obezbeđuje tehničku podršku za računovodstvene poslove, podršku u procesu zapošljavanja radnika, administrativnu i pravnu pomoć i slično.

Korisnik inkubatora se obično zadržava u tom prostoru dok ne razvije biznis i bude u stanju da sam snosi sve troškove funkcionisanja firme, a u nekim lokalnim samoupravama se vreme ostanka ograničava na 1-2 godine, u zavisnosti od vrste posla.¹¹¹

Osnivanje biznis inkubatora pozitivno deluje na veliki broj mogućih korisnika na tom prostoru, te doprinosi jačanju preduzetničke kulture, povećanju znanja o finansijama i menadžmentu, stanju na tržištu, te direktno utiče na otvaranje novih radnih mesta, minimiziranje nezaposlenosti i smanjivanje ekonomskih migracija.

Neke tranzicione zemlje su iskoristile potencijale inkubatora, a među njima se ističu Češka, Mađarska, Slovenija, itd.

Inkubatori se uspešno koriste i u razvijenim zemljama jer i u tim zemljama preduzetnicima i preduzećima koja su tek osnovana treba podrška (SAD, Velika Britanija, skandinavske zemlje, Italija, itd.).¹¹² Prema studiji koju je izradilo Ministarstvo trgovine SAD, efekti osnivanja biznis inkubatora su više nego fascinantni – na svakih uloženi 10.000 dolara u biznis inkubatore, generiše se 47-69 novih radnih mesta.¹¹³ Poređenja radi, po Uredbi Vlade Republike Srbije iz 2012. godine, za privlačenje „strateških investitora“ poreski obveznici treba da plate 4 do 10 hiljada evra po svakom radnom mestu,¹¹⁴ tako da neosnovanost ove mere za podsticanje ekonomskog razvoja ne treba ni komentarisati.

¹¹⁰ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 64.

¹¹¹ Snežana Đorđević (2009), *Priručnik za moderno upravljanje lokalnim ekonomskim razvojem*, Čigoja, Beograd, str. 78 -79.

¹¹² Snežana Đorđević (2009), *Priručnik za moderno upravljanje lokalnim ekonomskim razvojem*, Čigoja, Beograd, str. 80.

¹¹³ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 62.

¹¹⁴ http://www.b92.net/biz/komentari.php?nav_id=599191.

U Srbiji postoji 17 funkcionalnih biznis inkubatora i još 3 koja su registrovana i nalaze se u fazi odabira „stanara“, dok gradovi Pančevo, Valjevo i Kraljevo imaju inicijativu za osnivanje biznis inkubatora.¹¹⁵ Oni su osnovali i udruženje pod nazivom Mreža biznis inkubatora Srbije.

Prosečan biznis inkubator u Srbiji ima oko 9 korisnika, a ti korisnici zapošljavaju u proseku oko 40 radnika. Sa druge strane, prosečan broj zaposlenih u pravnom licu za upravljanje biznis inkubatorom je 4.¹¹⁶ Međutim, nerazumevanje suštine biznis inkubatora često može dovesti do njegovog neuspeha. Iako se za potrebe formiranja biznis inkubatora najčešće koriste napuštene poslovne zgrade (da bi zakup mogao da bude besplatan ili što jeftiniji), u Srbiji postoje primeri da se u adaptaciju poslovnog prostora za biznis inkubator investiralo i preko 500 hiljada evra.¹¹⁷ Koliko je ovo pogrešno govori i činjenica da su u svetu sve više popularni „virtuelni“ biznis inkubatori, gde se korisnicima pružaju samo usluge (konsaltinga, računovodstva, administracije...) dok oni rade iz svoje kuće (ili stana). Za opstanak novoosnovane kompanije ove usluge su od mnogo veće važnosti u odnosu na poslovni prostor.

Po podacima Agencije za privredne registre, u prvih 5 meseci 2015. godine u Srbiji se osnovalo preko 3.500 novih preduzeća a iz registra izbrisano preko 800 preduzeća. U istom periodu je osnovano preko 12 hiljada preduzetnika, a isto toliko je i izbrisano iz registra.¹¹⁸ Imajući u vidu ove cifre svakako se nameće zaključak da postojeći biznis inkubatori nisu dovoljni da se značajnije podrži lokalni ekonomski razvoj. Ako bi se lokalna samouprava odlučila da primeni preduzetničke instrumente lokalnog ekonomskog razvoja, otvaranje (virtualnog) biznis inkubatora bi svakako bilo najbolje rešenje.

2) Industrijski parkovi

Pored biznis inkubatora koji su fokusirani na tek osnovana preduzeća koja uglavnom imaju usluge kao preovlađujuću delatnost, u mnogim zemljama se osnivaju industrijski parkovi koji su namenjeni za preduzeća koja imaju proizvodnju kao preovlađujuću delatnost. Pojam industrijski park obuhvata tri tipa parkova, i to: industrijski, tehnološki i naučni. Pomenuti parkovi predstavljaju zemljište koje je uređeno na specifičan način na teritoriji lokalne samouprave, koje se nudi domaćim ili stranim investitorima da započnu ili unaprede svoj posao.

¹¹⁵ <http://www.bitf.rs/cms/item/clubs/sr/networks/incubators.html>.

¹¹⁶ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 63.

¹¹⁷ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 64.

¹¹⁸ <http://www.apr.gov.rs/odnosisjavnoscuvesti.aspx>.

Industrijski parkovi služe kako pojedincima, tako i za podsticaj čitave ekonomije. Industrijski park jeste i bolji način saradnje lokalne samouprave i zainteresovanih investitora u odnosu na *greenfield* investicije (zemljište bez infrastrukture).¹¹⁹

U Srbiji se izraz “industrijski parkovi“ koristi kada se govori o nekoliko stvari. Prvo, industrijski park podrazumeva industrijsku zonu kao zemljište koje je namenjeno za obavljanje proizvodno-industrijske delatnosti. U užem smislu, industrijski park je infrastrukturno opremljeno zemljište (struja, voda, kanalizacija sakupljanje otpada, služba obezbeđenja...) koje upravnik industrijskog parka uređuje sa ciljem da ga stavi na raspolaganje većem broju privrednih subjekata i da na taj način smanjiti troškove. Pored aspekta prostora, korisnicima industrijskog parka se uglavnom pružaju i usluge (knjigovodstvene, finansijske, marketinške informacione tehnologije...) određene ugovorom između upravnika i korisnika industrijskog parka.¹²⁰

U razvijenim tržišnim privredama industrijski parkovi se najčešće osnivaju kroz formu javno-privatnih partnerstava. Lokalna samouprava obično obezbeđuje zemljište i deo infrastrukturnog opremanja. Sa druge strane privatni partner pruža dodatne usluge korisnicima industrijskog parka.

Tranzicione zemlje uvek uključuju industrijske parkove, dok tehnološki i naučni parkovi često ostaju po strani. U svetu postoje različiti tipovi parkova, zasnovani na različitim poslovnim idejama. Verovanje mnogih čelnika lokalne samouprave je da ovi parkovi mogu postati “motori razvoja savremene privrede“.¹²¹

Za razliku od svetske prakse u kojoj su industrijski parkovi uglavnom specijalizovani i koji su rezultat strateškog planiranja lokalne samouprave, industrijski parkovi u Srbiji su uglavnom opšte namene. Drugi nedostatak industrijskih parkova u Srbiji je i činjenica da u situacijama gde upravitelj industrijskog parka postoji, onda je to uglavnom preduzeće čiji je osnivač lokalna samouprava, a ne privatni partner.

Kao posledica pomenutih faktora, industrijski parkovi nemaju značajan broj korisnika, tako da zbog niske popunjenosti kapaciteta najčešće ne postoji ekonomija obima i niski troškovi zajedničkog korišćenja. Od 26 industrijskih zona i parkova, samo 6 ima više od 20 zainteresovanih investitora.¹²² Sa druge strane, postoji i nekoliko naučno-tehnoloških parkova u Srbiji. Po svojoj veličini, najznačajniji je park na Zvezdari u Beogradu, ali postoje i parkovi Čačku, dok se u Kragujevcu i Novom Sadu uskoro očekuje formiranje

¹¹⁹ Snežana Đorđević (2009), *Priručnik za moderno upravljanje lokalnim ekonomskim razvojem*, Čigoja, Beograd, str. 81.

¹²⁰ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 58.

¹²¹ Snežana Đorđević (2009), *Priručnik za moderno upravljanje lokalnim ekonomskim razvojem*, Čigoja, Beograd, str. 82.

¹²² Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 60.

ovih institucija. Na žalost, i naučno tehnološki parkovi dele sudbinu industrijskih parkova, pa uglavnom nisu u potpunosti popunjeni niti se koriste svi njihovi kapaciteti.

3) Program finansijske podrške privrednim subjektima

U situacijama kada ne postoji kapacitet lokalne samouprave da organizuje biznis inkubator ili industrijski park, obično postoji određeni program finansijske podrške privrednim subjektima. U najvećem broju slučajeva ova podrška se odnosi na mala i srednja preduzeća i poljoprivrednike.

Ova podrška je najčešće u formi beskamatnih pozajmica od strane lokalne samouprave ili u formi subvencionisanih kredita.¹²³ Od ponuđenih alternativa, ova druga se čini kao bolja jer poslovna banka odlučuje ko će biti korisnik subvencionisanog kredita, a lokalna samouprava snosi trošak subvencionisanja. Međutim, ova mera za podsticanje lokalnog ekonomskog razvoja često ima mali obuhvat jer privredni subjekti često kasno saznaju za navedeni konkurs, lokalna samouprava nema adekvatan sistem nadzora i na kraju, održivost ovih programa najčešće ne postoji.¹²⁴

4) Pružanje komunalnih usluga kroz privatno-javna partnerstva

Lokalne samouprave koje imaju partnerski odnos sa svojim građanima i privrednom mogu da se odluče da povere pružanje komunalnih usluga kroz privatno-javna partnerstva, ili da kroz ugovorni odnos u potpunosti povere određene komunalne usluge privatnom sektoru.

Komunalne usluge su jako važne kako za kvalitet života građana u jednoj lokalnoj samoupravi, tako i za konkurentnost lokalne privrede. U prethodnim delovima ovog rada bilo je više reči o tome koje su sve nadležnosti lokalne samouprave, a u današnjim uslovima jedan deo komunalnih usluga se može obavljati kroz formu privatno-javnog partnerstva ili se mogu u potpunosti poveriti privatnim kompanijama.

Uključivanje privatnih kompanija u obavljanje komunalnih delatnosti deluje pozitivno na lokalni ekonomski razvoj kako kroz povećanje kvaliteta usluga i smanjenje cena, tako i kroz oslobađanje resursa lokalne samouprave koje ona može da upotrebi za nadležnosti za koje (u tom trenutku) nije zainteresovan privatni sektor. Što je manje resursa pod kontrolom lokalne samouprave (finansijskih, kadrovskih, zemlje i nepokretnosti...), to je više prostora ostavljeno za privatnu inicijativu i podsticanje lokalnog ekonomskog razvoja.

¹²³ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 69.

¹²⁴ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 70.

Što je manje finansijskih resursa potrebno lokalnoj samoupravi, to je se poreska opterećenja mogu više smanjiti, pa lokalna samouprava postaje konkurentnija u odnosu na druge lokalne samouprave.

I pored očiglednih pozitivnih efekata privatno-javnih partnerstava na lokalni ekonomski razvoj, ozbiljnija primena ovog instrumenta se obično dešava kada lokalna samouprava iscrpi sve svoje finansijske resurse (postojeća slobodna sredstva i potencijal za zaduživanje) pa je prosto primorana da počne ozbiljniju saradnju sa privatnim sektorom.¹²⁵

U pružanju određenih komunalnih usluga moguće je napraviti tržišnu utakmicu između različitih pružaoca tih usluga (na primer vrtići, podzemne garaže, javni prevoz...). Međutim, u pojedinim slučajevima konkurenciju na tržištu mora zameniti konkurencija za tržište (vodosnabdevanje, upravljanje komunalnim otpadom...).¹²⁶

Uvođenje obavezne programske klasifikacije¹²⁷ u izradi i usvajanju budžeta podrazumeva veći stepen praćenja rezultata komunalnih preduzeća, što će omogućiti i poređenje poslovanja komunalnih preduzeća u vlasništvu lokalne samouprave i onih koja predstavljaju partnerstvo lokalne samouprave i privatnog sektora.

Kroz ciljeve i indikatore definisane programskim budžetom se meri ne samo cena i kvalitet usluge, veći troškovi koji su nastali da bi se određena usluga pružila (broj zaposlenih, procenat naplate...).

Pored nezainteresovanosti lokalnih samouprava u Srbiji za ozbiljnije partnerstvo sa privatnim sektorom, jedan od glavnih problema za privlačenje privatnog kapitala u oblast komunalnih usluga je i činjenica da javna komunalna preduzeća nisu organizovana u formi društava kapitala,¹²⁸ pa proces dokapitalizacije od strane privatnih partnera nije moguć.¹²⁹

Sa druge strane, javna preduzeća su izostavljena od svih ograničenja u pogledu zapošljavanja, limitiranja plata i ostalih mera fiskalne konsolidacije Republike Srbije, tako da su postala ključno mesto za partijsko zapošljavanje. Imajući u vidu pomenuto, nije čudno što najveći broj javnih preduzeća posluje sa gubicima, što kvalitet usluge nije na zadovoljavajućem nivou, te što se gubici u poslovanju pokrivaju subvencijama iz budžeta lokalne samouprave.

¹²⁵ Dobar primer za ovo je Grad Beograd koji se prvo zadužio preko 400 miliona evra, pa tek tada počeo da razmišlja šta od komunalnih i drugih usluga može da pruži i privatni sektor.

¹²⁶ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 42.

¹²⁷ Od 2015. godine je za lokalne samouprave obavezno da pripremaju programski budžet, što znači da je i programska klasifikacija sastavni deo budžeta.

¹²⁸ Zakon o javnim preduzećima, "Sl. glasnik RS", br. 119/2012, 116/2013 - autentično tumačenje i 44/2014.

¹²⁹ Dušan Vasiljević (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd, str. 43.

Kao dobar izgovor za poslovanje sa gubitkom kod javnih preduzeća često se navodi činjenica da su cene komunalnih usluga određene od strane skupštine lokalne samouprave na izrazito niskom nivou da bi se održavao socijalni mir. To u određenom broju slučajeva može biti ograničavajući faktor da se privatni sektor ozbiljnije uključi u pružanje komunalnih usluga, ali svakako nije izgovor da se privatnom sektoru bar ne ponudi mogućnost da se uključi i u ovaj segment poslovanja.

2.3. Municipalne obveznice kao instrument lokalnog ekonomskog razvoja u Srbiji

Na kraju ovog poglavlja svakako još jednom treba istaći kakvu ulogu mogu imati municipalne obveznice kao instrument lokalnog ekonomskog razvoja. One se prožimaju i u stalnoj su interakciji sa drugim instrumentima lokalnog ekonomskog razvoja. Pošto je „nagrada“ na kraju procesa izdavanja municipalnih obveznica prilično primamljiva, novac na računu lokalne samouprave, podsticanje i ostalih instrumenata lokalnog ekonomskog razvoja je onda suštinskog, a ne deklarativnog karaktera. Naime, kod izdavanja municipalnih obveznica,¹³⁰ Prospekt obavezno mora da sadrži budžete za prethodne tri godine i njihovo izvršenje. Struktura prihoda lokalne samouprave naročito mora da budu istaknuta, kao i struktura troškova. Dobar, jasan i transparentan budžet lokalne samouprave (mišljenje revizora je sastavni deo Prospekta) je osnov da investitori daju podršku lokalnoj samoupravi da se zaduži putem izdavanja municipalnih obveznica.¹³¹

Određeni elementi strateškog planiranja lokalne samouprave su takođe obavezan deo Prospekta.¹³² U njemu se navode realizovani projekti u proteklom periodu, planirani projekti za narednih 5 godina, kao i projekcije budžeta za period na koji se izdaju municipalne obveznice. Iako se investitori ne naplaćuju direktno iz prihoda od projekta koji se finansira,¹³³ investitori ocenjuju dugoročnu sposobnost lokalne samouprave da izmiruje svoje dugove i na osnovu odabira projekata.¹³⁴

¹³⁰ Naročito putem javne ponude.

¹³¹ Opština Mionica je krenula u proces izdavanja municipalnih obveznica, ali ni jedna banka niti brokersko-dilersko društvo nisu želeli da im daju ponudu za pružanje usluga pokrovitelja emisije. Glavni razlog za nedostavljanje ponuda je činjenica da su revizori dali značajne zamerke u vezi završnih računa koje je opština objavila. Finansijske institucije nisu želele da budu posrednici koji će građanima da ponude investiranje u municipalne obveznice opštine koja nema jasnu finansijsku sliku. Epilog ovog procesa je da su banke odlučile da kreditiraju Mionicu kako bi ih podržali u investicionim projektima, pa kada se transparentnost budžetiranja popravi, biće prilike i za municipalne obveznice.

¹³² Prospekt Stare Pazove, http://www.unicreditbank.rs/doc/prospekt_stara_pazova.pdf str 93 - 100.

¹³³ Osim u slučaju prihodovnih municipalnih obveznica koje još nisu izdate u Republici Srbiji.

¹³⁴ Kada je grad Užice razmatrao izgradnju bazena, investitori koji bi kupovali municipalne obveznice su ocenili da Užice ima i većih prioriteta u odnosu na zatvoreni bazen, pa su zbog toga uvećali kamatnu stopu, što je dovelo do toga da je Užice moralo da uzme kredit da bi finansiralo ovaj projekat.

Kancelarije za LER su obično vrlo aktivni učesnici procesa pripreme Prospekta i kasnije procesa prezentovanja emisije municipalnih obveznica. Njihova uloga je obično dvojaka – da kandiduju projekte za finansiranje, kao i da aktivno rade sa privrednicima i građanima na promovisanju ovoga načina finansiranja lokalne samouprave. U dosadašnjim iskustvima izdavanja municipalnih obveznica u Srbiji, kancelarije za LER su odlično odradile svoj posao i dodatno povećale svoj kapacitet za unapređenje lokalnog ekonomskog razvoja.

Što se sertifikacije tiče, sve lokalne samouprave koje su do sada izdavale municipalne obveznice su ili u procesu NALED-ove sertifikacije,¹³⁵ ili su taj proces završile.¹³⁶ Šta više, Stara Pazova ima regionalni sertifikat¹³⁷ koji ju je stavio na investicionu mapu regionalnih investitora, pa s tim u vezi i ne čudi što je za emisiju municipalnih obveznica opštine Stara Pazova bilo najviše interesovanja.

Iako je ranije pomenuto da kreditni rejting nije neophodan uslov za izdavanje municipalnih obveznica u Srbiji, važno je napomenuti da je Novi Sad upravo zbog činjenice da je izdao municipalne obveznice nastavio da plaća godišnje naknade rejting agenciji Moody's i zadržao svoj kreditni rejting.¹³⁸

Imajući u vidu sve pomenuto, jasno je da municipalne obveznice imaju veoma pozitivan uticaj na ostale instrumente lokalnog ekonomskog razvoja koji su usmereni na poboljšanje institucionalnog okvira i uslova za poslovanje. Sa druge strane, potencijal „saradnje“ sa preduzetničkim instrumentima lokalnog ekonomskog razvoja tek predstoji. Ni jedna lokalna samouprava koja se odlučila da se zadužuje nije novac iskoristila za kreiranje biznis inkubatora. Samo je Pančevo u svojim planovima za upotrebu novca od izdavanja municipalnih obveznica predvidelo izradu projektne dokumentacije za industrijsku zonu. Međutim, najveći potencijal u „saradnji“ municipalnih obveznica i uvođenju privatno-javnih partnerstava u obezbeđivanje komunalne infrastrukture u lokalnim samoupravama u Srbiji. Naime, municipalne obveznice su odličan „treening“ za zaposlene u lokalnoj samoupravi kako bi se pripremili za još kompleksnije zadatke u formiranju privatno-javnih partnerstava.

Kroz izdavanje municipalnih obveznica lokalna samouprava postaje „vidljivija“ privatnim partnerima koji nameravaju da ulaze u privatno-javna partnerstva. Na kraju, izdavanjem municipalnih obveznica lokalna samouprava može doći do svog dela sredstava koja su potrebna da se ulože u privatno-javno partnerstvo. Činjenica da će sami građani biti delom investitori u municipalne obveznice govori u prilog tome da će oni biti njihovi korisnici i da će sa pažnjom pratiti efekte privatno-javnog partnerstva, čime se povećava šansa za uspeh takvog projekta.

¹³⁵ Novi Sad, Šabac i Pančevo.

¹³⁶ Stara Pazova.

¹³⁷ Business Friendly Certification South East Europe - BFC SEE.

¹³⁸ Valjevo i Kraljevo nisu ni nastavili sa plaćanjem naknada za kreditni rejting.

Na pomenuti način se kroz municipalne obveznice i privatno-javna partnerstva ostvaruje saradnja sva tri sektora (lokalne samouprave, privrede i građana) u postizanju što dinamičnijeg lokalnog ekonomskog razvoja.

*

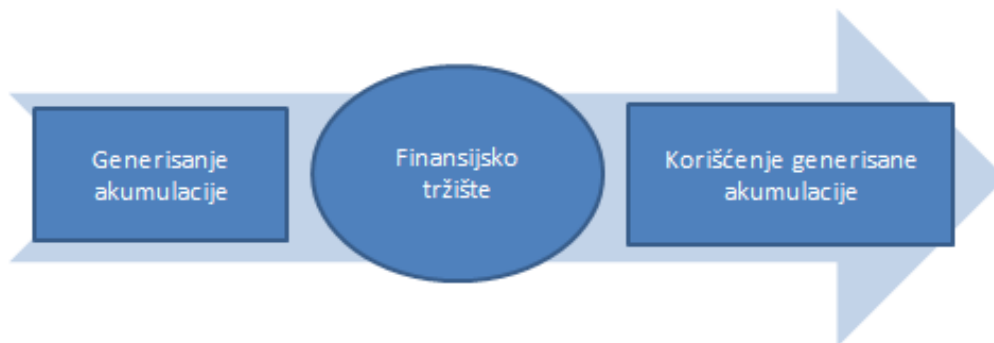
Iz svega navedenog u okviru ovog poglavlja, može se zaključiti da je potvrđena hipoteza da su municipalne obveznice odličan instrument za razvoj lokalne samouprave i veću participaciju građana u donošenju odluka. Šta više, među prvim lokalnim samoupravama koje finansiraju svoje kapitalne investicione projekte izdavanjem municipalnih obveznica pojavile su se one lokalne samouprave koje vode računa o participaciji građana u donošenju odluka o budžetu i odluka o investicijama, a koje se brže razvijaju upravo zbog odgovornog upravljanja finansijama lokalne samouprave.

3. FINANSIJSKI SISTEM I FINANSIJSKI INSTRUMENTI NA TRŽIŠTU KAPITALA

Postoji puno definicija finansijskog tržišta, u zavisnosti od toga koju njegovu specifičnost autor želi da istakne u prvi plan. Jedna od definicija opisuje finansijsko tržište kao ambijent u kome se emituju i prenose finansijska potraživanja (obaveze) i izražava i realizuje ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima.¹³⁹

Finansijsko tržište, kao jedan od osnovnih segmenata modernog ekonomskog sistema, predstavlja jedinstven sistem posredništva između učesnika ekonomskog proizvodnog ciklusa koji stvaraju višak resursa i učesnika ekonomskog proizvodnog ciklusa koji taj višak generisanih resursa koriste u svom proizvodnom procesu. Može se reći da finansijsko tržište obavlja alokaciju akumulacije (štednje), u cilju njene najefikasnije upotrebe u proizvodnji, pri čemu je vlasnici stavljaju na raspolaganje proizvodnim subjektima u obliku kredita ili ulaganja u obveznice ili akcije.¹⁴⁰

Ilustracija u nastavku upravo prikazuje, na jedan krajnje pojednostavljeni način, osnovni tok viška generisanih resursa, čime se pokazuje osnovna svrha i logika postojanja finansijskih tržišta u modernim ekonomskim sistemima.



Slika 3: Transferna uloga finansijskog tržišta – osnovni model

Empirijski i teorijski razvoj moderne ekonomije, dovode do značajnog uvećanja složenosti celokupnog ekonomskog sistema, koji danas podrazumeva značajan broj učesnika i posrednika u procesu stvaranja ekonomske dobiti.

Paralelno sa razvojem moderne robne proizvodnje i kreditnog sistema, kontinuirano se stvaraju različiti oblici platnih i kreditnih instrumenata. Preko ovih instrumenata se registruju i prenose novčane obaveze i potraživanja različitih učesnika u procesu

¹³⁹ Branko Vasiljević (2009), *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 11.

¹⁴⁰ Branko Vasiljević (2009), *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 12.

reprodukcije.¹⁴¹ Ovi efekti su možda najvidljiviji u postojanju sve šire strukture finansijskih instrumenata i to naročito u segmentu izvedenih finansijskih instrumenata – derivata, koji poprimaju sve kreativnije oblike, a sve zbog želje investitora da se zaštite i/ili izlože određenim vrstama rizika.

Složenost modernog finansijskog tržišta svakako da nosi značajan broj problema za njegove učesnike i to prvenstveno u oblasti kompleksnosti njegovog sagledavanja i regulacije. Sa druge strane, složenost nosi i značajan broj unapređenja, s obzirom da praćenjem modernizacije finansijska tržišta postaju efikasnija i svojim učesnicima potencijalno donose veću vrednost u odnosu na novostvorene negativne efekte.

Poslednja Svetska ekonomska kriza, čiji početak se vezuje za 2008. godinu i američko finansijsko tržište, predstavlja očigledan dokaz evolucije ekonomskih sistema, finansijskih tržišta i finansijskih instrumenata. Međutim, važno je istaći da finansijska tržišta, naročito ona sa dužom tradicijom, imaju mogućnost regeneracije i oporavka u razumno kratkom roku, a što pokazuje vrednost berzanskih indeksa.¹⁴² Sa druge strane, finansijska tržišta u nerazvijenim tržišnim privredama, gde je uticaj države još uvek veliki, imaju tendenciju da se oporavljaju u znatno dužem vremenskom periodu, što nikako ne znači da država treba da „daje doprinos“ tom oporavku. Pored prethodno pomenutog, značajan fenomen na razvoj finansijskog tržišta je globalizacija, čiji sve izraženiji trend utiče na spajanje lokalnih finansijskih tržišta u jedno, globalno finansijsko tržište.

3.1. Funkcije finansijskog tržišta

Kao što je prethodno naglašeno, struktura finansijskog tržišta je veoma složena i vremenom postaje sve složenija, dok sam ciklus finansijskih operacija uključuje značajan broj različitih činilaca i učesnika.

U cilju sagledavanja funkcija finansijskog tržišta česta je podela finansijskog sistema na tržište novca i tržište kapitala. Uvažena i u teoriji jako česta definicija tržišta novca jest da je to tržište finansijskih instrumenata čiji je rok dospeća do jedne godine, a

¹⁴¹ Branko Vasiljević (2009), *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 9.

¹⁴² Po definiciji Beogradske Berze, „berzanski indeks je posebno odabrana grupa akcija (tzv. indeksna korpa) i njegova osnovna uloga jeste da jednoznačno iskaže smer i intenzitet kretanja vrednosti akcija kojima se trguje na određenom tržištu“. Berzanski indeks omogućava investitorima da imaju informacije u pogledu tržišnih kretanja za deo tržišta na koji se indeks odnosi. Prvi berzanski indeksi datiraju iz XIX veka, kao što je *Dow Jones Industrial Average – DJIA*. Ovaj indeks je i danas jedan od najviše korišćenih svetskih indeksa. Vrednost berzanskog indeksa Dow Jones Industrial Average ja na dan 12.10.2007. godine iznosila 14.093 indeksnih poena, da bi vrednost istog indeksa na dan 06.03.2009. godine iznosila samo 6.626 indeksnih poena. Oporavak je usledio za nekoliko godina, pa na dan 22.02.2013. godine vrednost indeksa opet dostiže 14.000 indeksnih poena.

obuhvaćena je i trgovina novcem, kao specifičnom finansijskom aktivom.¹⁴³ Sa druge strane, na tržištu kapitala razmenjuju se finansijski instrumenti čiji je rok dospeća preko jedne godine.¹⁴⁴

Dalja podela finansijskog tržišta može biti na primarno i sekundarno.

Primarno finansijsko tržište je segment finansijskog tržišta na kome se sa jedne strane pojavljuju investitori koji plasiraju svoj višak finansijskih sredstava, dok se sa druge strane ta finansijska sredstva prikupljaju od strane izdavaoca finansijskih instrumenata (npr. kompanije). Tako prikupljena sredstva, izdavaoci koriste u svom regularnom poslovanju i investicionom ciklusu. Transfer na primarnom tržištu se može obaviti uz postojanje posrednika, u formi bankarskih grupacija, osiguravajućih kuća, penzionih i investicionih fondova, ili u procesu direktne komunikacije prodavca (emitenta) i kupca (poverioca, kreditora).

Na sekundarnom finansijskom tržištu se takođe susreću investitori koji plasiraju svoj višak sredstava, ali sa druge strane se nalaze prodavci – investitori koji su na primarnom tržištu investirali u finansijske instrumente (a ne izdavaoci). Sekundarna finansijska tržišta su veoma važna, jer da ona ne postoje investitori ne bi mogli da konvertuju svoje finansijske instrumente u novac kada im je on potreban.

Utvrdjivanje cene finansijskih instrumenata predstavlja još jednu od osnovnih funkcija finansijskog tržišta. Proces utvrđivanja cene finansijskih instrumenata je uslovljen samim tipom finansijskog instrumenta, očekivanom visinom rizika i prinosa ali i strukturom informacija dostupnih investicionoj javnosti, na bazi kojih se u krajnjoj instanci i formiraju očekivanja tržišnih učesnika.

Naročit teorijski doprinos analizi efekta dostupnih informacija na formiranje cena finansijskih instrumenata dao je američki autor Eugen Fama,¹⁴⁵ formiranjem hipoteze efikasnog tržišta. Hipoteza o efikasnom finansijskom tržištu ima tri forme: slabu, srednje jaku i jaku formu efikasnosti. Ova podela je napravljena u zavisnosti od brzine uključivanja informacija u cene finansijskih instrumenata i mogućnosti da se odstupanje cena finansijskih instrumenata od njihove fer tržišne vrednosti iskoristi za ostvarivanje dobiti na finansijskom tržištu.

Razvijeno i efikasno finansijsko tržište omogućava smanjenje troškova trgovine finansijskim instrumentima na bazi adekvatnih informacija koje su dostupne učesnicima na finansijskom tržištu. Prethodno definisani tržišni okvir se u značajnoj meri obezbeđuje postavljanjem adekvatnog i efikasnog regulatornog okvira, koji će

¹⁴³ Branko Vasiljević (2009), *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 15.

¹⁴⁴ Branko Vasiljević (2009), *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 16.

¹⁴⁵ Eugen Fama (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, New York.

omogućiti jednake uslove svim učesnicima tržišne utakmice, bez mešanja države u samu tržišnu utakmicu, u skladu sa osnovnim postulatom tržišne ekonomije.

3.2. Institucije i učesnici na finansijskom tržištu

Finansijski sistem svake države čini veliki broj učesnika, regulatori, organizatori tržišta, depozitarne i klirinške institucije, brokersko dilerska društva, market mejkeri, investitori i izdavaoci.¹⁴⁶

Regulativa i regulatorni organi na finansijskom tržištu

Postoji nekoliko razloga zbog kojih je potrebna regulacija na finansijskim tržištima.¹⁴⁷ Prvo, tržišni mehanizmi sami po sebi nisu savršeni, tako je da potrebno zaštititi pojedinačne investitore koji mogu pretrpeti štetu u transakcijama sa većim i bolje informisanim institucionalnim investitorima. Drugo, proces globalizacije i proces finansijskih inovacija nalažu da se regulative i supervizija finansijskih tržišta koordinišu na nadnacionalnom nivou. Na kraju, stabilna finansijska tržišta su preduslov makroekonomske stabilnosti, pa su zbog toga predmet regulacije u svim razvijenim zemljama.

Sa druge strane, suviše kompleksna regulacija dovodi do toga da finansijska tržišta postaju manje efikasna, te do seljenja učesnika na druge segmente tržišta koji su manje regulisani. Procesi pojačane regulacije su obično prisutni u doba finansijskih kriza, dok se u periodu oporavka i uspona finansijskih tržišta obično pribegava deregulaciji.¹⁴⁸

Regulisanje finansijskih tržišta se vrši preko nacionalnih pravnih izvora,¹⁴⁹ odnosno zakona (najviši nivo regulisanja), podzakonskih akata (propisi koje donose nadležni regulatorni organi), samostalnih pravnih izvora (opšta akta i pravila poslovanja učesnika na finansijskom tržištu), sudske prakse (naročito u anglosaksonskim zemljama) i običaja (pisanih i nepisanih pravila ponašanja na finansijskom tržištu).

Posebna pažnja se posvećuje obavezi objavljivanja najvažnijih podataka izdavalaca finansijskih instrumenata, regulisanju oblasti finansijskog poslovanja, kao i rada finansijskih institucija.¹⁵⁰

¹⁴⁶ O investitorima i izdavaocima je više bilo reči u prethodnom tekstu, a o ostalim učesnicima će biti reči u tekstu koji sledi.

¹⁴⁷ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 86

¹⁴⁸ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 91

¹⁴⁹ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 92

¹⁵⁰ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 99

Na teritoriji Evropske Unije javila se posebna potreba za većom harmonizacijom nacionalnih regulativa i daljom konsolidacijom finansijskih tržišta, a što je dovelo do kreiranja nove zakonske regulative pod nazivom MiFID (*The Markets in Financial Instruments Directive*).¹⁵¹ Ova regulativa je počela da se primenjuje od 1. novembra 2007. godine i zamenila je dotadašnje Direktive za investicione usluge (*Investment Services Directive - ISD*).

MiFID je doprineo pojednostavljenju pružanja finansijskih usluga klijentima koji su imali operacije na više tržišta jer je za finansijske institucije uveo mogućnost da posluju i van nacionalnih okvira, pod uslovom da su regulisane od strane regulatora iz Evropske Unije.

U svojoj implementaciji MiFID ima četiri nivoa – kreiranje evropskog regulatornog okvira, kreiranje institucija za pomoć nacionalnim regulatorima (*European Securities and Markets Authority - ESMA*), harmonizacija nacionalnih regulativa i jedinstven nadzor primene novih zakona i pravila.¹⁵² Kao jedna od najvažnijih posledica implementacije MiFID regulative jeste mogućnost osnivanja multilateralnih trgovačkih platformi kao pandana tradicionalnim berzama koje su više regulisane.

Što se tiče regulatornih organa na finansijskom tržištu, postoje dva pristupa u njihovom formiranju i radu. Prvi je zasnovan na postojanju nekoliko regulatornih organa, gde svaki od njih pokriva jedan segment finansijskog tržišta, dok je drugi zasnovan na postojanju jednog regulatora.¹⁵³

Svaki regulator ima svoja dva glavna cilja - da zaštiti investitore koje koji nisu profesionalci na finansijskom tržištu i da održi fer i efikasno tržište.

Dobar primer zemlje sa više regulatora je Amerika. U Americi, Komisija za hartije od vrednosti (eng. *Securities and Exchange Commission – SEC*) je nezavisna i samostalna organizacija koja u određenom delu reguliše rad finansijskog tržišta donošenjem podzakonskih akata, ali i kontroliše i sankcioniše učesnike na njemu. Američki SEC je formiran 1934. godine, nakon Velike ekonomske krize i kraha finansijskih tržišta 1929. godine.

Pored Komisije za hartije od vrednosti koji kontroliše rad berzi i učesnike u poslovima sa hartijama od vrednosti, Sistem federalnih rezervi (*Federal Reserve System - FED*) kontroliše poslovanje banaka, Federalna korporacija za osiguranje depozita (*Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC*) osigurava štedne depozite, a Federalna agencija za finansiranje stanovanja (*Federal Housing Finance Agency - FHFA*) reguliše učesnike na sekundarnom hipotekarnom tržištu.¹⁵⁴

¹⁵¹ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 83

¹⁵² Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 85

¹⁵³ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 105

¹⁵⁴ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 108

Sa druge strane, zbog činjenice da su današnje finansijske institucije prisutne na gotovo svim segmentima finansijskog tržišta, javila se i potreba za kreiranje jedinstvenog regulatora za sve učesnike i sve poslove na finansijskom tržištu.

Tržište na kome se može videti postojanje jedinstvenog regulatora je Velika Britanija gde Nadležno telo za finansijske usluge (*Financial Service Authority - FSA*) kontroliše funkcionisanje čitavog finansijskog tržišta. Pored njega, centralna banka (*Bank of England*) vrši nadzor u delu kreditne aktivnosti.¹⁵⁵

Ostale razvijene zemlje imaju jedan od ova dva pomenuta modela regulacije na finansijskom tržištu, ili neku njihovu kombinaciju. U Srbiji je prisutan model sa više regulatora, gde oblast poslovanja sa finansijskim instrumentima kontroliše Komisija za hartije od vrednosti, dok poslovanje banaka, osiguravajućih društava i penzionih fondova kontroliše Narodna Banka Srbije.

Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije je osnovana u februaru 1990. godine sa ciljem da zaštiti investitore i obezbedi pravično i efikasno finansijsko tržište.

Komisija vrši nadzor nad primenom Zakona o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011), Zakona o preuzimanju akcionarskih društava („Sl. Glasnik RS“, br. 46/2006, 107/2009 i 99/2011), kao i Zakona o investicionim fondovima („Sl. Glasnik RS“, br. 46/2006, 51/2009 i 31/2011).

Komisija za svoj rad odgovara Narodnoj Skupštini Republike Srbije. Ona ima pet članova, uključujući i predsednika Komisije.

Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije je od maja 2002. godine članica Međunarodne organizacije regulatora tržišta kapitala (eng. *International Organization of Securities Commissions - IOSCO*), čime je znatno podstaknuta međunarodna kooperacija na nivou kontrole tržišta kapitala.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 109

¹⁵⁶ www.sec.gov.rs.

Berza

Berza predstavlja organizovano tržište na kome se trguje određenim robama (robne berze) ili finansijskim instrumentima (finansijske berze), a kada se na istoj berzi trguje i robama i finansijskim instrumentima, onda je u pitanju mešovita berza.¹⁵⁷ Ovom tržištu imaju pristup samo ovlašćeni učesnici – berzanski posrednici, a u mnogim slučajevima broj članova berze je ograničen.

Berzanski posrednici moraju poštovati unapred definisana pravila i propise berze, a za njihovo nepoštovanje, berza može da primeni sankcije, pa čak i da isključi berzanskog posrednika iz daljeg trgovanja.

Osnovna funkcija berze je da spoji ponudu i tražnju za finansijskim instrumentima. Nekada je berza bila zaista „mesto“ gde su dolazili brokeri i dileri, ali su se u poslednje vreme sve značajnije berze odlučile za elektronsko trgovanje, gde su se brokeri i drugi učesnici preselili u svoje kancelarije, a prostorije berze su ostale da se koriste za sastanke, seminare i podsećanje kako je trgovanje nekada izgledalo.

Smatra se da je Amsterdamska berza prva formalno organizovana berza na svetu,¹⁵⁸ i pored činjenice da je i pre toga bilo trgovine finansijskim instrumentima u Veneciji i Firenci početkom XIV veka. Glavni principi na kojima se zasniva poslovanje svake berze su spontanost i poverenje. Berza nije nastala državnom odlukom, već su „berze nastajale kao rezultat dogovora zainteresovanih trgovaca“, a na bazi višegodišnjeg poznavanja i međusobnog poverenja.¹⁵⁹

Osnovni tip berze je anglo-saksonski tip berzi koje predstavljaju privatne institucije osnovane od strane svojih članova, a gde je uloga države izuzetno mala.¹⁶⁰ Ovom tipu berze pripadaju i trenutno dve najznačajnije berze na svetu - berza u Londonu (osnovana 1773. godine) i berza u Njujorku (osnovana 1792. godine).

Sa druge strane, kontinentalni tip berzi je nastao kao rezultat državne akcije, ove berze su javnog karaktera gde je uloga države značajna. Primer ovakve berze je Pariska berza.

Na kraju, mešoviti tip berze jeste kombinacija prethodna dva modela, a ovakav tip berze se može videti u Nemačkoj, Austriji i Švajcarskoj. Ove berze osniva država, dok su njeni članovi privatne institucije (najčešće banke).¹⁶¹

U uslovima globalizacije i ujednačavanja u regulisanju berzi, ova podela polako gubi na značaju, a pomenuti tipovi berzi konvergiraju jedni drugima.

¹⁵⁷ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 51

¹⁵⁸ Osnovana 1602. godine.

¹⁵⁹ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 59

¹⁶⁰ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 60

¹⁶¹ Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd, str. 60

Sa aspekta načina formiranja cena, postoje dva tipa berzi – tržište zasnovano na naložima i kotaciono tržište.¹⁶² Tržište zasnovano na naložima je suštinski aukciono tržište gde klijenti daju naloge svojim berzanskim posrednicima koji ih unose u sistem berze gde se nalozi međusobno uparuju. Sa druge strane, kotaciona tržišta su tržišta gde glavnu ulogu imaju berzanski posrednici koji se nazivaju dileri ili market mejkleri. Ovi učesnici garantuju likvidnost tržištu jer oni stalno ispostavljaju kupovne i prodajne naloge u svoje ime i za svoj račun, a ovi nalozi se uparuju sa naložima klijenata.

Razvojem informacionih tehnologija, tradicionalne berze su dobile konkurenciju u vidu multilateralnih trgovačkih platformi (MTP) gde su uslovi za prijem učesnika i finansijskih instrumenata nešto manji u odnosu na klasične berze. Važno je napomenuti da su i multilateralne trgovačke platforme predmet regulacije i kontrole supervizora.

Istorija Beogradske berze nije zanemarljiva. Nakon usvajanja Zakona o javnim berzama (1886. godine), 21. novembra 1894. godine osnovana je Beogradska berza. Početkom XX veka, Berza je organizovala trgovanje različitim hartijama od vrednosti, a najtrgovanije su bile državne hartije. Berza nije radila od početka II svetskog rata, pa je kao institucija i zvanično ukinuta 1953. godine. Novi početak poslovanja Beogradske berze se vezuje za 1989. godinu, usvajanjem Zakona o tržištu novca i kapitala i formiranjem Jugoslovenskog tržišta kapitala. Jugoslovensko tržište kapitala menja svoje ime u Beogradsku berzu 1992. godine.

Nakon započete privatizacije, tokom 2000. godine, započinje nešto aktivnije poslovanje i razvoj Beogradske berze. Unapređenja su prisutna kako u segmentu trgovanja, tako i u segmentu unapređenja informacionih i drugih sistema.

Pomenuta unapređenja su najvećim intenzitetom izvršena tokom 2003. i 2004. godine, uvođenjem kontinuiranog i daljinskog trgovanja. Tokom istog perioda došlo je i do značajnog unapređenja međunarodne saradnje sa drugim razvijenim zemljama i njihovim berzama.¹⁶³

„Zlatno doba“ Beogradske berze je svakako period 2006-2007. godina kada su zabeleženi obimi trgovanja od 1,2 milijardi evra i 2 milijarde evra . Kriza na finansijskim tržištima koja je počela krajem 2007. godine uslovlila je pad prometa na Beogradskoj berzi, tako da je 2014. godine zabeležen ukupan promet od 173 miliona evra, što je manje od 10% prometa iz 2007. godine.

Na Beogradskoj berzi se uglavnom trguje akcijama (najvećim delom akcijama iz privatizacije), državnim obveznicama (tzv. „obveznice stare devizne štednje“) i sa par korporativnih obveznica (izdavaoci su bile banke). Na Beogradskoj berzi do sada nisu ponuđeni finansijski derivati.

¹⁶² Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), Finansijska tržišta u uslovima krize, Čigoja, Beograd, str. 61

¹⁶³ www.belex.rs.

Depozitarne i klirinške institucije

Za efikasno funkcionisanje finansijskih tržišta, vrlo je važno da se vlasništvo nad finansijskim instrumentima efikasno registruje i efikasno prenosi sa starog na novog vlasnika. Zbog svega navedenog, depozitarne i klirinške institucije su vrlo važne. Kada su hartije od vrednosti bile materijalizovane (u štampanoj formi), vlasnici su ih često poveravali na čuvanje specijalizovanim institucijama – depozitarima, tako da se ove institucije i dalje nazivaju „depozitarnim“ iako su u gotovo svim zemljama sveta hartije od vrednosti dematerijalizovane.

Pored toga, ove institucije obavljaju i poslove kliringa (utvrđivanje obaveza i potraživanja na osnovu poslova sa hartijama od vrednosti) i saldiranja (izvršavanje obaveza i naplata potraživanja na osnovu poslova sa hartijama od vrednosti). One u različitim zemljama imaju različite pojavne oblike, ali za većinu je zajedničko da registruju dematerijalizovane finansijske instrumente, i da ih prenose po principu istovremene isporuke sa plaćanjem (eng. *delivery vs payment* – DVP).

Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti predstavlja instituciju koja je značajno unapredila razvoj finansijskog tržišta Srbije. Poslovanje Centralnog registra obuhvata registraciju različitih vrsta hartija od vrednosti u koje spadaju obveznice, akcije, blagajnički zapisi, trezorski zapisi itd.

Pored navedenog Centralni registar vrši i druge značajne poslove kao što su otvaranje računa hartija od vrednosti i novčanih računa, prenošenje hartija od vrednosti sa računa prodavca na račun kupca nakon zaključene transakcije, kao i registrovanje prava trećih lica na hartijama od vrednosti.

Centralni registar je započeo svoje poslovanje krajem novembra 2001. godine, u Beogradu. Prve registrovane hartije od vrednosti su bile obveznice SR Jugoslavije, izdate za potrebe izmirenja obaveza po osnovu stare devizne štednje građana. Zakon o tržištu hartija od vrednosti definisao je Centralni registar kao nezavisnu instituciju i akcionarsko društvo u kojem je najmanje 51% vlasništva u rukama države.¹⁶⁴

Brokersko-dilerska društva

Brokersko-dilerska društva su pravna lica, osnovana sa ciljem i obavezom da posreduju u trgovini hartija od vrednosti na organizovanom tržištu kapitala. Brokери su učesnici koji samo trguju u svoje ime a za račun klijenata, dok dileri trguju i u svoje ime i za svoj račun.

¹⁶⁴ www.chrov.rs.

Iako je značajan broj brokersko-dilerskih društava „nezavisan“, ipak najveće brokersko-dilerske kuće (na razvijenim finansijskim tržištima, ali i u Srbiji) su deo bankarskih grupacija.

Na američkom tržištu, poslovanje brokersko-dilerskih društava je regulisano Zakonom o berzama iz 1934. godine (*Securities Exchange Act*), a kontrolu njihovog poslovanja vrši Komisija za hartije od vrednosti (SEC).

Organizacija, nadležnosti i poslovanje brokersko-dilerskih društava u Srbiji je regulisano Zakonom o tržištu kapitala, a naročito razvoj ove industrije je bio zabeležen tokom godina intenzivnog rasta vrednosti indeksa Beogradske berze (2004 – 2007. godina). Porast broja brokersko-dilerskih društava u tom periodu je bio uslovljen značajnim rastom broja klijenata. Jedni su prodavali akcije koje su dobili u procesu privatizacije, a drugi su u tim godinama bili jako zainteresovani za ulaganje na domaćem tržištu kapitala.

Intenziviranjem globalne finansijske krize, aktuelne od 2008. godine, dolazi do značajnog pada obima poslovanja i do značajnog smanjenja broja brokersko-dilerskih društava u Srbiji. Krajem 2014. godine, prvih 10 brokersko-dilerskih kuća po obimu trgovanja činili su više od 80% prometa na Beogradskoj berzi. Od njih 10, 5 su deo bankarskih grupacija (Erste Bank, Vojvodanska banka, Raiffeisen Banka i Komercijalna banka, dok se M&V Investments može smatrati „sestrom kompanijom“ sa AIK Bankom), a 5 su „nezavisni“ (Wise Broker, Tesla Capital, Mediolanum Invest, Sinteza Invest Group i Ilirika Investments).

Market mejkeri

Market mejkeri su učesnici koji u svakom trenutku, po prethodno definisanoj ceni, vrše otkup i prodaju određenih hartija od vrednosti. Pojavom market mejkera, na svakom organizovanom tržištu kapitala dolazi do značajnog poboljšanja likvidnosti, povećavanja obima trgovanja i produbljivanja tržišta.

Na tržištu kapitala Srbije, u trenutku izrade ovog rada, tri brokersko-dilerska društva (Dunav Stockbroker, M&V Investments i Sinteza invest Group) vrše funkciju market mejkera za četiri akcije (Tigar ad Pirot, Metalac ad Gornji Milanovac, Sojaprotein ad Bečej i Veterinarski Zavod ad Subotica).¹⁶⁵ Osnovna logika poslovanja market mejkera je zarada na razlici u prodajnoj i otkupnoj ceni hartija od vrednosti za koje se vrši „pravljenje“ tržišta.

¹⁶⁵ http://www.belex.rs/clanovi/spisak_clanova.

Investicioni fondovi

Investicioni fondovi se još nazivaju i kolektivne investicione šeme ili investicioni pulovi. U svakom slučaju, investicioni fond je način investiranja novca zajedno sa drugim investitorima da bi se iskoristila sledeće prednost zajedničkog investiranja:

- mogućnost angažovanja stručnjaka sa sofisticiranim znanjima koji mogu potencijalno biti u mogućnosti da ponude bolje prinose i adekvatnije upravljanje rizikom,
- manje transakcione troškove,
- manji rizik ulaganja zbog činjenice da investicioni fondovi obično istovremeno ulažu u 30 i više hartija od vrednosti (diversifikacija portfolija).

U investicioni fond mogu ulagati investitori koji nemaju stručna znanja iz oblasti finansijskih tržišta, ali i profesionalni klijenti.¹⁶⁶ Investicionim fondovima obično upravlja Društvo za upravljanje investicionim fondovima (eng. *Asset Management Company*).

Po načinu organizovanja, investicioni fondovi se dele na otvorene (koji nisu pravna lica već su predstavljeni zajedničkim računom njihovih članova) i zatvorene (koji se osnivaju kao akcionarska društva ili društva sa ograničenom odgovornošću).

Po svojoj investicionoj politici, investicioni fondovi se dele na fondove sa širokim spektrom investicija ili specijalizovane fondove (koji ulažu samo u obveznice, akcije, nepokretnost, itd...), one koje ulažu na tržištima celog sveta ili ciljanje specifične geografske regione (npr. tržišta u razvoju, ili Evropu), one koji ulažu u sve profitabilne investicione prilike ili one koji ulažu samo u određene industrije (npr. tehnologija, građevina...).

Penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije

Od ostalih učesnika na finansijskom tržištu, na ovom mestu svakako je važno pomenuti penzione fondove i osiguravajuće kompanije. Ove finansijske institucije takođe spadaju u kolektivne šeme investiranja, jer sa jedne strane prikupljaju sredstva od individualnih investitora, a sa druge strane investiraju prikupljeni novac u finansijske instrumente.

Njihova karakteristika je da raspolažu izvorima sredstava sa izuzetno dugim rokom (uplate za penzije se vrše tokom čitavog radnog veka pojedinaca, a slične proizvode nude i osiguranja života), tako da su za njih prirodne investicije u dugoročne obveznice i jednim delom u akcije.

¹⁶⁶ Član 2. Zakona o tržištu kapitala definiše profesionalnog klijenta kao klijenta koji poseduje dovoljno iskustva, znanja i stručnosti za samostalno donošenje odluka o ulaganjima i pravilnoj proceni rizika u vezi sa ulaganjima u finansijske instrumente.

Za penzione fondove i osiguravajuća društva se može generalno reći da su ulagači koji imaju manju sklonost ka riziku u odnosu na investicione fondove (izuzev novčanih fondova koji su po investicionoj politici slični ovim investitorima).

O poslovanju domaćih investicionih i penzionih fondova, kao i osiguravajućih kompanija biće više reči u poglavlju devet ovog rada.

3.3. Vrste hartija od vrednosti

Razvojem i modernizacijom ekonomsko-finansijskih sistema usavršavali su se i finansijski instrumenti. Danas se u teoriji i praksi najčešće susrećemo sa sledećom podelom finansijskih instrumenata:

- Hartije od vrednosti instrumenta duga (obveznice, trezorski zapisi, komercijalni zapisi),
- Vlasničke hartije od vrednosti (akcije),
- Finansijske derivate.

Hartije od vrednosti instrumenata duga

Instrumenti duga su hartije od vrednosti kojima izdavalac dolazi do sredstava na kreditnoj osnovi i obavezuje se da će investitoru isplatiti određeni iznos kamate i glavicu u predviđenom roku dospeća. Reč je o hartijama od vrednosti koje odražavaju dužničko-poverilačke odnose.

U zemljama sa razvijenim tržištima postoji veliki broj različitih hartija od vrednosti koje spadaju u kategoriju instrumenata duga, pa postoji i više kriterijuma na osnovu kojih se mogu izvršiti podele.

Najčešće podele finansijskih instrumenata duga su sledeće:¹⁶⁷

- **Prema izdavaocu** (najčešći kriterijum za podelu instrumenata duga) u zavisnosti od toga ko ih emituje, odnosno ko izdaje hartije od vrednosti, moguće je razlikovati tri velike grupe:
 - Državne hartije od vrednosti, koje emituju različiti državni organi i organizacije (eng. Government bonds);
 - Obveznice lokalnih samouprava (eng. Municipal bonds);
 - Hartije od vrednosti koje emituju preduzeća i drugi privredni subjekti (eng. Corporate bonds);

¹⁶⁷ Dejan Erić (2007), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, str. 253

- **Prema roku dospeća** (takođe čest kriterijum za podelu hartija od vrednosti) razlikujemo:
 - Kratkoročne finansijske instrumente, koje imaju rok dospeća do jedne godine;
 - Srednjoročne finansijske instrumente, koji imaju rok dospeća od jedne do 3,5 ili čak 10 godina;¹⁶⁸
 - Dugoročne finansijske instrumente, koji imaju rok dospeća duži od 10 godina;

- **Prema poreklu**, gde se kao osnovni kriterijum uzima poreklo zemlje u kojoj se vrši emisija, tu razlikujemo domaće finansijske instrumente, inostrane finansijske instrumente i Evroobveznice.

- **Prema obezbeđenju obaveze**, dele se na neosigurane finansijske instrumente duga i osigurane finansijske instrumente duga.

- **Prema prioritetu (subordiniranosti) u naplati duga**, dele se na obveznice koje su primarne za naplatu u uslovima likvidacije izdavaoca (eng. Senior bonds) i na obveznice koje su sekundarnog prioriteta u naplati kreditnih potraživanja (eng. Junior Bonds).

- **Prema načinu plaćanja kamate**
 - Instrumenti bez kupona - isplata kamate i glavnice se vrši zajedno i to isključivo na dan dospeća;
 - Obveznice sa kuponima - plaćanje glavnice se vrši na dan dospeća obveznica, dok plaćanje kamate obično dva ili četiri puta godišnje;
 - *Perpetuity* obveznice - vrlo specifičan tip obveznica koje nemaju fiksni rok dospeća. Ove hartije nikada ne dospevaju, već se isplata kamate vrši neprekidno u tačno predviđenim intervalima vremena, bez konačnog dospeća finansijskog instrumenta;

- **Prema načinu obračuna kamatne stope**, svi finansijski instrumenti duga se mogu podeliti u dve velike grupe:
 - Obveznice sa fiksnom kamatnom stopom;
 - Obveznice sa promenljivom kamatnom stopom, gde se kamata menja u zavisnosti od promena opštih uslova na tržištu, pre svega u odnosu na

¹⁶⁸ U literaturi se pominju vrlo različite ročnosti koje predstavljaju granicu između srednjoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti, dok je 1 godina univerzalni kriterijum za podelu na kratkoročne i srednjoročne hartije od vrednosti.

promenu stope inflacije ili nekog drugog, unapred definisanog nivoa referentne kamatne stope (npr. EURIBOR);¹⁶⁹

Na ovom mestu važno je istaći i kako se kreću cene obveznica u situaciji kada se na tržištu menja prinos koji zahtevaju investitori. U slučaju obveznica sa fiksnom kamatnom stopom, rast zahtevanog prinosa od strane investitora dovodi do pada cena obveznica na tržištu i obrnuto. Kod obveznica sa promenljivom kamatnom stopom, izmenjeni tržišni uslovi se obično reflektuju kroz promenu referentne kamatne stope, a ako promena referentne kamatne stope nije dovoljna, onda se cena ovih obveznica ponaša na sličan način kao i cena obveznica sa fiksnom kamatnom stopom.¹⁷⁰

- **Prema načinu isplate glavnice,**¹⁷¹ obveznice se dele na:
 - Serijske, gde se glavnica isplaćuje kroz godišnje anuitete,
 - Terminalske, gde se glavnica isplaćuje na kraju perioda otplate,
 - Kombinovane, gde se glavnica isplaćuje kombinovanjem prethodna dva načina.

Vlasničke hartije od vrednosti

Vlasničke hartije od vrednosti se u najvećem broju slučajeva definišu kao hartije od vrednosti koje odražavaju deo vlasništva nad određenom poslovnom organizacijom. Investitor automatski postaje suvlasnik izdavaoca i poseduje deo vlasništva.

Vlasničke hartije od vrednosti ne emituju svi privredni subjekti, već samo oni koji su inkorporirani u formi akcionarskog društva. Vlasničke hartije od vrednosti se dele na dve osnovne vrste:

- obične akcije,
- preferencijalne akcije.

Obične akcije

Najpoznatiji i u praksi najčešći tip akcija su svakako obične akcije. Izdavanjem običnih akcija kompanija obezbeđuje sredstva za finansiranje poslovanja, a sa druge strane, investitori postaju novi (su)vlasnici firme. Svi vlasnici kompanije učestvuju u podeli rizika poslovanja, pa upravo zbog toga imaju i pravo da učestvuju u podeli dobiti, radu Skupštine akcionara, izboru menadžmenta, itd.

¹⁶⁹ EURIBOR - Euro Interbank Offered Rate.

¹⁷⁰ E. Faerber (2009), *All about bonds, bond mutual funds and bond ETFs*, McGraw-Hill, New York, str 13.

¹⁷¹ Government Finance Officers Association (1995), *Structuring and Sizing the Bond Issue – How to Develop an Optimal Financing Approach*, Chicago, USA, str 17.

Postoji nekoliko načina na koji se višak likvidnosti korporacije može vratiti njenim vlasnicima, a najčešći je kroz isplatu dividendi i otkup sopstvenih akcija.¹⁷² Isplata dividendi i otkup sopstvenih akcija ne predstavljaju prioritetnu obavezu za preduzeće, što znači da neisplaćivanje dividendi (ili ne praktikovanje otkupa sopstvenih akcija) ne povlači sankcije, ali u velikoj meri može uticati na tržišnu cenu akcije. Ovo je naročito važno ukoliko izdavalac ima dugu istoriju sa stabilnim isplatama dividendi ili otkupima sopstvenih akcija.

Preferencijalne akcije

Drugu veliku grupu vlasničkih hartija od vrednosti čine preferencijalne akcije. Za njih se vrlo često kaže da predstavljaju hibridne finansijske instrumente između obveznica i akcija. One takođe odražavaju deo vlasništva nad preduzećem, sa tom razlikom što njihovi vlasnici nemaju pravo glasa. Za uzvrat, vlasnicima preferencijalnih akcija se garantuje fiksna dividenda i povlašćen tretman u pogledu njene isplate. To znači da ni jedan dinar dividende ne sme biti isplaćen vlasnicima običnih akcija, dok se ne isplate sve dividende vlasnicima preferencijalnih akcija. Pored toga, u slučaju bankrotstva, vlasnici preferencijalnih akcija imaju prednost kao poverioci višeg reda.

Preferencijalne akcije su naročito interesantne za investitore koje ne žele da upravljaju kompanijom, ali žele da podrže njen rast i da učestvuju u podeli buduće dobiti. Isplata dividendi vlasnicima preferencijalnih akcija nije obavezna i često se ne dešava svake godine. Upravo iz tog razloga, a da bi investitori bili kompenzovani za dodatni rizik, dividenda koja se isplaćuje vlasnicima preferencijalnih akcija bi trebalo da bude veća od kupona koji sadrže korporativne obveznice.

Tipični investitori u preferencijalne akcije su međunarodne finansijske institucije koje pored profitnih, često imaju i razvojne ciljeve. Sa druge strane, ove institucije ne žele da upravljaju kompanijama, tako da su preferencijalne akcije idealni finansijski instrument za njih.

U pogledu plaćanja dividende moguće je razlikovati dve vrste prioritetnih akcija:

- Kumulativne
- Nekumulativne

Kod kumulativnih preferencijalnih akcija sve dividende koje nisu bile isplaćene u prethodnom periodu se kumuliraju i moraju se isplatiti pre dividende vlasnicima običnih akcija. Kod nekumulativnih, preduzeće nema obavezu da akumulira neisplaćene dividende iz ranijih godina.

¹⁷² Otkup sopstvenih akcija je proces suprotan izdavanju akcija na primarnom tržištu. Ovde se kompanija javlja kao kupac, a njeni vlasnici kao prodavci akcija.

Finansijski derivati

Finansijski derivati ili izvedene hartije od vrednosti predstavljaju treću veliku grupu finansijskih instrumenata. Finansijski derivati su relativno mlađa grupa finansijskih instrumenata koja se pojavila i snažan razvoj doživela u poslednjih tridesetak godina. Finansijski derivati se nazivaju izvedene hartije od vrednosti s obzirom da se njihova vrednost izvodi iz vrednosti neke druge osnovne aktive koja se nalazi u njihovoj osnovi.¹⁷³

Za razliku od osnovnih hartija, derivati ne predstavljaju ni jedan od dva bazična odnosa koji mogu da postoje između emitenta i investitora (kreditni ili vlasnički). One predstavljaju neku vrstu uslovnih prava na druge vrste finansijske imovine.

Finansijski derivati se dele na:

- Forvarde
- Fjučerse
- Opcije
- Svopove

Forvard ugovor je najprostiji tip derivata koji predstavlja klasičan terminski ugovor. To je pravi kupoprodajni ugovor u kome se kupac i prodavac dogovaraju, tj. slažu oko isporuke određene količine i kvaliteta aktive, tačno određenog dana u budućnosti. Kako forvard ugovor nije standardizovan, njime se ne trguje na berzama.

Fjučers je po svojoj suštini sličan forvardu. Fjučers takođe podrazumeva dogovor o kupoprodaji aktive, po prethodno definisanoj ceni, načinu isporuke i plaćanju. Fjučersom, kupac i prodavac potpisuju kupoprodajni ugovor, po unapred definisanoj ceni, ali ne vrše plaćanje do momenta dok se roba ne isporuči u budućnosti. Fjučers ugovori su visoko standardizovani, tako da se njima može trgovati na berzama, pa samim tim imaju i veći stepen likvidnosti.

Opcije, uz fjučerse predstavljaju drugu veliku grupu finansijskih derivata kojima se trguje na berzi. Opcija je pravo ali ne i obaveza da se kupi ili proda osnovni instrument (roba) po unapred dogovorenoj ceni do ili na tačno određen dan u budućnosti. Cena po kojoj se to pravo stiće, odnosno koja se plaća za opciju, naziva se premija.

Iako i fjučersi i opcije služe da strane u transakciji umanje poslovni rizik kome su izloženi, postoji značajna razlika između njih. Na primer, u slučaju da domaća kompanija očekuje plaćanje određene devizne obaveze u budućnosti, ona se može odlučiti da kupi fjučers ili opciju. U slučaju da kupi fjučers a devizni kurs se poveća (potrebno je više domaće valute za jedinicu strane valute) ili smanji, domaća kompanija

¹⁷³ Aktiva koja može biti u osnovi finansijskih derivata su akcije, roba, valute, kamatne stope, berzanski indeksi, itd.

će na ugovoreni dan platiti tačno onoliko koliko je taj fjučers ugovor predvideo. Međutim ukoliko domaća kompanija kupi opciju a devizni kurs se smanji (potrebno je manje domaće valute za jedinicu strane valute), ona jednostavno može odustati da je iskoristi i platiće tačno onoliko koliko iznosi devizni kurs na željeni dan u budućnosti.

U slučaju opcije, domaća kompanija će imati trošak premije koju je platila za opciju, ali će imati mogućnost da zaradi. U slučaju fjučersa ne plaća se premija, ali se fjučers ugovor mora izvršiti onako kako glasi.

U Srbiji ne postoji tržište forvarda, opcija i fjučersa.

Svopovi, predstavljaju verovatno i najznačajniji deo tržišta derivata u svetu. Iako se svopovima ne trguje na berzi, ovo tržište je veće u odnosu na prethodno pomenuta tržišta finansijskih derivata. Ovo je jedno od najkompleksnijih tržišta s obzirom da sam finansijski instrument podrazumeva, u pojednostavljenom smisli, razmenu aktiva između učesnika na tržištu.

Najznačajniji podsegment ovog tržišta, su kamatni i valutni svopovi koji predstavljaju veoma značajan deo portfelja svih većih banaka.

U Srbiji, ovaj segment tržišta finansijskih derivata je nedavno počeo da se razvija. Jedan od primera kako se može primeniti kamatni svop je situacija u kojoj se kompanija zadužila po varijabilnoj kamatnoj stopi (npr. Euribor + 5%), pa želi da ukloni rizik kretanja euribora u budućnosti. U tom slučaju, kompanija će sa bankom ugovoriti valutni svop, pa će po fiksnoj kamatnoj stopi plaćati sve naredne obaveze za kamatu.

3.4. Teorijski osvrt na pojam, rizik i očekivani prinos municipalnih obveznica

Imajući u vidu da je ovaj rad posvećen municipalnim obveznicama, više reči o pojmu i njihovim karakteristikama će biti u ovom poglavlju.

Municipalne obveznice spadaju u instrumente duga, s tim što su izdavaoci ovih hartija od vrednosti jedinice lokalne samouprave (gradovi, opštine ili ograni lokalne samouprave). Kupac municipalnih obveznica takođe dobija pravo na periodičnu isplatu kamate i glavnice, dok je osnovna svrha emitovanja municipalnih obveznica finansiranje strateški važnih razvojnih projekata lokalne samouprave.

U razvijenim zemljama postoji konstantan podsticaj emitovanju municipalnih obveznica kroz izuzimanje obaveze plaćanja poreza na prihod (kamatu), ostvaren na bazi investiranja u municipalne obveznice.¹⁷⁴ Ovakav podsticaj, u trenutku pisanja ovog rada, postoji i u Srbiji i regulisan je Zakonom o porezu na dohodak građana.

Kada se razmatra bilo koja investicija, važno je sagledati rizike kojima se ulagač izlaže, kao i očekivani prinos te investicije. Za veći preuzeti rizik, investitori zahtevaju i veći očekivani prinos, i obrnuto. Struktura prinosa obveznice je definisana kroz nekoliko osnovnih elementa, koji odražavaju kompenzaciju investitoru za nekoliko osnovnih vrsta preuzetog rizika.

U formi matematičke formule, struktura prinosa obveznice se predstavlja tako što se na prinos „bezrizične“ aktive doda premija za određene rizike:¹⁷⁵

Očekivana stopa prinosa obveznica

$$= RR_f + E(\text{Inf}) + \text{Credit} + \text{Liquidity} + \text{Maturity}$$

- RR_f - Prinos bezrizične aktive;
- $E(\text{Inf})$ - Očekivani nivo inflacije;
- Credit - Stopa prinosa koja predstavlja kompenzaciju za kreditni rizik emisije;
- Liquidity - Stopa prinosa koja predstavlja kompenzaciju za rizik (ne)likvidnosti emisije;
- Maturity - Stopa prinosa koja predstavlja kompenzaciju za dužinu perioda do dospeća emisije.

¹⁷⁴ Dr Klaus Richter, Vladimir Pavlović, Milan Marinković, Vladimir Drašković, Aleksandar Bučić (2012), Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, Vodič za opštine, dopunjeno izdanje, MSP IPA 2007, Beograd, str. 5.

¹⁷⁵ Pored navedenih rizika, u obzir se mogu uzeti i još neki rizici – valutni rizik, politički rizik, itd.

Kreditni rizik predstavlja rizik da izdavalac ne plati glavnicu (i kamatu) po osnovu izdatih obveznica u rokovima dospeća, već da bude u docnji (eng. *Default*).

Kreditni rejting predstavlja jedinstvenu ocenu kreditnog kvaliteta emisije ili izdavaoca, koju dodeljuju kompanije koje procenjuju visinu kreditnog rizika. U svetu postoje brojne agencije koje ocenjuju kreditni rejting izdavaoca i pojedinačnih emisija hartija od vrednosti, a najpoznatije su: Standard and Poors, Moody's i Fitch.

Na bazi složenih algoritama i finansijsko-kreditnih analiza, pomenute kompanije vrše procenu kreditnog rizika velikog broja izdavaoca i emisija i dodeljuju ocenu, koja je najčešće u formi slovnih oznaka, a što je prikazano u tabeli koja sledi.

Tabela 8: Kreditni rejtingi Moody's-a, S&P-a i Fitch-a

Dugoročno	Kratkoročno	Dugoročno	Kratkoročno	Dugoročno	Kratkoročno	
Aaa		AAA		AAA		Najbolji rejting
Aa1	P-1	AA+	A-1+	AA+	F1+	Visoki rejting
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	Viši srednji rejting
A2		A		A		
A3		A-		A-		
Baa1	P-3	BBB+	A-2	BBB+	F2	Niži srednji rejting
Baa2		BBB		BBB		
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Spekulativno	BB+	B	BB+	B	Nizak rejting
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1	Spekulativno	B+	C	B+	C	Visoko spekulativno
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa1	Spekulativno	CCC+	C	CCC+	C	Značajan rizik
Caa2		CCC		CCC		
Caa3		CCC-		CCC-		
Ca	Spekulativno	CC	D	CC	D	Ekstremno spekulativno
		C		C		
C	Spekulativno	RD	D	DDD	D	U docnji sa plaćanjem obaveza
/		SD		DD		
/		D		D		

Izvor: blogs.reuters.com

Oznaka „AAA“ označava najbolji kreditni kvalitet emisije ili izdavaoca, dok sve ispod oznake „BBB-“, po metodologiji *S&P i Fitch*, odnosno „Baa3“ po metodologiji *Moody's* predstavljaju tzv. špekulativne obveznice. Na bazi dodeljenog rejtinga, investiciona javnost stiče jasniju sliku o kreditnom kvalitetu pojedine emisije ili izdavaoca.

Malo je izdavalaca na svetu koji se mogu pohvaliti da imaju AAA kreditni rejting, i to su uglavnom visoko razvijene države poput Sjedinjenih Američkih Država ili Nemačke. Prinos na ove obveznice je reper za sve druge obveznice.

Obično se kao **bezrizična aktiva** uzimaju Trezorski zapisi izdati od strane američkog Trezora – ovaj koncept ima pretpostavku da će američki Trezor uvek biti u mogućnosti da izmiruje svoje obaveze, te da su investitori u zapise američkog trezora kompenzovani samo za odlaganje od potrošnje za neki budući period (vremenska vrednost novca).

Investitori svakako moraju biti kompenzovani i za očekivanu **stopu inflacije**, kako bi njihov novac zadržao kupovnu moć koju je imao u trenutku investiranja.

Rizik likvidnosti potiče iz potencijalne nemogućnosti da se obveznice prodaju dovoljno brzo, a da se pri tome ne napravi gubitak. Generalno pravilo je da manje emisije obveznice nose veći rizik likvidnosti od većih emisija obveznica kojima se aktivno trguje na sekundarnom tržištu.

Investitori zahtevaju dodatni prinos na obveznice koje imaju dužin **rok do dospeća** kao kompenzaciju za duže odlaganje potrošnje. Sa druge strane, cene obveznica sa dugim rokom dospeća su osetljivije na promenu zahtevanog prinosa od obveznica sa kraćim rokom dospeća.

Uzimajući u obzir pomenute rizike, smatra se da obveznice centralnog nivoa vlasti nose najmanji rizik ali i najmanji prinos u odnosu na druge obveznice. Sa druge strane, smatra se da je rizik municipalnih obveznica nešto viši od rizika obveznica centralnog nivoa vlasti, ali je i prinos municipalnih obveznica nešto veći od prinosa obveznica koje izdaje centralna vlast.

Treba imati u vidu da je budžet lokalne samouprave u određenoj meri naslonjen na budžet centralne vlasti (naročito zbog činjenice da značajan deo budžeta lokalnih samouprava čine ustupljeni prihodi i transferi sa centralnog nivoa vlasti), pa se smatra da je otplatni kapacitet lokalne samouprave implicitno garantovan i sredstvima koja stoje na raspolaganju centralnom budžetu.

Na kraju, zbog činjenice da lokalna samouprava ima „monopol“ na deo javnih prihoda, smatra se da je rizik municipalnih obveznica niži u odnosu na korporativne obveznice. Kompanije kontinuirano moraju da se bore za svoj tržišni udeo i profit iz koga će otplaćivati obaveze po osnovu obveznica, i veća je verovatnoća da mogu da završe u bankrotstvu nego što je to slučaj sa lokalnim samoupravama.

Navedeni stavovi predstavljaju generalne principe koji su široko prihvaćeni na finansijskom tržištu, ali poređenje različitih vrsta obveznica uvek polazi od kreditnog rizika izdavaoca, strukture i vrste obveznica, mogućih sredstava obezbeđenja i tržišnih uslova. Da bi u praksi testirali prethodne stavove, u nastavku je prikazana preliminarna analiza prinosa tri razmatrane grupe obveznica, i to na finansijskom tržištu Severne Amerike.

Analizirano je istorijsko kretanje prinosa tri repersna indeksa vodeće svetske kompanije *S&P Dow Jones Indices*:

- *S&P U.S. Issued Investment Grade Corporate Bond Index* (meri performanse korporativnih obveznica),
- *S&P U.S. Municipal Bond Index* (meri performanse municipalnih obveznica), i
- *S&P/BG Cantor U.S. Treasury Bond Index* (meri performanse obveznica američkog trezora)

Tabela 9: S&P Dow Jones Indices

S&P U.S. Issued Investment Grade Corporate Bond Index	8,14%	5,20%	6,45%
S&P U.S. Municipal Bond Index	8,24%	4,40%	5,49%
S&P/BG Cantor US Treasury Bond Index	4,27%	1,61%	3,25%

Izvor: S&P Dow Jones Indices LLC na datum 27. januar 2015. godine

Na bazi prethodno prikazane tabele zaključujemo da američke municipalne obveznice nose nešto viši prinos u odnosu na američke državne obveznice za sve posmatrane periode (jedna, tri i pet godina). Takođe, one nose manji prinos od korporativnih obveznica sa investicionim rejtingom, ali ne u svim posmatranim periodima (prinos u poslednjih godinu dana je bio veći na municipalnim obveznicama nego na korporativnim obveznicama), što potvrđuje tvrdnju da prinosi nisu uvek vezani za kreditne i druge rizike, već puno zavise i od trenutnih uslova na tržištu.¹⁷⁶

¹⁷⁶ Na primeru Srbije možemo videti da država ima kreditni rejting B1 (ažurirano u novembru 2014. godine) izdat od strane rejting agencije Moodys, dok isti rejting ima i Grad Novi Sad (ažurirano u julu 2013. godine) – oba rejtinga su ispod investicionog rejtinga. Zanimljivo je istaći da je Grad Novi Sad imao kreditni rejting Ba3 pre ovog ažuriranja, dok su gradovi Kraljevo i Valjevo imali rejting B1 u junu 2010. godine. U martu 2012. godine Kraljevo je izgubilo kreditni rejting, a u julu 2013. godine Valjevu je smanjen kreditni rejting na B2.

3.5. Ocena rizika investiranja u municipalne obveznice u Srbiji i regionu

Samo lokalne samouprave koje planiraju da se značajnije zaduže (bar nekoliko miliona evra) imaju ekonomsko opravdanje da angažuju rejting agencije i da plate njihovu uslugu. Međutim, investitori koji žele da kupuju municipalne obveznice ili da na drugi način finansiraju lokalne samouprave često razviju interni model za ocenu rizika. Za potrebe ovog rada razvijena je metodologiju za ocenu rizika lokalnih samouprava u Srbiji, a koja se u određenoj meri ugleda na metodologiju koju imaju poznate rejting agencije.

Ova metodologija predstavlja jedan od mogućih opštih okvira za procenu finansijske snage lokalnih samouprava. Metodologija kombinuje kvantitativni i kvalitativni pristup u procesu ocene rizika. Ona koristi ekonomske i fiskalne pokazatelje, indikatore zaduženosti lokalne samouprave i likvidnost. Pored ovih pokazatelja, metodologija uzima u obzir kvalitet budžeta, odnos izvornih i ukupnih prihoda, kao i političke rizike.

Metodologija se zasniva na četiri grupe indikatora za ocenu rizika:

- Makroekonomski i institucionalni okvir,
- Performanse budžeta, likvidnost i zaduženost,
- Kvalitet uprave,
- Politički rizik.

U tabeli koja sledi, predstavljene su ove grupe indikatora, sa opisom načina ocene rizika.

Tabela 10: Prikaz indikatora za ocenu rizika finansiranja lokalne samouprave

A. Makroekonomski i institucionalni okvir			
1	Rangiranje na osnovu publikacije Svetske banke Doing business	kvantitativni	Ocena 1 - rang između 1 i 20; Ocena 2 - rang između 21-40, itd.
2	Sertifikacija lokalne samouprave	kvalitativni	Ocena 1 - Postoji; Ocena 5 - U toku; Ocena 10 - Ne postoji
3	Rast populacije u poslednje 3 godine	kvantitativni	Ocena 1 – rast >0,5%; Ocena 5 – rast između -0,5% i 0,5%; Ocena 10 – rast < -0,5%
4	Nezaposlenost u %	kvantitativni	Ocena 1 - stopa nezaposlenosti ≤ 3%; Ocena 2 - stopa nezaposlenosti između 3% i 6%, itd.
5	Neto plata u lokalnoj samoupravi u poređenju sa neto platom u Republici Srbiji	kvantitativni	Ocena 1 - > 140%; Ocena 2 - (130% - 140%); Ocena 3 - (120% - 130%); Ocena 4 - (110% - 120%); Ocena 5 - (100% - 110%);

6	Mišljenje revizora	kvalitativni	Ocena 6 - (90% - 100%); Ocena 7 - (80% - 90%); Ocena 8 - (70% - 80%); Ocena 9 - (60%-70%); Ocena 10 < 60% Ocena 1 - Bez rezerve; Ocena 5 - Kvalifikovano i Sa rezervom, Ocena 10 - Negativno
B. Performanse budžeta,			
B. likvidnost i zaduženost			
1	Prosečan rast prihoda u poslednje 3 godine (%) u skladu sa Završnim računom lokalne samouprave	kvantitativni	Ocena 1 -B1 > 30%; Ocena 2 - (25%-30%); Ocena 3 - (20%-25%); Ocena 4 - (15%-20%); Ocena 5 - (10%-15%); Ocena 6 - (5% - 10%); Ocena 7 - (0% - 5%); Ocena 8 - (-5% - 0%); Ocena 9 - (-10%--5%); Ocena 10 < -10%
2	Tekući suficit / Tekući prihodi (%)	kvantitativni	Ocena 1 - B2 ima vrednost >32%; Ocena 2 - B2 ima vrednost (28% - 32%), itd.
3	Kapitalni rashodi / Tekući prihod i prihod od prodaje nefinansijske imovine (%)	kvantitativni	Ocena 1- B3 >36%; Ocena 2 - B3 ima vrednost (32% - 36%), itd.
4	Troškovi plata / tekući prihodi(%)	kvantitativni	Ocena 1 -B4 < 15%; Ocena 2 - (15%-16,5%); Ocena 3 - (16,5%-18%); Ocena 4 - (18%-19,5%); Ocena 5 - (19,5%-21%); Ocena 6 - (21% - 22,5%); Ocena 7 - (22,5% - 24%); Ocena 8 - (24% - 25,5%); Ocena 9 - (27%-28,5%); Ocena 10 > 28,5%
5	Transferi / tekući prihodi(%)	kvantitativni	Ocena 1 - B5 <10%; Ocena 2 - (10% - 15%); Ocena 3 - (15% - 20%); Ocena 4 - (20% - 25%); Ocena 5 - (25% - 30%); Ocena 6 - (30% - 35%); Ocena 7 - (35% - 40%); Ocena 8 - (40% - 45%); Ocena 9 - (45% - 50%); Ocena 10 > 50%
6	Racio likvidnosti	kvantitativni	Ocena 1 - B6 ima vrednost >2; Ocena 2 - B6 ima vrednost (1.8 - 2), itd.
7	Likvidna imovina / Obaveze koje dospevaju u narednih 12 meseci	kvantitativni	Ocena 1 - B7 ima vrednost > 50%; Ocena 2 - B7 ima vrednost (45% - 50%), itd.
8	Dug koji se plaća u toku godine kao % tekućih prihoda	kvantitativni	Ocena 1 – B8 ima vrednost <=2%; Ocena 2 – B8 ima vrednost (2% - 3,5%), itd.
9	Prosečan rast ukupnih obaveza u poslednje 3 godine (%)	kvantitativni	Ocena 1 za B9 < 5%; Ocena 5 za B9 između 5% i 15%; Ocena 10 za B9 > 15%
10	Finansijski dug / tekući prihodi (%)	kvantitativni	Ocena 1 – B10 ima vrednost <=5%; Ocena 2 – B10 ima vrednost (5% - 10%), itd.

C. Kvalitet uprave			
1	Strateško i Kapitalno planiranje	kvalitativni	Ocena 1 - Postoje ažurni dokumenti; Ocena 5 – Dokumenti u pripremi; Ocena 10 - Ne postoje dokumenti
2	Dostupnost finansijskih izveštaja, budžeta i strateških dokumenata na internet prezentaciji lokalne samouprave (glavni web site)	kvalitativni	Ocena 1 – Postoje dokumenti na glavnoj web stranici; Ocena 5 - Postoji ali ih je teško naći, ili nisu svi na istom web site-u; Ocena 10 - Ne postoje
3	Participacija građana u procesu strateškog, kapitalnog i budžetskog planiranja	kvalitativni	Ocena 1 - Postoji; Ocena 5 - Postoji samo formalno; Ocena 10 - Ne postoji
4	Odstupanje naplaćenih tekućih prihoda (završni račun) od planiranih tekućih prihoda (budžet) u prethodnoj godini	kvantitativni	Ocena 1 - C4 ima vrednost $\leq 5\%$; Ocena 5 - C4 ima vrednost (5%-15%); Ocena 10 - C4 ima vrednost preko 15%;
5	Broj zaposlenih u javnim preduzećima u odnosu na ukupan broj stanovnika lokalne samouprave	kvantitativni	Ocena 1 za C5 < 1%; Ocena 5 za C5 između 1% i 1,5%; Ocena 10 za C5 > 1,5%
D. Politički rizik			
1	Broj promena vladajuće koalicije u Skupštini lokalne samouprave u poslednjih 5 godina	kvalitativni	Ocena 1 - D1 <3; Ocena 5 -D1 =3; Ocena 10 - D1 >3
2	Broj promena gradonačelnika/predsednika opštine u poslednjih 5 godina	kvalitativni	Ocena 1 – D2 <3; Ocena 5 –D2 =3; Ocena 10 – D2 >3
3	Broj promena načelnika uprave u poslednjih 5 godina	kvalitativni	Ocena 1 – D3 <3; Ocena 5 –D3 =3; Ocena 10 – D3 >3

Makroekonomski ambijent, institucionalni i fiskalni okvir zemlje u kojoj lokalne samouprave postoje su od velike važnosti za ocenu rizika. Ova metodologija ocenjuje performanse lokalne samouprave i perspektivu čitave države. Snaga lokalne samouprave zavisi od ekonomskog bogatstva, izgleda za dalji rast i razvoj ekonomskih aktivnosti.

Makroekonomski aspekt unutar ove metodologije je analiziran kroz sledeće pokazatelje:

- Uslove poslovanja po oceni Svetske Banke, u smislu pogodnosti za investiranje;
- Postojanje sertifikacije lokalne samouprave;
- Kretanje broja stanovnika lokalni samouprave u poslednje tri godine;
- Performanse tržišta rada prikazane kroz stope nezaposlenosti;
- Odnos prosečne plate u odnosu na prosečnu platu u Republici Srbiji, kao i
- Mišljenje eksternog revizora o finansijskim izveštajima lokalne samouprave.

Indikator rangiranja uslova poslovanja po oceni Svetske Banke predstavlja lakoću poslovanja u nekim ekonomijama, gde visok rang (nizak numerički broj) odražava povoljno poslovno okruženje. Ovaj indeks se kreće od 1 do 189, gde je 1 najbolji rang.

Dobijanje sertifikata¹⁷⁷ o povoljnom poslovnom okruženju je dokaz odnosa lokalne uprave prema kompanijama koje posluju na njihovoj teritoriji. Lokalne samouprave koje su visoko rangirane su posvećene ekonomskom razvoju i dugoročnoj reformi uprave, pa su uspele da stvore povoljne uslove za razvoj poslovanja i priliv investicija. U okviru ove metodologije, mogući ishodi za sertifikaciju lokalnih samouprava su da sertifikacija postoji, da je sertifikacija u toku, i da ne postoji.

Kretanje broja stanovnika lokalne samouprave govori o tome da li se lokalna samouprava razvija (raste broj stanovnika) ili je mladi napuštaju, pa se broj stanovnika smanjuje.

Analizirajući stope nezaposlenosti, dolazi se do zaključka o razvijenosti privrede lokalne samouprave. Pored toga, visoka stopa nezaposlenosti može dovesti do veće potrošnje na aktivnosti socijalne zaštite i do smanjenja kapitalnih ulaganja.

Odnos prosečne plate u odnosu na prosečnu platu u Republici Srbiji je direktan pokazatelj razvijenosti lokalne samouprave. Međutim u lokalnim samoupravama koje imaju povoljno poslovno okruženje niži troškovi radne snage mogu biti i komparativna prednost.

Obavljanjem redovne eksterne revizije finansijskih izveštaja lokalne samouprave dobija se potvrda da je lokalna samouprava koristila sredstva u skladu sa usvojenim budžetom.¹⁷⁸ Eksterni revizor može dati nekoliko vrsta mišljenja. Svakako je poželjno davanje nekvalifikovanog mišljenja, odnosno „čistog“ mišljenja revizora, što znači da finansijski izveštaji na pravi način odlikavaju finansijsku poziciju lokalne samouprave.

Kvalifikovano mišljenje znači da je revizor utvrdio određene nedostatke u finansijskim izveštajima ili da nije u mogućnosti da utvrdi potencijalni ishod određenih finansijskih promena. Uzdržano mišljenje se izdaje u situaciji kada finansijski izveštaji nisu urađeni u skladu sa opšte prihvaćenim standardima revizije, a negativno mišljenje se daje kada finansijski izveštaji ne prikazuju pravi finansijski položaj lokalne samouprave.

U cilju ocene prave finansijske snage lokalne samouprave, **performanse budžeta** su predmet detaljnih razmatranja. Budžet odlikava sposobnost lokalne samouprave da izbalansira svoje prihode i rashode.

¹⁷⁷ U Srbiji ovakve sertifikate izdaje NALED.

¹⁷⁸ Lokalne samouprave mogu angažovati nezavisne revizorske kuće za potrebe izrade revizorskog izveštaja, ali i Državna Revizorska Institucija (DRI) takođe povremeno proverava poslovanje lokalnih samouprava.

Analiza se zasniva na poređenju nekoliko ključnih indikatora. Prvi u nizu su kretanje tekućih prihoda lokalne samouprave u prethodnom periodu i odnos tekućeg suficita i tekućih prihoda. Tekući deficit šalje signal o nemogućnosti lokalne samouprave da servisira svoje obaveze.

Odnos kapitalnih investicija i tekućih prihoda govori o tome koliko lokalna samouprava ulaže u razvoj komunalne infrastrukture, a koliko novca se troši na tekuće rashode.

Troškovi plata ukazuju na to koliko lokalne samouprave same potroše budžetskih sredstava na plate zaposlenih, a koliko ostaje za finansiranje ostalih nadležnosti.

Odnos transfera¹⁷⁹ i tekućih prihoda govori o samostalnosti lokalne samouprave, odnosno što transferi čine manji udeo u prihodima, to lokalna samouprava manje zavisi od volje političara koji čine vlast na državnom nivou.

Likvidnost i zaduženost su takođe veoma važni u oceni rizika lokalne samouprave, tako da se oni prate kroz nekoliko indikatora. Ukupna zaduženost lokalne samouprave se meri odnosom finansijskog duga i tekućih prihoda, kao i odnosom obaveza za servisiranje duga i tekućih prihoda.

Kvalitet uprave odlikava ljudski kapacitet lokalne samouprave, kvalitet procesa strateškog i operativnog budžetiranja, kao i njenu mogućnost da uključi građane u proces donošenja odluka.

Upravo zbog toga, postojanje strateških dokumenata o razvoju lokalne samouprave, planova kapitalnih investicija i drugih sličnih dokumenata govori o profesionalnom pristupu ljudi koji vode lokalnu vlast. Ažurnost ovih dokumenata i dostupnost na zvaničnoj internet prezentaciji lokalne samouprave govori u prilog transparentnog funkcionisanja i rada lokalne samouprave.

Participacija građana u donošenju strateških dokumenata, planova kapitalnih investicija, kao i godišnjih budžeta je naročito važna. Međutim, participacija građana ne bi trebalo samo da je formalno sprovedena, već građani treba da imaju priliku da uzmu učešće od samog početka procesa izrade pomenutih akata lokalne samouprave.

Proces planiranja tekućih prihoda i kasnije njihovo ostvarenje govori o želji lokalne samouprave da objektivno sagleda svoje mogućnosti i potrebe. Veliko odstupanje

¹⁷⁹ Za potrebe ove analize, transferima se smatraju samo oni transferi obuhvaćeni članom 2, stav 1, tačka 3 (nenamenski transfer) i tačka 4 (namenski transfer) Zakona o finansiranju lokalne samouprave, odnosno ova pozicija ne obuhvata ustupljene prihode koji su obuhvaćeni članom 2, stav 1, tačka 2 Zakona o finansiranju lokalne samouprave. Razlog za ovakav pristup leži u činjenici da lokalna samouprava može (barem indirektno) uticati na ustupljene prihode (glavna stavka ovih prihoda jeste porez na dohodak građana) kroz privlačenje investicija i dodatno zapošljavanje.

ostvarenih tekućih prihoda u odnosu na planirane ukazuje na nameru predstavnika lokalne vlasti da na osnovu nereálnih prihoda planiraju rashode koji su iznad mogućnosti lokalne samouprave.

Pitanje zaposlenih u javnim preduzećima u vlasništvu lokalne samouprave pokazuju da li je lokalna samouprava okrenuta što kvalitetnijem pružanju javnih usluga, ili kroz javna preduzeća rešava partijsko zapošljavanje.

Na kraju, **politička stabilnost** lokalne samouprave (merena brojem promena vladajuće koalicije, gradonačelnika i načelnika uprave u poslednjih 5 godina) govori o tome koliko su politički čelnici fokusirani na unapređenje lokalne samouprave a koliko na očuvanje političke moći.

Nisu svi navedeni indikatori podjednako važni u oceni rizika finansiranja lokanih samouprava. Upravo zbog toga, model ima različite pondere za učešće određenih grupa indikatora u ukupnoj oceni rizika, a svaki pojedinačni indikator ima svoj ponder u okviru svoje grupe. Navedeni ponderi su uglavnom bazirani na metodologiji koju koriste rejting agencije, a uz odgovarajuća prilagođavanja za tržište u Srbiji.

Tabela 11: Učešće indikatora u ukupnoj oceni rizika finansiranja lokalne samouprave

A.	Makroekonomski i institucionalni okvir	45%
1	Rangiranje na osnovu publikacije Svetske banke Doing business	35%
2	Sertifikacija lokalne samouprave	15%
3	Rast broja stanovnika u poslednje 3 godine	10%
4	Nezaposlenost u %	15%
5	Neto plata u poređenju sa prosekom Republike Srbije	10%
6	Mišljenje revizora	15%
B.	B. Performanse budžeta, likvidnost i zaduženost	25%
1	Prosečan rast prihoda u poslednje 3 godine (%) u skladu sa Završnim računom lokalne samouprave	5%
2	Tekući suficit / Tekući prihodi (%)	5%
3	Kapitalni rashodi / Ukupni prihodi (%)	5%
4	Troškovi zaposlenih / Tekući prihodi (%)	5%
5	Transferi / tekući prihodi(%)	5%
6	Racio likvidnosti	12,5%
7	Likvidna imovina / Obaveze koje dospevaju u narednih 12	12,5%

	meseci	
8	Finansijske obaveze koje se plaćaju u tekućoj godini / tekući prihodi (%)	20%
9	Prosečan rast ukupnih obaveza u poslednje 3 godine	10%
10	Finansijski dug / tekući prihodi (%)	20%
C. Kvalitet uprave		20%
1	Strateško i Kapitalno planiranje	20,00%
2	Dostupnost finansijskih izveštaja, budžeta i strateških dokumenata na internet prezentaciji lokalne samouprave (glavni web site)	20,00%
3	Participacija građana u procesu strateškog, kapitalnog i budžetskog planiranja	20,00%
4	Odstupanje naplaćenih tekućih prihoda (završni račun) od planiranih tekućih prihoda (budžet) u prethodnoj godini	20,00%
5	Broj zaposlenih u javnim preduzećima	20,00%
D. Politički rizik		10%
1	Broj promena vladajuće koalicije u Skupštini lokalne samouprave u poslednjih 5 godina	40%
2	Broj promena gradonačelnika/predsednika opštine u poslednjih 5 godina	30%
3	Broj promena načelnika uprave u poslednjih 5 godina	30%

Kao što se iz prethodne tabele može uočiti, najveću važnost (ponder 45%) imaju indikatori iz grupe Makroekonomskog i institucionalnog okvira. Ovo je sličan pristup koji imaju i međunarodne rejting agencije, upravo iz razloga što adekvatan makroekonomski i institucionalni ambijent najviše može doprineti razvoju lokalne samouprave.

Finansijske performanse budžeta i kvalitet uprave imaju sličnu važnost, sa učešćem u ukupnoj oceni rizika od 25% i 20%.

Na kraju, model daje političkom riziku svega 10% učešća u oceni ukupnog rizika, ali ovaj rizik svakako ne sme da se zanemari, jer on može prouzrokovati izmenu gotovo svih gore pomenutih indikatora.

Da bi ova metodologija bila jasna za razumevanje, neophodno je da se uporedi sa međunarodno priznatim rejting skalama.

Tabela 12: Poređenje internog sa eksternim rejtingom

A+	BBB+/Baa1	1,34
A	BBB/Baa2	2,00
A-	BBB-/Baa3	2,67
B+	BB+/Ba1	3,34
B	BB/Ba2	4,00
B-	BB-/Ba3	4,67
C+	B+/B1	5,33
C	B/B2	6,00
C-	B-/B3	6,67
D+	CCC+/Caa1	7,33
D	CCC/Caa2	8,00
D-	CCC-/Caa3	9,00
E+/E/E-	C/Ca	10,00
LS u Docnji	D	10,00

Kako Srbija ima kreditni rejting B+ izdat od rejting agencije Fitch, odnosno B1 izdat od rejting agencije Moody's, to bi trebalo da bude i gornji limit za ocenjivanje rizika lokalnih samouprava, odnosno, lokalne samouprave ne bi trebalo da imaju rejting veći od države. Međutim, u analizi konkretnih lokalnih samouprava nije isključeno da neke od njih imaju ukupan zbir poena manji od 5,33 čime objektivno imaju bolji rejting od države, pa tu informaciju onda treba svakako uključiti u određivanje cene za finansiranje lokalne samouprave, bilo da su u pitanju municipalne obveznice ili bankarski krediti.

Pomenuti model je testiran na uzorku od 45 lokalnih samouprava u Srbiji, uz sledeće napomene:

- Finansijski podaci su uzeti iz završnih računa za 2014. godinu,
- Podaci o stanju duga lokalnih samouprava su na dan 31.07.2015. godine, preuzeti od Uprave za javni dug Republike Srbije,
- Podaci o stopama nezaposlenosti su preuzeti od Agencije SIEPA,
- Broj stanovnika lokalnih samouprava iz 2011. godine je preuzet od Republičkog zavoda za statistiku, dok podaci za 2014. godinu su preuzeti od Agencije za privredne registre,
- Najveći broj kvalitativnih podataka je preuzet sa internet stranica lokalnih samouprava, i nije vršena anketa sa svakom od njih pojedinačno, a što bi sigurno popravilo ukupnu ocenu i rejting lokalne samouprave, jer u slučaju da neki

dokumenti nisu pronađeni na internet stranici lokalne samouprave (npr Strategija razvoja, Plan kapitalnih investicija...), smatralo se da ti dokumenti i ne postoje,

- Isti pristup je korišćen i za ocenu participacije građana u postupku donošenja odluke o budžetu i strateških dokumenata – u slučaju da o tome nije bilo vesti na internet stranici lokalne samouprave, smatralo se da građani nisu bili uključeni u ove procese.

Imajući u vidu sva navedena ograničenja, model je dao sledeće rezultate:

Tabela 13: Pregled ocena uzorka od 45 lokalnih samouprava

1	Aleksinac	C+	5,34	5,10
2	Arandelovac	C+	5,34	4,17
3	Bačka Palanka	C+	5,34	5,00
4	Bečej	C	5,98	5,98
5	Beograd	C+	5,34	4,14
6	Čačak	C+	5,34	4,52
7	Čuprija	C	5,80	5,80
8	Gornji Milanovac	C+	5,34	4,42
9	Indija	C+	5,34	4,62
10	Jagodina	D+	6,93	6,93
11	Kikinda	C+	5,34	4,80
12	Knjaževac	C+	5,34	4,88
13	Kragujevac	C+	5,34	4,88
14	Kraljevo	C+	5,34	5,26
15	Kruševac	C+	5,34	5,27
16	Lazarevac	C+	5,34	5,26
17	Leskovac	C+	5,34	4,83
18	Loznica	C+	5,34	4,48
19	Negotin	C+	5,34	4,64
20	Niš	C	5,66	5,66
21	Novi Pazar	C-	6,36	6,36
22	Novi Sad	C+	5,34	3,60
23	Obrenovac	C	5,52	5,52
24	Pančevo	C+	5,34	4,40
25	Paraćin	C+	5,34	4,00
26	Pirot	C+	5,34	4,06
27	Požarevac	C+	5,34	5,18
28	Prijepolje	C+	5,34	4,95
29	Senta	C	5,57	5,57
30	Smederevo	C+	5,34	5,29
31	Sombor	C+	5,34	5,01
32	Sremska Mitrovica	C+	5,34	4,46

33	Stara Pazova	C+	5,34	3,86
34	Subotica	C+	5,34	4,02
35	Šabac	C+	5,34	3,84
36	Trstenik	C	5,41	5,41
37	Ub	C+	5,34	5,32
38	Užice	C+	5,34	4,94
39	Valjevo	C	5,47	5,47
40	Vranje	C	5,36	5,36
41	Vrbas	C-	6,12	6,12
42	Vrnjačka Banja	C	5,61	5,61
43	Vršac	C	5,42	5,42
44	Zaječar	C	5,71	5,71
45	Zrenjanin	C+	5,34	4,56

U vezi sa zbirnim pregledom svih navedenih ocena rizika lokalnih samouprava u Srbiji, interesantno je istaći da je prosečna ocena za navedene lokalne samouprave nešto bolja od ocene kreditnog rizika Republike Srbije (5,33).¹⁸⁰

Jedno od objašnjenja može biti da uzorak čine lokalne samouprave koje su bolje od proseka Republike Srbije. Međutim, i pored univerzalnog shvatanja da rizik lokalne samouprave mora biti veći od rizika centralnog nivoa vlasti, činjenica je da lokalne samouprave u Srbiji nose manji rizik. Sa jedne strane lokalne samouprave su značajno manje zadužene od centralne vlasti, nemaju deficit budžeta i prilično su aktivne u borbi za privlačenje investicija. Sa druge strane, u oceni rizika treba imati u vidu da je centralni nivo vlasti nadležan da uređuje zakonski okvir od koga prilično zavise i performanse lokalnih samouprava.

Od svih navedenih lokalnih samouprava, Novi Sad ima najbolji rezultat (3,60) koji se može objasniti sledećim činjenicama. Naime, odličnu ocenu (3,50) Novi Sad je dobio za makroekonomski i institucionalni okvir jer ima NALED-ovu sertifikaciju za lokalnu samoupravu sa povoljnim poslovnim okruženjem, broj stanovnika je porastao za 2% u poslednje 3 godine, a prosečna plata je za oko 15% veća od državnog proseka. Jedini negativni aspekti u ovom delu su uzdržano mišljenje revizora i stopa nezaposlenosti koja je skoro 20%.

Takođe, vrlo dobru ocenu (4,80) Novi Sad ima u delu performansi budžeta i pokazatelja zaduženosti jer njegov budžet odlikuje izuzetno mali nivo transfera (oko 6% budžeta) i godišnje obaveze za servisiranje duga (ispod 4%). Sa druge strane, Novi Sad se ne može

¹⁸⁰ Ova ocena kreditnog rejtinga je potvrđena i ovim modelom, odnosno model je podešen na način da Republika Srbija dobije ocenu 5,33.

pohvaliti rastom prihoda u poslednje 3 godine, a prosečan rast obaveza u poslednje 3 godine je bio preko 50%.

Ponovo, odličnu ocenu (3,60) Novi Sad ima iz oblasti kvaliteta uprave jer ima usvojene strateške dokumente svog razvoja i uključio je svoje građane u proces donošenja budžeta i strateških dokumenata. Međutim, broj zaposlenih u javnim preduzećima (preko 6.300) je visok u odnosu na ukupan broj stanovnika, pa je ovaj pokazatelj nešto umanjio ukupnu ocenu u delu kvaliteta uprave.

Na kraju, Novi Sad ima relativno stabilnu političku scenu jer je u poslednjih 5 godina bila samo jedna promena vladajuće koalicije, gradonačelnika i načelnika finansija.

Tabela 14: Rejting ocena grada Novog Sada

		Ocena *
<i>Država</i>	Srbija	
<i>Rejting države (interna skala)</i>	C+	5,34
<i>Lokalna samouprava</i>	Novi Sad	
A. Makroekonomski i institucionalni okvir		3,50
Rangiranje na osnovu publikacije Svetske banke Doing business	59	3
Sertifikacija lokalne samouprave	Postoji	1
Rast populacije LS u poslednje 3 godine	2,0%	1
Nezaposlenost u LS u %	19,0%	7
Prosečna neto zarada u LS (u RSD)	50.175	4
Prosečna neto zarada u Republici Srbiji (u RSD)	44.530	
Mišljenje državnog ili nezavisnog revizora na finansijske izveštaje	Kvalifikovano	5
B. Performanse budžeta, likvidnost i zaduženost		4,80
Prosečan rast tekućih prihoda u poslednje 3 godine (%)	-3,4%	8
Tekući suficit (u RSD)	1.628.008.000	7
Tekući prihodi (u RSD)	15.771.390.000	
Kapitalni rashodi (u RSD)	3.013.197.000	6
Tekući prihod i prihod od prodaje nefinansijske imovine (u RSD)	15.953.873.000	
Troškovi zaposlenih (u RSD)	3.638.917.000	7
Transferi (u RSD)	975.770.000	1
Likvidna imovina (u RSD)	12.794.323.000	5
Ukupne kratkoročne obaveze (u RSD)	10.409.585.000	1
Otplata duga u toku godine (u RSD)	546.394.000	2
Prosečan rast ukupnih obaveza u poslednje 3 godine (%)	54,8%	10
Finansijski dug (u RSD)	4.310.423.218	6

C. Kvalitet uprave		3,60
Strateško i Kapitalno planiranje	Postoji	1
Dostupnost finansijskih izveštaja, budžeta i strateških dokumenata na internet prezentaciji lokalne samouprave	Postoji	1
Participacija građana u procesu strateškog, kapitalnog i budžetskog planiranja	Postoji	1
Tekući prihodi, izvršeni (u RSD)	14.143.382.000	5
Tekući prihodi, planirani budžetom u prethodnoj godini (u RSD)	15.771.390.000	
Broj zaposlenih u javnim preduzećima	6.382	10
Ukupan broj stanovnika lokalne samouprave	348.540	
D. Politički rizik		1,00
Broj promena vladajuće koalicije u Skupštini lokalne samouprave u poslednjih 5 godina	1	1
Broj promena gradonačelnika/predsednika opštine u poslednjih 5 godina	1	1
Broj promena načelnika uprave u poslednjih 5 godina	1	1
Ukupna ocena ne uključujući rejting države		3,60
Ukupna ocena uključujući rejting države		5,34
Koristiti rejting države kao gornju granicu za rejting LS	Da	
Zbirna rejting ocena =	C+	5,34
* (1 = najbolje, 10 = najlošije)		

Sa druge strane, Beograd ima nešto lošiji rezultat (4,14) u poređenju sa Novim Sadom. U delu makroekonomskog i institucionalnog okruženja, Beograd nema sertifikat NALED-a kao lokalna samouprava sa povoljnim poslovnim okruženjem, a stopa nezaposlenosti je 20% (slično kao u slučaju Novog Sada), tako da je ukupna ocena u ovom delu 3,95.

U delu koji se odnosi na performanse budžeta i zaduženost Beograd ima dobre ocene u smislu finansijske samostalnosti (transferi čine samo 3% budžeta, dok je prosek za sve lokalne samouprave u Srbiji oko 30%) i stabilnosti tekućih obaveza, dok sliku kvare pokazatelji zaduženosti (trenutni nivo duga čini 75% prihoda iz prethodne godine, dok obaveze za servisiranje finansijskog duga čine 8,5% budžeta) i pokazatelj rasta tekućih prihoda (godišnji pad od oko 6%), tako da je kumulativna ocena 5,38 (prilično lošija u odnosu na Novi Sad).

U oblasti kvaliteta uprave (ocena 4,60), Beograd je takođe lošiji od Novog Sada jer skoro 2% ukupne populacije radi u javnim preduzećima i nisu pronađeni primeri da su građani uključeni u izradu budžeta i strateških dokumenata. Kao i u slučaju Novog Sada, Beograd je imao prilično stabilnu lokalnu vlast u proteklih 5 godina.

Tabela 15: Rejting ocena grada Beograda

		Ocena *
<i>Država</i>	Srbija	
<i>Rejting države (interna skala)</i>	C+	5,34
<i>Lokalna samouprava</i>	Beograd	
A. Makroekonomski i institucionalni okvir		3,95
Rangiranje na osnovu publikacije Svetske banke Doing business	59	3
Sertifikacija lokalne samouprave	Ne postoji	10
Rast populacije LS u poslednje 3 godine	0,9%	1
Nezaposlenost u LS u %	20,0%	7
Prosečna neto zarada u LS (u RSD)	73.922	1
Prosečna neto zarada u Republici Srbiji (u RSD)	44.530	
Mišljenje državnog ili nezavisnog revizora na finansijske izveštaje	Nekvalifikovano	1
B. Performanse budžeta, likvidnost i zaduženost		5,38
Prosečan rast tekućih prihoda u poslednje 3 godine (%)	-5,7%	9
Tekući suficit (u RSD)	10.207.872.000	5
Tekući prihodi (u RSD)	60.937.513.000	
Kapitalni rashodi (u RSD)	9.233.144.000	7
Tekući prihod i prihod od prodaje nefinansijske imovine (u RSD)	61.935.626.000	
Troškovi zaposlenih (u RSD)	9.659.763.000	2
Transferi (u RSD)	2.118.015.000	1
Likvidna imovina (u RSD)	21.698.219.000	6
Ukupne kratkoročne obaveze (u RSD)	18.221.808.000	1
Otplata duga u toku godine (u RSD)	5.438.595.000	6
Prosečan rast ukupnih obaveza u poslednje 3 godine (%)	4,6%	1
Finansijski dug (u RSD)	47.998.067.089	10
C. Kvalitet uprave		4,60
Strateško i Kapitalno planiranje	Postoji	1
Dostupnost finansijskih izveštaja, budžeta i strateških dokumenata na internet prezentaciji lokalne samouprave	Postoji	1
Participacija građana u procesu strateškog, kapitalnog i budžetskog planiranja	0	10
Tekući prihodi, izvršeni (u RSD)	61.741.717.000	1

Tekući prihodi, planirani budžetom u prethodnoj godini (u RSD)	60.937.513.000	
Broj zaposlenih u javnim preduzećima	32.086	10
Ukupan broj stanovnika lokalne samouprave	1.675.043	
<i>D. Politički rizik</i>		1,00
Broj promena vladajuće koalicije u Skupštini lokalne samouprave u poslednjih 5 godina	2	1
Broj promena gradonačelnika/predsednika opštine u poslednjih 5 godina	1	1
Broj promena načelnika uprave u poslednjih 5 godina	2	1
<i>Ukupna ocena ne uključujući rejting države</i>		4,14
<i>Ukupna ocena uključujući rejting države</i>		5,34
<i>Koristiti rejting države kao gornju granicu za rejting LS</i>	Da	
Zbirna rejting ocena =	C+	5,34
* (1 = najbolje, 10 = najlošije)		

Na ovom mestu je još interesantno pomenuti ocenu za grad Šabac (3,84) i opštinu Staru Pazovu (3,86), imajući u vidu da su ove lokalne samouprave bili izdavaoci municipalnih obveznica.

Naime, Šabac ima nešto lošiji rezultat u delu koji se odnosi na makroekonomski i institucionalni okvir (5,65) jer ima prilično veliku stopu nezaposlenosti (28%), kao i pad broja stanovnika u poslednje 3 godine.

Međutim, što se tiče performansi budžeta, likvidnosti i zaduženosti, Šabac ima prilično dobru ocenu (4,00). Dobra ocena najviše je uslovljena odličnim pokazateljima likvidnosti (odnosom ukupne likvidne imovine i kratkoročnih obaveza, kao i relativno malim obavezama za servisiranje finansijskog duga. Jedini loš pokazatelj iz ove oblasti je rast ukupnih obaveza u poslednjih 3 godine, koji iznosi preko 15%.

Što se tiče kvaliteta uprave i političke stabilnosti, Šabac ima najbolje moguće ocene (1,00) imajući u vidu da ima usvojene strateške dokumente u čijoj izradi su učestvovali i građani. Ovde je jako važno istaknuti da je grad Šabac jedan od retkih gradova gde u javnim preduzećima ima zaposlenih manje od 1% lokalne populacije.

Tabela 16: Rejting ocena grada Šapca

		Ocena *
Država	Srbija	
Rejting države (interna skala)	C+	5,34
Lokalna samouprava	Šabac	
A. Makroekonomski i institucionalni okvir		5,65
Rangiranje na osnovu publikacije Svetske banke Doing business	59	3
Sertifikacija lokalne samouprave	U toku	5
Rast populacije LS u poslednje 3 godine	-1,8%	10
Nezaposlenost u LS u %	28,0%	10
Prosečna neto zarada u LS (u RSD)	41.230	6
Prosečna neto zarada u Republici Srbiji (u RSD)	44.530	
Mišljenje državnog ili nezavisnog revizora na finansijske izveštaje	Kvalifikovano	5
B. Performanse budžeta, likvidnost i zaduženost		4,00
Prosečan rast tekućih prihoda u poslednje 3 godine (%)	-3,7%	8
Tekući suficit (u RSD)	421.357.000	5
Tekući prihodi (u RSD)	2.456.060.000	
Kapitalni rashodi (u RSD)	100.631.000	9
Tekući prihod i prihod od prodaje nefinansijske imovine (u RSD)	2.456.060.000	
Troškovi zaposlenih (u RSD)	576.389.000	7
Transferi (u RSD)	317.125.000	2
Likvidna imovina (u RSD)	892.129.000	1
Ukupne kratkoročne obaveze (u RSD)	381.016.000	1
Otplata duga u toku godine (u RSD)	34.552.000	1
Prosečan rast ukupnih obaveza u poslednje 3 godine (%)	15,7%	10
Finansijski dug (u RSD)	608.406.659	5
C. Kvalitet uprave		1,00
Strateško i Kapitalno planiranje	Postoji	1
Dostupnost finansijskih izveštaja, budžeta i strateških dokumenata na internet prezentaciji lokalne samouprave	Postoji	1
Participacija građana u procesu strateškog, kapitalnog i budžetskog planiranja	Postoji	1
Tekući prihodi, izvršeni (u RSD)	2.644.355.000	1
Tekući prihodi, planirani budžetom u prethodnoj godini (u RSD)	2.456.060.000	
Broj zaposlenih u javnim preduzećima	1.038	1
Ukupan broj stanovnika lokalne samouprave	113.827	
D. Politički rizik		1,00
Broj promena vladajuće koalicije u Skupštini lokalne samouprave u poslednjih 5 godina	2	1
Broj promena gradonačelnika/predsednika opštine u poslednjih 5 godina	2	1
Broj promena načelnika uprave u poslednjih 5 godina	2	1

<i>Ukupna ocena ne uključujući rejting države</i>		3,84
<i>Ukupna ocena uključujući rejting države</i>		5,34
<i>Koristiti rejting države kao gornju granicu za rejting LS</i>	Da	
Zbirna rejting ocena =	C+	5,34
		<i>* (1 = najbolje, 10 = najlošije)</i>

Stara Pazova ima nešto bolje ocene od Šapca u delu makroekonomskog i institucionalnog okvira (5,00) zbog činjenice da ima sertifikat o povoljnom poslovnom okruženju izdat od NALED-a, uz neznatan pad populacije i stopu nezaposlenosti od 26%.

Zbog činjenice da tekući prihodi stagniraju u poslednje 3 godine i činjenice da su troškovi zaposlenih skoro 27% budžeta, ukupna ocena iz dela performansi budžeta, likvidnosti i zaduženosti je 5,25.

Kao i u slučaju Šapca, opština Stara Pazova ima najbolje moguće ocene u delu kvaliteta uprave i političke stabilnosti.

Tabela 17: Rejting ocena opštine Stara Pazova

		Ocena *
Država	Srbija	
Rejting države (interna skala)	C+	5,34
Lokalna samouprava	Stara Pazova	
A. Makroekonomski i institucionalni okvir		5,00
Rangiranje na osnovu publikacije Svetske banke Doing business	59	3
Sertifikacija lokalne samouprave	Postoji	1
Rast populacije LS u poslednje 3 godine	-0,6%	10
Nezaposlenost u LS u %	26,0%	9
Prosečna neto zarada u LS (u RSD)	36.946	7
Prosečna neto zarada u Republici Srbiji (u RSD)	44.530	
Mišljenje državnog ili nezavisnog revizora na finansijske izveštaje	Kvalifikovano	5

B. Performanse budžeta, likvidnost i zaduženost		5,25
Prosečan rast tekućih prihoda u poslednje 3 godine (%)	-0,7%	8
Tekući suficit (u RSD)	312.483.868	6
Tekući prihodi(u RSD)	2.062.206.181	
Kapitalni rashodi (u RSD)	449.931.256	5
Tekući prihod i prihod od prodaje nefinansijske imovine (u RSD)	2.062.298.761	
Troškovi zaposlenih (u RSD)	549.476.358	9
Transferi (u RSD)	203.157.379	1
Likvidna imovina (u RSD)	0	10
Ukupne kratkoročne obaveze (u RSD)	0	10
Otplata duga u toku godine (u RSD)	40.684.309	1
Prosečan rast ukupnih obaveza u poslednje 3 godine (%)	-50,2%	1
Finansijski dug (u RSD)	507.874.829	5
C. Kvalitet uprave		1,00
Strateško i Kapitalno planiranje	Postoji	1
Dostupnost finansijskih izveštaja, budžeta i strateških dokumenata na internet prezentaciji lokalne samouprave	Postoji	1
Participacija građana u procesu strateškog, kapitalnog i budžetskog planiranja	Postoji	1
Tekući prihodi, izvršeni (u RSD)	2.736.093.000	1
Tekući prihodi, planirani budžetom u prethodnoj godini (u RSD)	2.062.206.181	
Broj zaposlenih u javnim preduzećima	325	1
Ukupan broj stanovnika lokalne samouprave	65.389	
D. Politički rizik		1,00
Broj promena vladajuće koalicije u Skupštini lokalne samouprave u poslednjih 5 godina	1	1
Broj promena gradonačelnika/predsednika opštine u poslednjih 5 godina	1	1
Broj promena načelnika uprave u poslednjih 5 godina	2	1
Ukupna ocena ne uključujući rejting države		3,86
Ukupna ocena uključujući rejting države		5,34
Koristiti rejting države kao gornju granicu za rejting LS	Da	
Zbirna rejting ocena =	C+	5,34
* (1 = najbolje, 10 = najlošije)		

Na kraju ove analize potrebno je istaći i još neke zaključke u vezi sa ocenom kreditnog rejtinga lokalnih samouprava.

Prvo, lokalne samouprave najlakše mogu uticati na smanjenje političkog rizika i povećanje kvaliteta uprave. Efekti ovih promena mogu u vrlo kratkom roku poboljšati ukupnu ocenu kreditnog rizika.

Drugo, bolja uprava u srednjem roku može uticati na performanse budžeta, likvidnost i zaduženost, čime će se ocena kreditnog rizika još više poboljšati.

Na kraju, u dugom roku sve pomenuto bi trebalo da utiče i na smanjenje nezaposlenosti u lokalnoj samoupravi, povećanje zarada i porast populacije.

Razumevanje i poštovanje ovog redosleda aktivnosti doprinosi kontinuiranom razvoju lokalne samouprave i smanjenju percepcije rizika kod investitora.

4. ISTORIJAT I VRSTE MUNICIPALNIH OBVEZNICA

4.1. Istorijat nastanka municipalnih obveznica

Najstariji zapisi o postojanju zaduživanja u Evropi datiraju još iz perioda rane renesanse u Italiji. U tom periodu, vladajuće strukture su pozajmljivale novac od velikih bankarskih porodica i bogatih individualaca u cilju finansiranja različitih ekonomsko-političkih poduhvata. Ovo je bio prvi vid zaduživanja vlasti. U narednom periodu ova procedura je značajno evoluirala donoseći celokupnom procesu zaduživanja značajan nivo transparentnosti i mogućnost uključivanja samih građana u proces finansiranja državnih projekata.

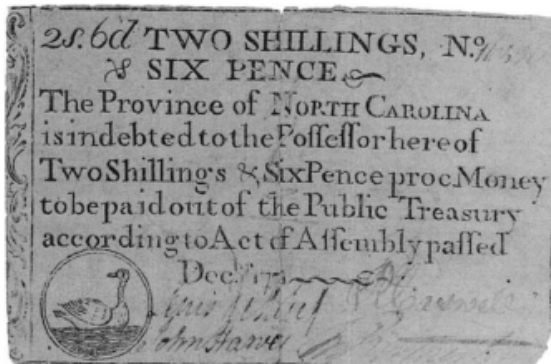
Na američkom kontinentu, istorija municipalnog duga započinje svoj razvoj već od perioda kolonizacije, pa je tako krajem 1751. godine, provincija Severna Karolina emitovala notu pojedinačne nominalne vrednosti dva šilinga, koja nije nosila pravo na određeni nivo periodične kamate.

Usledila je emisija municipalnog duga države Masačusets, koja je tokom 1780. godine emitovala šestogodišnju obveznicu sa pripadajućom periodičnom kamatnom stopom od 5%.¹⁸¹

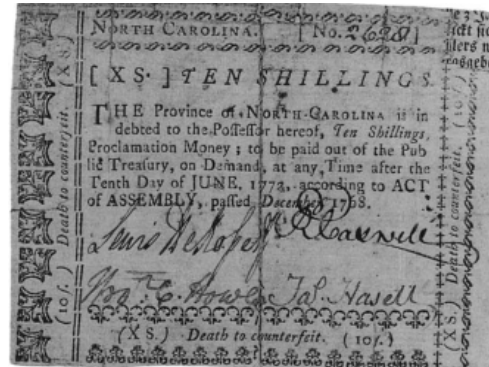
Emisija prvih modernih municipalnih obveznica u Americi je zabeležena 1812. godine.¹⁸² Tada je grad New York emitovao opštu municipalnu obveznicu kojom je finansirana izgradnja nekoliko infrastrukturnih projekata. Ovo je ujedno i prva formalna emisija municipalnih obveznica obavljena na teritoriji SAD. Osnovna zajednička karakteristika tada izdatih municipalnih obveznica i nota, kao i svih ostalih hartija od vrednosti iz tog i kasnijih perioda, jeste da su emitovane u materijalnom obliku. Razvojem informacionih tehnologija ova duga tradicija je prekinuta, tako da se danas evidencija vlasništva i ostvarivanje prava koje omogućavaju određeni finansijski instrumenti ne dokazuju pomoću dekorativno napisanih papira, već elektronskih zapisa.

¹⁸¹ Sylvan Feldstein, Frank Fabozzi (2008), *The Handbook of municipal bonds*, John Wiley and Sons, New York, str. 1270.

¹⁸² Mayraj Fahim (2012), City Majors Foundation, <http://www.citymayors.com/finance/bonds.html>.



**Slika 4: Nota Severne Karoline
(nominalne vrednosti dva šilinga)**



**Slika 5: Nota Severne Karoline
(nominalne vrednosti deset šilinga)**

Izvor: Sylvan Feldstein, Frank Fabozzi: The Handbook of municipal bonds, John Wiley and Sons, 2008, strana 1270-1271

U periodu tokom i neposredno nakon Civilnog rata na američkom kontinentu, nekoliko država je emitovale municipalne obveznice. Država Arkanzas emitovale je municipalne obveznice početkom 1862. godine, usledila je emisija Džordžije, Severne Karoline, Luisijane itd. Nakon ovih emisija, popularnost municipalnih obveznica značajno raste, a sa njom i opasnost od preteranog zaduživanja lokalnih samouprava.

Za uzrok tri ekonomsko-finansijske depresije koje su zadesile Severnu Ameriku (1837-1843; 1873-1879 i 1893-1899) smatra preterano zaduživanje lokalnih samouprava. Vremenom, ovakav negativan trend je doveo do stvaranja zaštitnih mera i pravnih barijera, kako bi se efikasno kontrolisao nivo duga i zaduženja lokalnih samouprava.

Pored postepenog uvođenja pravne kontrole dodatnog zaduživanja lokalnih vlasti, značajan podstrek razvoju tržišta obveznica u Americi imao je i početak procesa dodeljivanja kreditnog rejtinga od strane rejting agencija. Ovaj proces je započet krajem 19 veka, upravo u nastojanju da se emitovane obveznice klasifikuju na osnovu jedinstvenih kreditnih parametara. Tokom 1890. godine, izdavačka kompanija Poor (danas poznatija kao Standard and Poor's) je izdala prvi rejting municipalnih obveznica koji se zvao "Poor's Manual". John Moody (Moody's) je započeo kreditni rejting obveznica u 1909. godini izdavanjem "Analysis of Railroad Investments".

Između 1902. i 1927. godine finansiranje lokalnog duga izdavanjem municipalnih obveznica opet postaje veoma aktuelno na američkom finansijskom tržištu, pa je tako ukupna vrednost municipalnog duga skočila sa 2,1 milijarde dolara na 14,9 milijardi američkih dolara.¹⁸³

¹⁸³ Sylvan Feldstein, Frank Fabozzi (2008), The Handbook of municipal bonds, John Wiley and Sons, New York.

Drugi svetski rat i velika depresija su usporili izdavanje municipalnih obveznica, ali su ti događaji kasnije stvorili još veću potražnju za finansiranjem infrastrukture na teritoriji Amerike i Evrope. Značajan rast populacije i konstantni zahtevi za kapitalnim ulaganjima i unapređenjem infrastrukture, dovode do značajnog rasta visine javnog duga zemalja u tom post-ratnom periodu. Tako je između 1960. i 2010. godine, javni dug Amerike porastao sa 66 milijardi na 2,8 triliona američkih dolara,¹⁸⁴ a u ovom periodu lokalne vlasti su počele da koriste i kratkoročne municipalne obveznice. O negativnim posledicama rasta javnog duga na razvoj ekonomije je bilo više reči u uvodnom delu ovog rada.

I pored visokog intenziteta zaduživanja lokalnih vlasti, ulaganje u municipalne obveznice se i dalje smatra za jedno od najsigurnijih, naročito kada se ima u vidu jako nizak nivo ukupnog bankrota emisija municipalnih obveznica, koji je u Americi u periodu 1970 - 2000. godine iznosio samo 0,04% svih emisija. U segmentu korporativnih obveznica ta statistika je na nivou od 9,83%.¹⁸⁵

4.2. Vrste municipalnih obveznica

U analizi municipalnih obveznica, najčešća podela je na opšte municipalne obveznice i prihodovne municipalne obveznice.¹⁸⁶ U nastavku je analizirana osnovna razlika između njih, kao i struktura i odnos zahtevanog prinosa i rizika. Pored nabrojanih, u praksi postoji i veliki broj varijacija ove dve vrste municipalnih obveznica koje se nazivaju hibridne municipalne obveznice i koje nose karakteristike i jedne i druge vrste. Ovaj trend formiranja novih vrsta i podvrsta finansijskih instrumenata je naročito aktuelan i najčešće se vezuje za razvijena finansijska tržišta sa velikim brojem potencijalnih izdavalaca i investitora.

4.2.1. Opšte municipalne obveznice (eng. *General obligations*)

Opšte municipalne obveznice predstavljaju najčešće emitovanu formu municipalnih obveznica. Nakon izdavanja opštih municipalnih obveznica, lokalna samouprava garantuje celokupnim lokalnim budžetom redovno namirenje nastalih obaveza prema investitorima tj. celokupnim svojim poreskim autoritetom garantuje redovnu isplatu dospele kamate i glavnice. S tim u vezi, može se reći da je u slučaju opštih municipalnih

¹⁸⁴ Sylvan Feldstein, Frank Fabozzi (2008), *The Handbook of municipal bonds*, John Wiley and Sons, New York.

¹⁸⁵ Sylvan Feldstein, Frank Fabozzi (2008), *The Handbook of municipal bonds*, John Wiley and Sons, New York.

¹⁸⁶ Neil O'Hara (2011), *The Fundamentals of Municipal Bonds*, John Wiley & Sons, New York, str. 35.

obveznica, otplatni kapacitet lokalne samouprave formiran od svih budžetskih prihoda, rashoda i transfera od centralnog nivoa vlasti. U najvećem broju slučajeva, porez na imovinu predstavlja jedan od osnovnih garancija za redovno servisiranje obaveza prema investitorima.

Iako se radi o poreskim prihodima, koji su u velikom procentu predvidivi i naplativi, kreditni rizik takve emisije i dalje postoji i zavisi od same lokalne samouprave koja izdaje ovaj tip municipalnih obveznica tj. njenog kreditnog rejtinga.

U praksi, na razvijenim finansijskim tržištima, razvijena je još jedna pod vrsta opštih municipalnih obveznica, koja kao garanciju isplate obaveze prema investitorima stavlja konkretan budžetski prihod, kao što je porez na imovinu. Na slabije razvijenim finansijskim tržištima ovaj tip municipalnih obveznica nije čest i uglavnom se izdaju standardne opšte municipalne obveznice, koje investitorima stavljaju na raspolaganje celokupne lokalne budžetske prihode.

Važno je napomenuti da veliki broj lokalnih samouprava, naročito u slabije razvijenim zemljama, u velikoj meri zavisi od centralnog državnog budžeta, što ukazuje da pored lokalnog budžeta, indirektnu garanciju redovnog namirivanja obaveza lokalne samouprave garantuje i centralni državni budžet.

Kroz izdavanje opštih municipalnih obveznica, lokalne samouprave uglavnom finansiraju određene strateški važne infrastrukturne projekte, koji imaju karakter kapitalnih projekata i koji celokupnoj lokalnoj zajednici mogu doneti značajan boljitak i podizanje kvaliteta života. Međutim, takav boljitak je u većini slučajeva jako teško kvantifikovati i direktno naplatiti kao prihod lokalnog budžeta, pa se u skladu sa tim finansiranje takvih projekata prenosi na sve korisnike lokalnog budžeta (npr. projekti izgradnje lokalnih puteva, uređenja trgova i ulica, izgradnja škola, predškolskih ustanova, domova kulture itd.). O pitanju javnih dobara i javnih finansija je bilo više reči u uvodnom delu ovog rada.

S obzirom da opšte municipalne obveznice, u najvećem broju slučajeva nose znatno kvalitetniju garanciju namirenja svojih obaveza, često je mišljenje da ovaj tip municipalnih obveznica nosi nešto niži kreditni rizik u odnosu na prihodovne municipalne obveznice.

Podrazumeva se da je ovo isključivo teoretska pretpostavka, s obzirom da u praksi postoji veliki broj faktora koji utiču na taj odnos rizika i prinosa. Primarni faktori koji mogu uticati na ovu pretpostavku su pre svega: finansijska struktura lokalne samouprave, kao i njen kreditni kapacitet, postojanje ugrađenih opcija u obveznicu, čime sama obveznica postaje znatno kompleksnija za vrednovanje, trenutni tržišni uslovi na strani ponude i tražnje kapitala, koji u značajnoj meri mogu poremetiti odnose prinosa.

Pored nabrojanih, tu su uvek i makro-ekonomski faktori koji značajno utiču na strukturu kako poreskih tako i projektnih prihoda i na taj način mogu u značajnoj meri poremetiti već definisani odnos prinosa između ove dve osnovne grupe municipalnih obveznica.

4.2.2. Prihodovne obveznice (eng. *Revenue bonds*)

Druga vrsta municipalnih obveznica su prihodovne i one su izdate od strane jedinica lokalne samouprave u cilju finansiranja projekata koji generišu direktnu merljivu dobit, u vidu prihoda budžeta. Novčani tok ovako finansiranih projekata se koristi za servisiranje obaveza prema investitorima i ujedno predstavlja jedinu garanciju redovnog servisiranja nastalih obaveza.

Tačnije, kod prihodovnih obveznica ne postoji garancija namirenja nastalih obaveza iz sredstva lokalnog budžeta, već isključivo iz sredstava dobijenih realizacijom finansiranog projekta. Formiranjem otplatnog kapaciteta na bazi novčanog toka koji generiše sam projekat, stvara se jasna veza između rizika namirenja obaveza prema investitorima i uspešnosti samog projekta. U praksi, veoma često je ovaj tip municipalnih obveznica dodatno osiguran kod osiguravajućih kuća, u slučaju da emitent nije više u mogućnosti da servisira svoje obaveze.

Iako na prvi pogled veza između ostvarenih prihoda projekta i finansijera tog projekta izgleda jednostavno, u praksi je neophodno sagledati svaki element pojedinačne emisije kako bi se razumeli svi potencijalni rizici. Jako važno jasno definisana zalogu na projektnim prihodima, kao i strukturu toka novca (eng. *Flow-of-funds structure*), s obzirom da je u praksi bilo primera gde je izdata municipalne obveznica samo ličila na prihodovnu, dok je zapravo u velikoj meri zavisila od sredstava drugih nivoa vlasti.

Konkretno, radi se o emisiji municipalnih obveznica američke države Vajoming iz 1980. godine, kojom je finansiran rudarski projekat. Iako je na prvi pogled ova emisija podsećala na prihodovne municipalne obveznice, država Vajoming je svoje investitore isplaćivala iz naknada koje su dolazile sa centralnog (federalnog) nivoa vlasti, pri čemu nije postojala pravna obligacija niti garancija da će centralni nivo vlasti nastaviti sa pomenutim plaćanjima u punom periodu dospeća obveznice.¹⁸⁷

Jasno je da projekti koji se finansiraju na ovaj način moraju biti visoko komercijalizovani i da se njihovo vrednovanje izrađuje u skladu sa osnovnim principima vrednovanja komercijalnih projekata. Iz tog razloga, u razvijenim zemljama ovaj tip municipalnih obveznica je češći, u odnosu na zemlje u razvoju.

¹⁸⁷ Sylvan Feldstein, Frank Fabozzi (2008), *The Handbook of municipal bonds*, John Wiley and Sons, New York, str 810.

Zemlje u razvoju najčešće ne poseduju dovoljan nivo stručnog kadra koji može oceniti vrednost komercijalnog projekta i u skladu sa tim definisati temelje njegovog finansiranja. Samim tim najveći broj emisija je u formi opštih municipalnih obveznica. Pored manjka stručnog kadra u javnoj upravi, zemlje u razvoju karakteriše i znatno nestabilnije poslovno okruženje, što doprinosi značajno višem nivou operativnog rizika uspešne realizacije projekta.

Visok rizik realizacije projekta uslovljava veći kreditni rizik obveznice i znatno veći očekivani prinos investitora, što u najvećem broju slučajeva predstavlja osnovni razlog da lokalne samouprave izaberu „jeftiniji“ izvor finansiranja, najčešće u vidu opštih municipalnih obveznica. Iz svega navedenog, pokazuje se da opšte municipalne obveznice najčešće imaju viši kreditni rejting, kao i niži nivo rizika i zahtevanog prinosa, u odnosu na prihodovne obveznice.

Emitovanje prihodovnih municipalnih obveznica je proces koji takođe zahteva i značajan nivo zakonske fleksibilnosti i ekonomsko-pravne regionalizacije, koje omogućavaju lokalnim samoupravama prikupljanje različitih tipova prihoda ostvarenih na njihovoj teritoriji. Tu se pre svega misli na prihode od putarina, mostarina, školarina i svih ostalih prihoda ostvarenih u institucijama i na teritorijama lokalne samouprave, a za koje lokalna samouprava ima potpunu autonomiju u određivanju i naplati.

Uz sve prethodno nabrojane vrste i podvrste municipalnih obveznica, u praksi su jako česte i obveznice koje su osigurane od strane neke finansijske institucije, kao što su banke (eng. *Bank Insured Bonds*). Pojava osiguranja emisija municipalnih obveznica od strane finansijskih institucija nastaje kao potreba da se potencijalnim investitorima obezbedi dodatna sigurnost u naplati njihovih investicionih potraživanja. Ovaj fenomen je takođe aktuelan isključivo na razvijenim finansijskim tržištima, na kojima posluju finansijske institucije koje su u stanju da takvu polisu osiguranja ugovore i potencijalno realizuju.

Pored municipalnih obveznica sa eksternim osiguranjem, u upotrebi su i tzv. note lokalnih samouprava, koje predstavljaju finansijske instrumente duga sa rokom dospeća do 12 meseci. Lokalne samouprave ovaj vid finansiranja prvenstveno koriste u cilju prevazilaženja trenutne tj. sezonske nelikvidnosti, koja može nastati kao posledica slabije naplate poreza u određenim delovima fiskalne godine. Pravilo da što je razvijenije finansijsko tržište veći je i broj varijacija finansijskih instrumenata, vazi i na ovom primeru.

Izdavanjem prihodovnih municipalnih obveznica mogu se finansirati različite vrste projekata. U praksi se pravi klasifikacija prihodovnih obveznica upravo prema tim vrstama projekata koji se finansiraju, a u ovom radu će biti pomenute samo neke od njih.

Prihodovne municipalne obveznice i finansiranje projekata iz oblasti aero saobraćaja

Finansiranje projekata izgradnje i/ili modernizacije aerodroma je jako čest razlog emitovanja municipalnih obveznica. Finansiranje projekata u sektoru aero saobraćaja je naročito često u SAD, s obzirom na činjenicu da je najveći broj javnih aerodroma u toj zemlji u vlasništvu i pod upravom lokalnih vlasti. Sa druge strane, na evropskom kontinentu situacija je nešto drugačija. Privatizacija razmatranog industrijskog sektora je znatno intenzivnija, pa je tako veliki broj aerodroma u Evropi u privatnom vlasništvu.¹⁸⁸

U cilju finansiranja projekata iz sfere aero saobraćaja, uglavnom se izdaju prihodovne municipalne obveznice, koje investitorima pružaju pravo zaloge na ostvarenim prihodima realizovanog projekta.

Ove „aerodromske“ municipalne obveznice se smatraju jednom od najsigurnijih investicija u sferi prihodovnih municipalnih obveznica i to prvenstveno kao posledica važnosti aero saobraćaja u transportu ljudi i robe na teritoriji SAD. Pored velikog značaja aero transporta za celokupnu privredu SAD, fleksibilnost određivanja aerodromskih taksi i naknada, kao i relativno slaba konkurencija, dovode do percepcije da se ulaganjem u ovaj tip prihodovnih municipalnih obveznica ostvaruje relativno siguran prinos na uloženi kapital.

Sa druge strane, poslednjih godina veliki broj aerodroma se susreo sa značajnim problemima, i to prvenstveno sigurnosne prirode, ali i kao posledica činjenice da je značajan broj avio kompanija otišao u bankrot, kao posledica rasta cene goriva i pada ukupnog poslovanja usled intenziviranja Globalne finansijske krize.

Iako je najveći broj menadžera u ovoj industriji pronašao način kako bi se izborio sa značajnim preprekama za poslovanje u uslovima Globalne finansijske krize, „duševni mir“ investitora je svakako poljuljan, činjenicom da ni u segmentu „aerodromskih“ obveznica ne postoje tzv. „sigurne investicije“.

Prihodovne municipalne obveznice i finansiranje projekata iz oblasti kopnenog saobraćaja

Projekti izgradnje i/ili unapređenja putne infrastrukture takođe su veoma često finansirani sredstvima prikupljenim na tržištu municipalnog duga. Značajan broj emisija u SAD, u ovom segmentu saobraćajne industrije potpada pod prihodovne municipalne obveznice.

¹⁸⁸ Sylvan Feldstein, Frank Fabozzi (2008), *The Handbook of municipal bonds*, John Wiley and Sons, New York, str. 813.

Putarine, kao osnovni izvor prihoda projekata ovog tipa, predstavljaju osnovnu garanciju povraćaja prikupljenih sredstava.

Osnova razvoja tržišta ovog tipa municipalnih obveznica je svakako zakonska regulativa, koja omogućava lokalnim samoupravama da vrše naplatu i određivanje visine putarine na svojoj teritoriji. Ovo je ujedno i osnovni razlog zašto je ovaj tip municipalnih obveznica uglavnom zaživeo na teritoriji SAD, koje po svom političkom i društvenom uređenju mogu da podrže ovaj tip municipalnih obveznica, uzevši u obzir visok stepen regionalizacije koja postoji u SAD.

Prihodovne municipalne obveznice i finansiranje projekata iz oblasti zdravstva

Izgradnja bolnica i realizacija ostalih projekata u oblasti zdravstva takođe mogu biti finansirani emisijom prihodovnih municipalnih obveznica. U ovom slučaju, troškovi lečenja predstavljaju osnovnu prihodovnu bazu koja služi kao garancija isplate nastale obaveze prema investitorima.

I u ovom slučaju, veliku ulogu ima zakonska regulativa i generalni pravni okvir koji bi bio neophodan u cilju realizacije ovog načina finansiranja projekata lokalne samouprave. Tu se pre svega misli na jako čestu centralizaciju celokupnog sistema zdravstvene zaštite, pri čemu lokalna samouprava ne poseduje odgovarajuće nadležnosti kako bi odredila i naplatila troškove lečenja, koji su osnova jedne ovakve emisije prihodovnih municipalnih obveznica.

Prihodovne municipalne obveznice i finansiranje projekata iz oblasti školstva

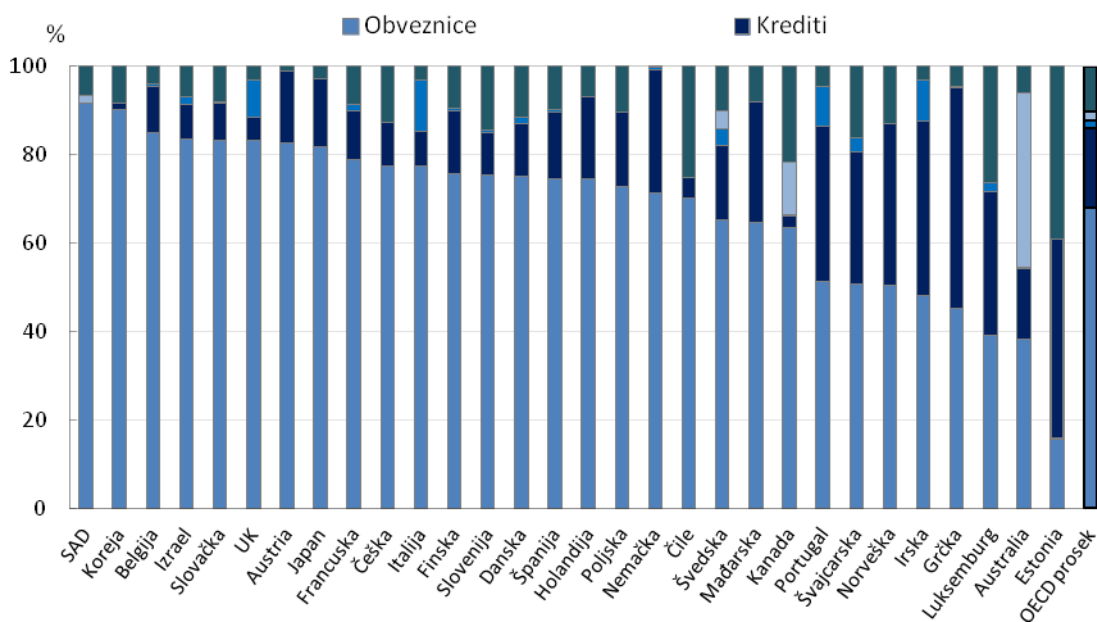
Slična situacija je i kod finansiranja projekata u oblasti školstva, pri čemu školarine predstavljaju osnovu za povraćaj sredstava prikupljenih od investitora. Kao i u slučaju finansiranja projekata u oblasti zdravstva, odgovarajuća zakonska regulativa predstavlja osnovu za razvoj tržišta ovog tipa municipalnih obveznica.

5. TRŽIŠTE MUNICIPALNIH OBVEZNICA

Obveznice su dominantan način finansiranja kapitalnih projekata u većini razvijenih zemalja. Iako SAD prednjači sa učešćem obveznica u strukturi ukupnog držanog duga od preko 90%, i u velikom broju evropskih zemalja to učešće je veće od 70% (Slovačka, UK, Austrija, Francuska, Češka, Italija, Finska, Slovenija, Danska...).

U grafikonu koji sledi, prikazana je struktura duga zemalja članica OECD-a.

Grafikon 12: Struktura državnog duga



Izvor: OECD¹⁸⁹

Municipalne obveznice su vrlo važan instrument za finansiranje lokalnih samouprava u razvijenim zemljama sveta. U strukturi ukupnog državnog duga koji se sastoji od duga centralne (federalne) države, duga država (članica federacije) i duga lokalnih samouprava, dug lokalnih samouprava nije dominantan, ali je vredan pomena.

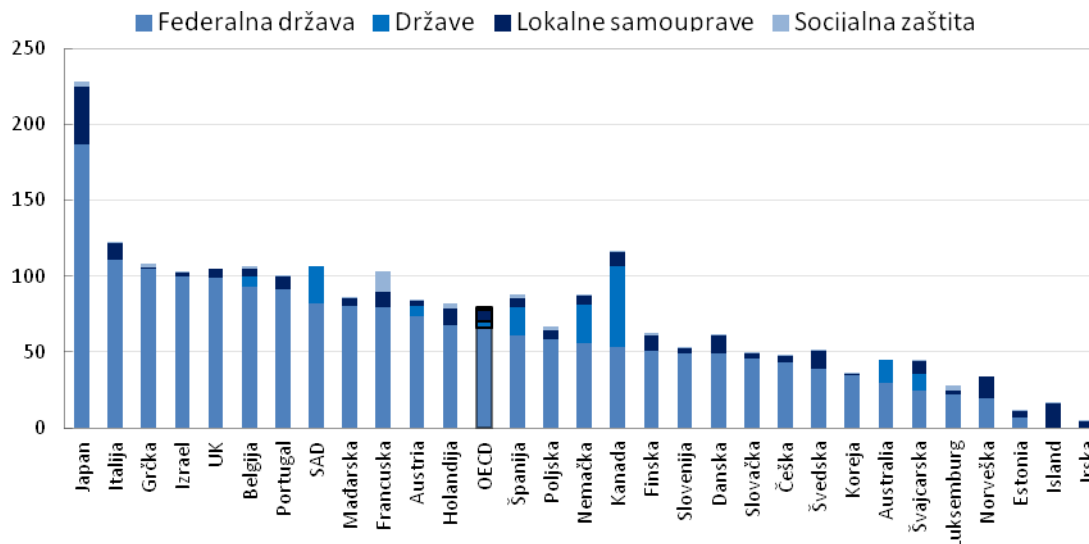
Globalno tržište municipalnih obveznica se sastoji od velikog broja lokalnih tržišta koja imaju brojne sličnosti, ali i razlike. Tržište municipalnih obveznica je nastalo u Sjedinjenim Američkim Državama i taj segment tržišta je i dalje najrazvijeniji (krajem 2014. godine, na tom tržištu se nalazilo oko 4.000 milijardi USD izdatih municipalnih obveznica, od čega je oko 400 milijardi USD izdato u toku 2014. godine).¹⁹⁰

¹⁸⁹ OECD (2013), *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing, str. 65.

¹⁹⁰ Izvor: www.bondbuyer.com.

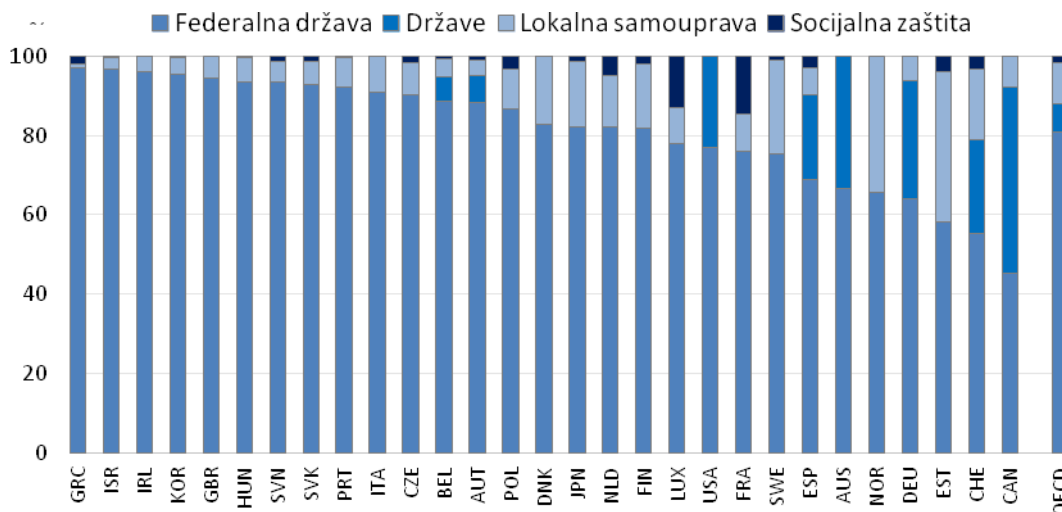
Municipalne obveznice, kao načini finansiranja lokalne samouprave su sve više zastupljene u zemljama u razvoju, ali je njihovo učešće u ukupnom finansiranju značajno manje od kredita.¹⁹¹

Grafikon 13: Struktura državnog duga u odnosu na BDP, 2011. godine



Izvor: OECD¹⁹²

Grafikon 14: Učešće nivoa vlasti u strukturi državnog duga, 2011. godine



Izvor: OECD¹⁹³

¹⁹¹ U zemljama Centralne i Istočne Evrope učešće municipalnih obveznica se kreće između 10% i 30% u strukturi ukupnog duga lokalnih samouprava - vidi P. Swianiewicz (2004), *Local Government Borrowing – Risks and Rewards*, Local Government and Public Service Reform Initiative, Budapest, str 406.

¹⁹² OECD (2013), *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing, str. 67.

U Švedskoj, Norveškoj i Estoniji, učešće lokalne samouprave u ukupnom državnom dugu je između 25% i 30%, dok su podaci za SAD i Australiju prikazani na način da je dug lokalnih samouprava prikazan zajedno sa dugom država, članica federalne države. Sa 2,5% duga lokalne samouprave u ukupnom državnom dugu, Srbija spada u red zemalja gde se lokalna samouprava najmanje zadužila.

Kao što je već napomenuto, finansijsko tržište se sastoji iz primarnog (na kome izdavaoci prodaju obveznice investitorima) i sekundarnog tržišta (na kome investitori trguju između sebe). Oba segmenta tržišta municipalnih obveznica biće predmet analize u ovom delu rada.

Na ovom mestu treba napomenuti¹⁹⁴ da se na primarnom tržištu municipalne obveznice mogu izdavati javnom ponudom uz objavljivanje Prospekta¹⁹⁵ (kada su svi investitori pozvani da izvrše upis i uplatu obveznica), ili putem privatnog plasmana (kada upis i uplatu vrše samo profesionalni investitori). U ovom delu rada naročit fokus će biti na onim emisijama municipalnih obveznica koje su izdate javnom ponudom uz objavljivanje Prospekta, a koje su kasnije listirane na berzi i kojima se trguje na sekundarnom tržištu.

Glavni deo ovog poglavlja će biti posvećen najrazvijenijim finansijskim tržištima današnjice (finansijsko tržište Severne Amerike i Evrope), regionalnim finansijskim tržištima (tržištima bivših jugoslovenskih republika - Republike Srbije, Hrvatske, Crne Gore, Bosne i Hercegovine), kao i finansijskim tržištima zemalja centralne i istočne Evrope (Republike Poljske, Češke, Bugarske i Rumunije).

¹⁹³ OECD (2013), *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing, str. 67.

¹⁹⁴ Kasnije će ova tema biti detaljno obrađena.

¹⁹⁵ Prospekt je dokument koji sadrži sve relevantne informacije vezane za izdavaoca i konkretnu emisiju, a njegovo objavljivanje odobrava Komisija za hartije od vrednosti.

5.1. Tržište municipalnih obveznica u SAD i EU

U skladu sa prethodnim, analiza globalnog tržišta municipalnih obveznica je započeta analizom tržišta Severne Amerike i Evrope.

5.1.1. Tržište Severne Amerike

Tržište Severne Amerike predstavlja svojevrsnu kolevku modernog zaduživanja lokalnih samouprava putem municipalnih obveznica. Pored duge tradicije, finansijsko tržište Severne Amerike predstavlja i jedno od najmodernijih finansijskih tržišta, na kome postoji značajan stepen informativne efikasnosti, koja uslovljava „stvaranje“ što objektivnije cene aktive na tržištu.

Procenjuje se da je nivo municipalnog duga Severne Amerike, krajem marta 2013. godine dostigao iznos od preko 3.728 milijardi američkih dolara, kao i da je iz perspektive ročnosti sastavljen najvećim delom iz dugoročnih plasmana.

Tabela 18: Pregled stanja municipalnog duga Severne Amerike, po godinama (u milijardama američkih dolara)

Ukupan dug	2.821,2	3.019,3	3.189,3	3.424,8	3.517,2	3.672,5	3.772,1	3.719,4	3.714,4	3.728,6
Promena		7,02%	5,63%	7,38%	2,70%	4,42%	2,71%	-1,40%	-0,13%	0,38%

**Zaključno sa martom 2013. godine*

Izvor: www.bondbuyer.com

Iz prethodno prezentovanih podataka, vidljivo je da je nivo municipalnog duga Severne Amerike bio u konstantnom porastu u periodu od 2004. do 2010. godine, kao i da je u periodu nakon 2010. godine došlo do blagog smanjenja i stabilizacije tog nivoa.

U toku 2014. godine, izdato je novih 334 milijarde USD dugoročnih obveznica, sa namenom prikazanoj u sledećoj tabeli:¹⁹⁶

¹⁹⁶ Informaciona baza podataka dostupna na internet adresi (www.bondbuyer.com) specijalizovanog informacionog portala koji se bavi ulaganjem u municipalne obveznice.

Tabela 19: Namena dugoročnih obveznica izdatih u SAD u toku 2014. godine

Razvojni projekti	11,32	3,38%
Edukacija	85,52	25,57%
Električna energija	12,17	3,64%
Uticaj na životnu okolinu	2,22	0,66%
Zdravstvo	24,35	7,28%
Stambena izgradnja	12,37	3,70%
Javne ustanove	10,66	3,19%
Transport	53,67	16,05%
Javne usluge	38,01	11,37%
Generalne namene	84,13	25,16%
UKUPNO	334,43	100,00%

Nešto više od polovine ovih obveznica izdatih u 2014. godini su bile za nove projekte, dok je ostatak bio za refinansiranje prethodno izdatih obveznica ili uzetih kredita. Specifičnost američkog tržišta je u tome da je izdato oko 200 milijardi prihodovnih obveznica, dok je opštih obveznica izdato oko 135 milijardi. Takođe, dominiraju obveznice sa fiksnom kamatom stopom (preko 85% od svih emisija).

Više od polovine izdatih obveznica su municipalne obveznice. Tabela koja sledi prikazuje nivo lokalne samouprave koja se odlučila za izdavanje dugoročnih municipalnih obveznica u SAD u 2014. godini:¹⁹⁷

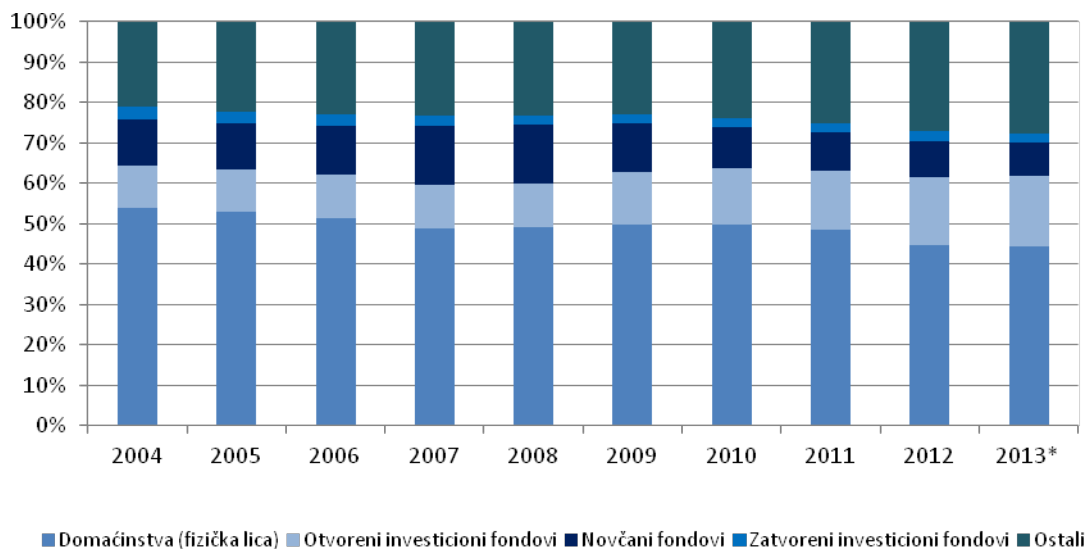
Tabela 20: Iznos izdatih dugoročnih municipalnih obveznica u SAD u 2014. prema nivoima LS

Gradovi	47,6	26,6%
Distrikti	66,57	37,2%
Opštine	64,72	36,2%
Total (USD milijardi)	178,89	100,0%

¹⁹⁷ Izvor: www.bondbuyer.com.

Veoma važan aspekt tržišta municipalnih obveznica u Severnoj Americi je i pregled njegove vlasničke strukture, tj. pregled investitora koji na ovom tržištu aktivno učestvuju.

Grafikon 15: Procentualno učešće osnovnih tipova investitora u municipalni dug Severne Amerike



*Zaključno sa martom 2013. godine

Izvor: www.bondbuyer.com

Značajan udeo u finansiranju municipalnog duga Severne Amerike nose domaćinstva (fizička lica), koja u proseku poseduju oko 50% ukupno plasiranih municipalnih obveznica. Ova statistika pokazuje koliko je tržište municipalnih obveznica u Severnoj Americi razvijeno, transparentno i dobrim delom posvećeno građanima kao ulagačima.

Posmatrano iz perspektive broja emisija, u periodu od 2004. do marta 2013. godine, lokalne državne administracije u Severnoj Americi su u proseku realizovale oko 11.000 emisija godišnje. Pomenute emisije su prvenstveno bile plasirane u svrhu finansiranja obrazovanja (oko 43% ukupnih realizovanih emisija od januara do marta 2013. godine), komunalnih infrastruktura (oko 14% ukupnih realizovanih emisija od januara do marta 2013. godine) i ostalih projekata.

Istorijski posmatrano, najveći broj emisija je realizovan u cilju prikupljanja svežeg kapitala i finansiranja novih projekata, a manje u svrhu refinansiranja postojećih obaveza. Ovaj trend je promenjen u poslednjih tri do pet godina, tako da danas lokalne samouprave u Severnoj Americi polovinu prikupljenih sredstva plasiraju kroz refinansiranje već postojećih obaveza.

Takođe, statistika pokazuje da je u poslednjih tri do pet godina naročito zastupljeno emitovanje prihodovnih municipalnih obveznica, čiju garanciju redovnog servisiranja

čini novčani tok projekta koji se finansira. Danas, preko 65% svih plasmana u Severnoj Americi čini ovaj tip municipalnih obveznica.¹⁹⁸

Primarno tržište

Pored generalne analize tržišta municipalnih obveznica u Severnoj Americi, u nastavku je prikazana i pojedinačna analiza šest američkih gradova, koji su emitovali municipalne obveznice u cilju finansiranja različitih tipova projekata. Kratka pojedinačna analiza je urađena sa ciljem stvaranja jasnog uvida u uslove po kojima je plasman tih municipalnih obveznica obavljen, kao i načina na koji su emisijom prikupljena sredstva iskorišćena.

Grad Denver

Grad Denver je 23.4.2013. godine emitovao, u procesu javnog plasmana, seriju municipalnih obveznica obima preko USD 546 miliona sa dospećem od preko 14 godina tj. sa rokom dospeća na dan 15.12.2027. Emitovane municipalne obveznice spadaju u prihodovne, sa fiksnim polugodišnjim kuponom u iznosu od 3,598% godišnje. Grad Denver je emitovao ove municipalne obveznice u svrhu refinansiranja prethodnih zaduženja. Tačnije, u svrhu refinansiranja obaveza iz 2011. godine, nastalih u procesu zaduživanja i finansiranja projekata u okviru osnovnih i srednjih škola na teritoriji Denvera. Na sekundarnom finansijskom tržištu, tržišni prinos ove obveznice je u konstantnom rastu, i to sa početnih 3,598% do čak 4.373%. Rejting kompanije MOODY'S i FITCH su dodelile ovoj emisiji AA3, odnosno AA kreditni rejting sa stabilnim budućim očekivanjima.

Grad Detroit

Grad Detroit je 07.03.2005. godine emitovao seriju municipalnih obveznica, u ukupnom obimu od preko USD 376 miliona, u procesu javnog plasmana, sa rokom dospeća na dan 01.07.2035. godine. Emisija poseduje i ugrađenu kol opciju, aktivnu od 2015. godine, koja će omogućiti izdavaocu da povuče određeni deo i/ili celu emisiju po unapred definisanoj ceni. Radi se o prihodovnoj municipalnoj obveznici, sa fiksnim polugodišnjim kuponom u visini od 4,500% godišnje, izdatoj u cilju finansiranja projekta u oblasti kanalizacione infrastrukture na teritoriji grada Detroita.

Uzevši u obzir dešavanja sredinom 2013. godine tj. postojanjem značajnih finansijskih problema u poslovanju grada Detroita, ova emisija obveznica je kod rejting kompanije MOODY'S ocenjena sa BBB, dok je S&P dodelio ocenu BB-. Ovom ocenom,

¹⁹⁸ Informaciona baza podataka dostupna na internet adresi (www.bondbuyer.com) specijalizovanog informacionog portala koji se bavi ulaganjem u municipalne obveznice.

municipalne obveznice grada Detriota su sredinom 2013. godine svrstane u tzv. spekulativne obveznice bez investicionog rejtinga (eng. *junk bonds*). Posledica toga je i smanjeno trgovanje na sekundarnom tržištu, i to uglavnom u manjem obimu do USD 20.000 po transakciji, sa tržišnim prinosom koji je dostigao skoro 6%.

Grad Los Angeles

Grad Los Angeles je 28.12.2005. godine u procesu javnog plasmana emitovao seriju municipalnih obveznica sa rokom dospeća na dan 01.07.2035 godine. Prikupljena sredstva u iznosu od preko USD 930 miliona idu za potrebu „Odeljenja za struju i vodu“, iz kojih će se finansirati obnova elektroenergetskog sistema grada Los Angelesa. Obveznica je prihodovna sa fiksnim polugodišnjim kuponom koji iznosi 4,540% godišnje. Tržišni prinos, u trenutku izrade ovog rada je u visini od 4,290%. Dugoročni rejting na ovu emisiju obveznica kod S&P je AA-.

Grad New York

Grad New York je 19.03.2013. godine emitovao seriju municipalnih obveznica obima preko USD 560 miliona sa rokom dospeća od 30 godina, tačnije sa rokom dospeća na dan 01.03.2043. godine. Emitovane obveznice su prihodovne, izdate u procesu javnog plasmana, sa fiksnim godišnjim kuponom od 3,650%, koji se isplaćuje polugodišnje. Sredstva prikupljena emitovanjem obveznice biće iskorišćena za finansiranje različitih potreba Grada, kao i u cilju refinansiranja obaveza po osnovu prethodno emitovanih municipalnih obveznica. U tom smislu, najveći deo sredstava će biti odvojen za finansiranje projekata u oblasti vodovodne i transportne infrastrukture na teritoriji Grada. Emisija ima rejting AA kod S&P i FITCH-a, dok je MOODY'S dodelio ocenu Aa2 sa stabilnim izgledima.

Grad Portland

Grad Portland je 17.04.2008. godina izdao, u procesu javnog plasmana, seriju municipalnih obveznica koje dospevaju na naplatu 15.06.2028. godine u ukupnom iznosu od preko USD 525 miliona. Kupon na ovu emisiju obveznica je fiksna i iznosi 4,840% godišnje sa polugodišnjim isplata. Sredstva prikupljena ovim putem će biti iskorišćena za rekonstrukciju i izgradnju kanalizacione i odvodne infrastrukture na teritoriji Grada. Na sekundarnom tržištu ovim obveznicama se uglavnom trgovalo u manjim iznosima od USD 5.000 do 70.000, po transakciji, sa prinosom u rasponu od 1.456% do 4.840%. Rejting ove emisije kod rejting kompanija MOODY'S je Aa2, dok je S&P dodelio ocenu AA sa stabilnim budućim očekivanjima.

Grad San Antonio

Grad San Antonio je u procesu javnog plasmana emitovao seriju municipalnih obveznica na dan 01.06.2012. godine, sa rokom dospeća na dan 01.02.2022. godine.

Prikupljena sredstva, u ukupnom obimu od preko USD 655 miliona, će se iskoristiti za finansiranje elektro gasnog sistema Grada. Kupon na obveznicu je 5,000% godišnje i on je fiksni i isplaćuje se polugodišnje. Rejting kompanija MOODY'S je dodelila rejting Aa2 sa stabilnim izgledima za ovu emisiju obveznica, S&P ocenu AA, dok je kompanija FITCH dala ocenu AA+, inače sve rejting kompanije imaju stabilna buduća očekivanja.

Sekundarno tržište

Analizom sekundarnog tržišta municipalnih obveznica izdatih u Severnoj Americi takođe se dolazi da zanimljivih zaključaka i to prvenstveno u delu koji se bavi očekivanjima investitora po pitanju kreditnog rizika emisija. Tačnije, sredinom 2013. godine, došlo je do intenziviranja finansijskih problema u nekoliko većih američkih gradova, predvođenih Detroitom. Pod pretnjom potencijalnog bankrota, u tom periodu dolazi i do značajnih obaranja kreditnih rejtinga, izdatih od strane rejting kompanija. Obaranje kreditnih rejtinga, na tržištu je stvorena svojevrsna percepcija rasta kreditnog rizika emisija svih municipalnih obveznica, pa je u skladu sa tim došlo do rasta očekivanog prinosa investitora. Rast potencijalnog prinosa za investitore (pad cena municipalnih obveznica), na sekundarnom tržištu kapitala vidljiv je i na grafikonima u nastavku.

Grafikon 16: Kretanje desetogodišnjeg prinosa municipalnih obveznica (u %)



Izvor: Informacioni servis Bloomberg

Grafikon 17: Kretanje tridesetogodišnjeg prinosa municipalnih obveznica (u %)



Izvor: Informacioni servis Bloomberg

Na bazi prethodno definisanih aktuelnosti i kretanja na sekundarnom finansijskom tržištu municipalnog duga Severne Amerike možemo doneti još jedan zaključak vezano za razvijena finansijska tržišta. Razvijena i informaciono efikasna finansijska tržišta velikom brzinom se prilagođavaju svakom značajnijem događaju, kroz korekciju cene različitih finansijskih instrumenata. Ova pojava nije česta na nerazvijenim i zatvorenim finansijskim tržištima, koja pored malog broja učesnika mogu biti i pod velikim uticajem države.

5.1.2. Evropsko tržište

Evropsko tržište municipalnih obveznica je analizirano iz perspektive nekoliko zemalja članica Evropske unije ali i zemalja koje se nalaze na evropskom kontinentu, a u trenutku pisanja ovog rada ne pripadaju pomenutoj monetarno-političkoj uniji. Tržište municipalnih obveznica u Evropi nije u toj meri transparentno i okrenuto građanima kao ulagačima, kao što je to slučaj u Severnoj Americi. Ovo je prvenstveno posledica rigidnije zakonske regulative koja se bavi pitanjem zaduživanja lokalnih administracija i uprava, ali i tradicionalnoj okrenutosti zemalja evropskog kontinenta bankarskom sistemu, kao primarnom izvoru kapitala.

Primarno tržište

U nastavku je prikazana kratka analiza pet evropskih gradova koji su emitovali municipalne obveznice, pri čemu su prikazani i analizirani svi podaci od važnosti za jednu emisiju, počev od datuma izdavanja, dospeća, visine periodične kuponske stope, obima emisije itd.

Federalna Republika Nemačka – Grad Hamburg

Grad Hamburg je, u procesu javnog plasmana, izdao seriju municipalnih obveznica dana 25.09.2012. godine sa rokom dospeća od 10 godina (datum dospeća 26.09.2022. godine). Vrednost ukupne emisija obveznica iznosi EUR 750 miliona, a njeno sekundarno trgovanje se obavlja na Hamburškoj berzi. Obveznice su prihodovne, sa fiksnim, polugodišnjim kuponom koji iznosi 1,875% na godišnjem nivou.¹⁹⁹ Kompanija FITCH je ovoj emisiji obveznica dodelila rejting AAA, sa stabilnim budućim očekivanjima. U trenutku pisanja ovog rada, tržišni prinos na ovu municipalnu obveznicu je viši od vrednosti kupona, što ukazuje da je na tržištu došlo do pada tržišne ispod nominalne vrednosti obveznica.

Republika Francuska – Grad Pariz

Grad Pariz je 29.06.2009. godine u procesu javnog plasmana, emitovao seriju municipalnih obveznica koje dolaze na naplatu 29.06.2022. godine. Ova emisija nosi fiksni godišnji kupon u visini od 4,625%, sa polugodišnjom isplatom. Ocene ove emisije kod rejting kompanija su sledeće, FITCH AAA, S&P AA+. Ovom emisijom obveznica se trguje na sekundarom tržištu i to na berzi u Berlinu i Frankfurtu. Ukupan iznos emisije obveznica je EUR 200 miliona.

Švajcarska Konfederacija – Grad Ciri

Grad Ciri je 21.02.2011. godine u procesu javnog plasmana, izdao seriju municipalnih obveznica u iznosu od CHF 250 miliona, kojom se sekundarno trguje na švajcarskoj, berlinskoj i frankfurtskoj berzi. Rok dospeća za ovu emisiju je 21.02.2024. godine. Kupon na ovu obveznicu je fiksni, polugodišnji i iznosi 2,375% godišnje. Veće rejting kompanije nemaju ocenu za ovu municipalnu obveznicu.

Kraljevina Norveška – Grad Oslo

Grad Oslo je 01.07.2010. godine, u procesu javnog plasmana, izdao seriju municipalnih obveznica ukupne vrednosti NOK 1,5 milijardi (cca EUR 192 miliona). Rok dospeća ove emisije je 9 godina, na dan 01.07.2019. godine. Kupon je fiksni i polugodišnji i iznosi 4,500% godišnje. Na sekundarnom trgovanju ove obveznice se nalaze na norveškoj berzi, kao i na berzama u Frankfurtu i Berlinu i trenutni prinos na nju je 3,279%. Ova emisija obveznica nema ocenu kod većih rejting kompanija.

¹⁹⁹ Kada obveznica isplaćuje kupon polugodišnje, to znači da investitori dva puta godišnje dobijaju novčane isplate. Međutim, vrednost kupona se uvek izražava na godišnjem nivou kako bi ova investicija mogla da se poredi sa drugim investicijama.

Kraljevina Švedska – Grad Geteborg

Grad Geteborg je u procesu javnog plasmana izdao seriju municipalnih obveznica, na dan 12.03.2013. godine u iznosu od 1.500.000 SEK (cca EUR 173 miliona) i sa rokom dospeća od 5 godina (19.03.2018). Ovom emisijom obveznica se trguje na londonskoj berzi, berzi u Frankfurtu i berzi u Berlinu. Emitovane municipalne obveznice su prihodovne, sa fiksnim, polugodišnjim kuponom u visini od 2,125% godišnje. Rejting ove emisije kod kompanije S&P je AA+, dok je kompanija MOODY'S dodelila ocenu Aaa.

Sekundarno tržište

Analizom sekundarnog trgovanja pojedinih municipalnih obveznica, realizovanog na berzi u Frankfurtu, dolazi se do sličnih zaključaka kao i u slučaju finansijskog tržišta Severne Amerike. Za potrebe analize sekundarnog trgovanja municipalnih obveznica na evropskom tržištu, korišćene su već prikazane pojedinačne emisije, i to emisije grada Hamburga, Pariza i Ciriha.

Grafikon 18: Kretanje cene municipalne obveznice grada Hamburga (ISIN: DE000A1H3EM7)



Izvor: Informacioni servis frankfurtske berze

Grafikon 19: Kretanje cene municipalne obveznice grada Pariza (ISIN: FR0010772582)



Izvor: Informacioni servis frankfurtske berze

Grafikon 20: Kretanje cene municipalne obveznice grada Ciriha (ISIN: CH0123423276)



Izvor: Informacioni servis frankfurtske berze

Na prethodno prezentovanim grafikonima kretanja cene municipalnih obveznica grada Hamburga, Pariza i Ciriha vidljivo je da su cene obveznica uglavnom veće od 100, što znači da su investitori bili spremni da plate premiju za kupon koji municipalna obveznica nosi (pad zahtevanog prinosa na tržištu nakon što su municipalne obveznice izdate).²⁰⁰ Pad očekivanog prinosa na sekundarnom tržištu znači da se lokalne samouprave zadužuju po povoljnijim uslovima (manjim kuponom).

Krajem 2015. godine, tržište municipalnih obveznica u Severnoj Americi je zabeležilo izuzetno niske stope zahtevanog prinosa od strane investitora, tako da su se lokalne samouprave zaduživale po godišnjoj stopi od 1% na rok od 5 godina. Ovo je odlična prilika za lokalne samouprave da po ovako povoljnim uslovima finansiraju svoje infrastrukturne projekte.

Kao i u slučaju finansijskog tržišta Severne Amerike, slični trendovi su vidljivi i na evropskom sekundarnom tržištu kapitala, što je i očekivano uzimajući u obzir međusobnu povezanost i zavisnost ova dva ekonomska sistema, tj. kao posledica činjenice da je trend globalizacije finansijskih tržišta sve izraženiji.

Sa druge strane, kada u budućnosti investitori budu zahtevali rast očekivanog prinosa, to će dovesti do situacije gde će selekcija projekata biti rigoroznija, odnosno da će se finansirati samo projekti koji nose prinos iznad zahtevane stope prinosa.²⁰¹ Međutim, rast zahtevanog prinosa (i kupona municipalnih obveznica) znači da će građani (i drugi investitori) po boljim uslovima plasirati svoja novčana sredstva.

²⁰⁰ Ukupan prinos koji obveznica daje svom imaoocu predstavlja zbir prinosa koji se ostvaruje kroz naplatu kupona i kapitalnog dobitka/gubitka koji se ostvaruje od trenutka kupovine, pa do dospeća obveznica. Ukoliko zahtevani prinos poraste nakon emisije obveznica, cena tih obveznica na berzi će biti ispod 100, što znači da investitori zahtevaju diskont na nominalnu vrednost obveznica koji će im omogućiti kapitalni dobitak od kupovine do dospeća obveznica. Ukoliko zahtevani prinos padne nakon izdavanja municipalnih obveznica, investitori će biti spremni da plate premiju za nominalnu vrednost obveznica, što znači da su spremni da pretrpe i kapitalni gubitak da bi imali prinos od kupona koji će biti naplaćeni do dospeća obveznica.

²⁰¹ Ovo je naročito važno u slučaju prihodovnih municipalnih obveznica gde se servisiranje kupona i glavnice obveznica direktno vezuje za novčane tokove projekata koji se finansiraju.

5.2. Tržište municipalnih obveznica u Centralnoj i Istočnoj Evropi

5.2.1. Poljska

Republika Poljska – Grad Varšava

Grad Varšava je 06.05.2009. godine, u procesu javnog plasmana, izdao seriju municipalnih obveznica sa ukupnim nominalnim iznosom od EUR 200 miliona. Rok dospeća ove emisije je 5 godina, i to na dan 06.05.2014. godine. Obveznica je prihodovna sa godišnjim fiksnim kuponom od 6,875%. Obveznica se nalazi u opticaju u sekundarnom trgovanju na Luksemburškoj berzi, i na berzama u Frankfurtu i Berlinu. Rejting kompanija MOODY'S je dodelila rejting A2 za ovu emisiju municipalnih obveznica.

Republika Poljska – Grad Krakov

Grad Krakov je 27.04.2012. godine, u procesu javne emisije, emitovao obveznice koje dospevaju na naplatu 27.04.2024. godine. Obim emisije iznosi PLN 180.000.000 (cca EUR 42,8 EUR). Kupon je varijabilan i ima vrednost od 6m WIBOR²⁰² + 1,6% godišnje, a isplaćuje se dva puta godišnje. Obveznica se kotira na Varšavskoj berzi, ali njom nije trgovano od kada je izdata.

Republika Poljska – Grad Elblag

Grad Elblag je dana 10.04.2013. godine, u procesu javne emisije emitovao municipalne obveznice sa rokom dospeća na dan 10.01.2026. godine. Obim emisije je vrednosti PLN 22 miliona (cca EUR 5,23 miliona). Kupon je varijabilni i iznosi 6m WIBOR + 1,6% godišnje, a isplata kupona se vrši dva puta godišnje. Obveznica je listirana na Varšavskoj berzi ali nije zabeležena trgovina istom u poslednjih 12 meseci.

Republika Poljska – Grad Przemysl

Grad Przemysl je dana 10.09.2012. godine emitovao municipalne obveznice u vrednosti od PLN 4,7 miliona (cca EUR 1,1 miliona) sa rokom dospeća od 12 godina. Emisija je obavljena kroz postupak javnog plasmana. Kupon je varijabilni i iznosi 6m WIBOR + 1,85% godišnje, a isplaćuje se polugodišnje. Obveznicom se sekundarno trguje na Varšavskoj berzi.

²⁰² 6m WIBOR – 6 month Warsaw Interbank Offered Rate. U trenutku izrade ovog rada iznosi 2,7% godišnje.

5.2.2. Republika Češka

Grad Prag

Grad Prag je 12.04.2011. godine emitovao municipalne obveznice sa fiksnom godišnjim kuponom od 4,250%, koja se isplaćuje jednom godišnje, i to svakog 1. Januara. Rok dospeća je 3 godine, a nominalna vrednost emisije je CZK 5 milijardi (cca EUR 193 miliona). Sekundarna trgovina se vrši na Praškoj berzi, ali u poslednjih godinu dana nema zabeleženog trgovanja ovom obveznicom.

Grad Liberec

Grad Liberec je emitovao obveznice 16.07.2010. godine sa rokom dospeća na dan 16.07.2025. godine. Emisija je izvršena kroz postupak javnog plasmana, u ukupnom obimu od CZK 2 milijarde (cca EUR 77 miliona). Obveznica je izdata sa fiksnim kuponom koji iznosi 3,890% godišnje i isplaćuje se jednom godišnje. Obveznica je listirana na Praškoj berzi ali nije zabeležena trgovina istom u poslednjih 12 meseci.

5.2.3. Republika Bugarska

Grad Stara Zagora

Grad Stara Zagora je emitovao seriju municipalnih obveznica na dan 31.05.2005. godine sa rokom dospeća od 10 godina, tj. sa dospećem na dan 31.05.2015. godine. Obveznica je emitovana sa fiksnim kuponom u visini od 6% godišnje, sa jednom isplatom godišnje. Nominalna vrednost cele emisije je BGN 3.000.000 (cca EUR 1, 53 miliona). Ovom obveznicom se može trgovati na berzi u Sofiji, ali nije bilo trgovanja istom u poslednjih 12 meseci.

5.2.4. Republika Rumunija

U trenutku izrade ovog rada, na berzi u Bukureštu listirano je čak 37 različitih finansijskih instrumenata duga, izdatih od strane različitih lokalnih samouprava Republike Rumunije. U tabeli u nastavku izlistane su pomenute emisije, sa osnovnim karakteristikama svake od njih.

Tabela 21: Municipalne obveznice listirane na berzi u Bukureštu

<i>PRIMARIA ALBA LULIA</i>	ALB25	80.000	8.000.000	$[(BUBID6M^{203} + BUBOR6M^{204})/2] + 1.5\%$	27.09.2005.	15.04.2025	100.000
<i>PRIMARIA ALBA LULIA</i>	ALB25A	80.000	8.000.000	$[(BUBID6M + BUBOR6M)/2] + 1.5\%$	26.11.2006.	15.04.2025.	70.000
<i>PRIMARIA MUNICIPIULUI ALBA LULIA CONSILIU L JUDETEAN ALBA</i>	ALB25B	85.000	8.500.000	$(ROBID6M + ROBOR6M)/2 + 1.5\%$	08.12.2007.	15.04.2025.	99.200
<i>PRIMARIA MUNICIPIULUI ALBA IULIA</i>	ALB26	500.000	50.000.000	$(ROBID3M^{205} + ROBOR3M^{206})/2 + 0.95\%$	07.03.2009.	15.11.2026.	/
<i>PRIMARIA COMUNEI ANINOASA</i>	ALB27	320.000	3.200.000	$ROBOR6M^{207} + 0.55\%$	21.12.2009.	15.11.2027.	/
<i>MUNICIPIUL BACAU</i>	ANI20	30.000	3.000.000	$ROBOR3M + 1.2\%$	23.12.2009.	15.11.2020.	/
<i>MUNICIPIUL BACAU</i>	BAC26	350.000	35.000.000	$(BUBID6M + BUBOR6M)/2 + 0.85\%$	02.11.2007	31.10.2026.	100.000
<i>MUNICIPIUL BACAU</i>	BAC26A	350.000	35.000.000	$(ROBID6M^{208} + ROBOR6M)/2 + 0.85\%$	17.09.2008.	01.11.2026.	100.000
<i>MUNICIPIUL BACAU</i>	BAC26B	400.000	40.000.000	$(ROBID6M + ROBOR6M)/2 + 0.85\%$	10.12.2009.	01.11.2026.	/
<i>MUNICIPIUL BACAU</i>	BIS29	350.000	35.000.000	$(ROBID3M + ROBOR3M)/2 + 0.8\%$	10.12.2009.	25.11.2029.	/
<i>ORASUL BAILE HERCULANE</i>	BHR20	31.500	3.150.000	$[(BUBID6M + BUBOR6M)/2] + 1.5\%$	01.03.2006.	16.12.2020.	69.000
<i>JUDETUL BIHOR</i>	BIH27	779.864	77.986.400	$ROBOR6M +$	03.11.2011.	15.12.2027.	/

²⁰³ BUBID6M – Bucharest Interbank Bid Rate. U trenutku izrade ovog rada ove kamatna stopa je preimenovana u ROBID6M.

²⁰⁴ BUBOR6M - Bucharest Interbank Offer Rate. U trenutku izrade ovog rada ove kamatna stopa je preimenovana u ROBOR6M.

²⁰⁵ ROBID3M – 3 month Romanian Interbank Bid Rate. U trenutku izrade ovog rada iznosi 3,23% godišnje.

²⁰⁶ ROBOR3M - 3 month Romanian Interbank Offer Rate. U trenutku izrade ovog rada iznosi 3,73% godišnje.

²⁰⁷ ROBOR6M - 6 month Romanian Interbank Offer Rate. U trenutku izrade ovog rada iznosi 4,09% godišnje.

²⁰⁸ ROBID6M – 6 month Romanian Interbank Bid Rate. U trenutku izrade ovog rada iznosi 3,34% godišnje.

<i>BIHOR</i>				0.4%				
<i>MUNICIPI</i>				(ROBID3M+RO				
<i>UL</i>	BIS29	350.000	35.000.000	BOR3M)/2 +	26.10.2009.	25.11.2009	/	
<i>BISTRITA</i>				0.8%				
<i>PRIMARIA</i>	EFO17	60.000	6.000.000	[BUBID6M +	01.07.2006.	10.12.2017.	85.000	
<i>EFORIE</i>				BUBOR6M)/2]				
				+ 1,45 %				
<i>MUNICIPI</i>				(ROBID3M +				
<i>UL</i>	FOC26	280.000	28.000.000	ROBOR3M)/2 +	10.06.2009.	15.11.2026.	/	
<i>FOCSANI</i>				0,9 %				
<i>ORAS</i>	HRZ15	62.527	625.270	(ROBID12M +	28.12.2012.	20.10.2015.	100.000	
<i>HOREZU</i>				ROBOR12M)/2				
				+ 2%				
<i>CONSILIU</i>				[ROBID3M +				
<i>L</i>				ROBOR3M)/2]				
<i>JUDETEAN</i>	HUE26B	315.000	31.500.000	+ 1,43 %	03.07.2007.	15.08.2026.	100.000	
<i>HUNEDOA</i>								
<i>RA</i>								
<i>MUNICIPI</i>				[(ROBID6M+R				
<i>UL IASI</i>	IAS28	1.000.000	100.000.000	OBOR6M)/2] +	25.09.2008.	15.11.2028.	98.420	
			0	0,65%				
<i>PRIMARIA</i>	LGJ14	35.000	3.500.000	[(BUBID3M +	15.11.2006.	15.09.2014.	97.500	
<i>LUGOJ</i>				BUBOR3M)/2]				
				+ 0.95%				
<i>PRIMARIA</i>	NAV27	200.000	20.000.000	ROBOR6M +	01.07.2009.	22.10.2027.	/	
<i>ORASULUI</i>				1.15 %				
<i>NAVODARI</i>								
<i>MUNICIPI</i>				ROBOR6M +				
<i>UL</i>	ORS29	125.000	12.500.000	0,7 %	19.06.2009.	15.05.2029.	/	
<i>ORASTIE</i>								
<i>PRIMARIA</i>	ORV27	60.000	6.000.000	[(ROBID6M+R	13.05.2008.	15.06.2027.	92.320	
<i>ORASULUI</i>				OBOR6M)/2] +				
<i>ORAVITA</i>				1.3%				
<i>ORASUL</i>	PRD26	40.000	4.000.000	[(BUBID6M +	22.06.2006.	15.05.2026.	93.990	
<i>PREDEAL</i>				BUBOR6M)/2]				
				+ 1,5 %				
<i>MUNICIPI</i>				(ROBID6M+RO				
<i>UL</i>	SLB29	500.000	50.000.000	BOR6M)/2+	15.09.2009.	23.08.2029.	/	
<i>SLOBOZIA</i>				0.9%				
<i>PRIMARIA</i>				(ROBID6M+RO				
<i>ORASULUI</i>	SRE28	40.000	4.000.000	BOR6M)/2 +	10.07.2009.	01.03.2028.	98.990	
<i>SIRET</i>				1.5%				
<i>ORASUL</i>	TEU20	15.000	1.500.000	[(BUBID6M +			90.000	
<i>TEIUS</i>				BUBOR6M)/2]				
				+ 1.65%				
<i>MUNICIPI</i>				[(BUBID3M +				
<i>UL TARGU</i>	TGM27A	320.000	32.000.000	BUBOR3M)/2]	07.03.2008.	15.08.2027.	/	
<i>MURES</i>				+ 0.75%				

Izvor: Berza u Bukureštu, [http://: www.bvb.ro](http://www.bvb.ro)

Kao što je prikazano u tabeli gore, tri materijalno najznačajnije aktuelne emisije municipalnih obveznica na teritoriji Rumunije su municipalne obveznice grada Iasi, oblasti Timis i Bihor.

5.2.4.1. Grad Iasi

Grad Iasi je kao jedan od najvećih gradova u Republici Rumuniji. U septembru 2008. godine emitovana je municipalna obveznica u ukupnom nominalnom iznosu od 100 miliona rumunskih novih leja (oko 22,5 miliona evra), sa rokom dospeća od dvadeset godina i sa varijabilnom kamatnom stopom.²⁰⁹ Emisija je realizovana u postupku javnog plasmana. Nakon ove emisije, usledila je još jedna, realizovana u maju 2010. godine. Pomenuta emisije je izdata sa rokom dospeća od osamnaest godina, sa istom kamatnom stopom u ukupnom nominalnom iznosu od 100 miliona rumunskih novih leja (oko 22,5 miliona evra). Obveznica je listirana na Berzi u Bukureštu, međutim u poslednjih 12 meseci nije zabeleženo trgovanje.

5.2.4.2. Oblast Timis

Oblast Timis, u Srbiji poznatija kao oblast oko reke Tamiš, je regija Republike Rumunije sa najvećom geografskom površinom, smeštena na samoj granici sa Srbijom, tačnije sa njenom administrativnom pokrajinom Vojvodina. Ova regija je u martu 2011. godine emitovala municipalne obveznice sa rokom dospeća od sedamnaest godina i sa varijabilnom kamatnom stopom.²¹⁰ Sekundarno trgovanje ovom obveznicom se može vršiti na berzi u Bukureštu, ali nema podataka da je bilo trgovanja ovom obveznicom poslednjih godinu dana. Ukupna nominalna vrednost emisije je bila u novu od RON 100 miliona (cca 22,5 miliona EUR).

5.2.4.3. Oblast Bihor

Oblast Bihor, se nalazi na samoj granici Republike Rumunije i Makedonije. Ova oblast je tokom novembra 2011. godine emitovala municipalne obveznice u ukupnom nominalnom iznosu od RON 77,9 miliona (cca EUR 17,5 miliona). Municipalne obveznice imaju rok dospeća od sedamnaest godina i nose varijabilnu kamatnu stopu.²¹¹ Na sekundarnom finansijskom tržištu, obveznica je listirana na berzi u Bukureštu, ali nema podataka da je trgovano u prošlih godinu dana.

*

Iz navedenih primera može se uočiti da se lokalne samouprave u Centralnoj i Istočnoj Evropi često odlučuju da svoje investicione projekte finansiraju izdavanjem municipalnih obveznica, pri čemu su zastupljene municipalne obveznice sa fiksnom i varijabilnom kamatnom stopom. U periodu do 2012. godine, municipalne obveznice sa fiksnom kamatnom stopom su bile više zastupljenije, ali u poslednjih nekoliko godina dominiraju municipalne obveznice sa izuzetno varijabilnom kamatnom stopom.

²⁰⁹ 6m ROBOR +0,65% (*Romanian interbank offer rate*) – na dan 09.06.2015. godine ova stopa iznosi 1,24%.

²¹⁰ 6m ROBOR +0,39%.

²¹¹ 6m ROBOR +0,40%.

Ovakav pad prinosa municipalnih obveznica je posledica činjenice da značajan broj državnih obveznica sa najboljim kreditnim rejtingom ima prinos koji je vrlo blizu nule, ili je čak i negativan (što je kuriozitet na finansijskom tržištu). Negativan prinos na državne obveznice je posledica agresivne monetarne politike Evropske Centralne Banke koja želi da smanji kamatne stope i podstakne privredni rast. Kada cena obveznica na tržištu dovoljno poraste (kada je premija veća od kupona koji ima obveznica), tada obveznica nosi negativan prinos. Određeni broj institucionalnih investitora je po svojim pravilima poslovanja obavezan da kupuje državne obveznice, pa na ovaj način kao da plaća naknadu državi za čuvanje novca. Ovakav ambijent je povoljan za lokalne samouprave da iskoriste priliku i da po povoljnim uslovima finansiraju svoje investicione projekte.

Druga povoljna okolnost za lokalne samouprave jeste činjenica da su investitori spremni da finansiraju infrastrukturne projekte koji imaju dug rok otplate. Najveći broj municipalnih obveznica je izdat sa rokom dospeća od preko 10 godina, a postoje primeri (npr. rumunske lokalne samouprave) da je rok dospeća municipalnih obveznica skoro 20 godina.

Na kraju, svakako treba istaći da se najveći broj lokalnih samouprava u Centralnoj i Istočnoj Evropi zadužuje u svojoj nacionalnoj valuti, ali da ima primera (Grad Varšava – emisija municipalnih obveznica iz 2009. godine) i da se lokalne samouprave zadužuju i stranoj valuti na tzv. tržištu euroobveznica.

5.3. Tržište municipalnih obveznica u regionu i Srbiji

U nastavku je prikazano kompletno tržište municipalnih obveznica u regionu i Srbiji, sa prezentovanim svim realizovanim emisijama u proteklom periodu. Važno je napomenuti da su u pitanju opšte municipalne obveznice jer u regionu finansijsko tržište nije dovoljno razvijeno, pa investitori za sada imaju poverenje da ulažu samo u obveznice koje su garantovane svim budžetskim prihodima lokalne samouprave. U narednim godinama se može očekivati i izdavanje prihodovnih municipalnih obveznica u regionu.

5.3.1. Republika Hrvatska

Tržište municipalnih obveznica u Republici Hrvatskoj trenutno karakteriše pet aktuelnih serija municipalnih obveznica, izdatih od strane četiri različita grada. Pored ovih emisija, na razmatranom finansijskom tržištu Republike Hrvatske u prethodnom periodu postojalo je još nekoliko emisija municipalnih obveznica, koje su u međuvremenu dospele. U nastavku je prikazana kratka analiza svih emitovanih serija municipalnih obveznica, u cilju sticanja sveobuhvatne slike o tržištu municipalnih obveznica u Republici Hrvatskoj.

Grad Rijeka

Grad Rijeka izdaje municipalne obveznice u tri tranše, u ukupnom nominalnom iznosu od EUR 24.574.513. Prva tranša je izdata 2006. godine u nominalnom iznosu od EUR 8.191.504,00, druga je izdata tokom 2007. godine u istom nominalnom iznosu, dok je treća tranša izdata 2008. godine, takođe u istom iznosu kao i prethodne dve. Obveznica je izdata u procesu javnog plasmana sa amortizacionim planom otplate²¹² i dospećem glavnice u 2016. godini. Kupon iznosi 4.125% godišnje, i isplaćuje se polugodišnje, i to 1. januara i 1. Jula. Privredna Banka iz Zagreba je bila agent i pokrovitelj ove emisije. Svrha ove emisije je prikupljanje sredstava za izgradnju kompleksa zatvorenih i otvorenih bazena. Obveznica je listirana na Zagrebačkoj berzi i prema podacima sa berze nije bilo trgovanja u proteklih godinu dana.

Grad Split

Sredinom i krajem 2006. godine, grad Split izdaje dve tranše municipalnih obveznica ukupne nominalne vrednosti od EUR 4 miliona. Prva tranša je imala rok dospeća u

²¹² Obveznice mogu imati amortizacioni plan otplate, što znači da se sa isplatom kupona plaća i deo glavnice, ili tokom „života“ obveznice mogu plaćati samo kupon, a na kraju isplatiti čitavu glavnice.

2012. dok je druga tranša dospela sredinom 2013. godine. Tokom 2007. godine, grad Split vrši izdavanje još jedne emisije municipalnih obveznica u iznosu od 8,1 miliona evra sa rokom dospeća u 2015. godini. Nova emisija je usledila i u 2008. godini, kada je grad Split emitovao municipalne obveznice ukupne nominalne vrednosti 8,2 miliona evra i rokom dospeća u 2017. godini. Municipalna obveznica je emitovana sa kuponom od 6% godišnje, koji se isplaćuje polugodišnje. Obveznica je listirana na Zagrebačkoj berzi ali od njenog izdavanja nije zabeležena sekundarna trgovina. Projekti koji su finansirani izdavanjem ovih obveznica su gradske saobraćajnice, dom kulture i sportske dvorane.

Grad Osijek

Municipalne obveznice su izdate tokom 2007. godine, sa rokom dospeća od 10 godina (2017) u ukupnoj nominalnoj vrednosti od EUR 25 miliona. Obveznica predviđa amortizacioni plan otplate i fiksnu kamatnu stopu u iznosu od 5,5% godišnje, sa polugodišnjom isplatom. Agent i pokrovitelj i ove emisije je Privredna Banka Zagreb. Svrha prikupljanja sredstava ovom emisijom je izgradnja gradske infrastrukture. Tačnije, radi se o projektu uređenja dva gradska trga, izgradnja pasarele iznad železničke pruge i izgradnja poslovno-garažnog objekta. Na sekundarnom tržištu obveznicom se može trgovati na Zagrebačkoj berzi, ali do sada nije bilo trgovanja.

Grad Vinkovci

Obveznica je izdata sa rokom dospeća od 10 godina (2017), amortizaciona je i u ukupnoj vrednosti od 42 miliona kuna. Prikupljeni novac se koristi za izgradnju Hrvatskog doma i kompleksa zatvorenih bazena. Predviđeni periodični kupon je u visini od 5,5% godišnje, sa polugodišnjim isplatama, a agent i pokrovitelj emisije je Privredna Banka Zagreb. Obveznica je listirana na Zagrebačkoj berzi, ali nije bilo sekundarnog trgovanja.

Grad Koprivnice

Obveznica je izdata tokom 2004. godine u tri jednake tranše ukupnog nominalnog iznosa od 60 miliona kuna, sa dospećem u 2011. godini. Ova obveznica se klasifikuje kao opšta municipalna obveznica sa amortizacionim planom otplate, što znači da se uz periodičnu isplatu kamate isplaćuje i deo glavnice, kao i da su svi prihodi budžeta garancija namirenja obaveza prema investitorima. Emisija podrazumeva fiksnu, godišnju kamatnu stopu u visini od 6.5%. Novac od emisije je upotrebljen za izgradnju školskog objekta, bazena, komunalne i ulične infrastrukture. Obveznica je listirana na Zagrebačkoj berzi ali njom nije trgovano u poslednjih godinu dana.

Grad Zadar

Municipalne obveznice grada Zadra su izdate tokom 2004. godine, u ukupnom nominalnom iznosu od EUR 18,5 miliona, sa dospećem u 2011. godini i periodičnom kamatnom stopom od 5,5% godišnje. Radi se o opštoj municipalnoj obveznici sa jednokratnim dospećem glavnice (eng. Bullet bond) čiji je agent i pokrovitelj emisije Hypo Alpe Adria Banka Hrvatska. Svrha ove emisije je izgradnja sportskog kompleksa. Tačnije, u pitanju su zatvoreni bazen i višenamenska gradska hala.

Istarska županija

Istarska županija je emitovala tri emisije municipalnih obveznica. Tokom 1995. godine emitovana je prva emisija, sa rokom dospeća od 2,5 godine, sa kamatnom stopom od 11% godišnje. Vrednost prve tranše je bila 2.000.000 maraka. Druga i treća tranša su izdate tokom 1996. godine sa kamatnom stopom od 7% godišnje, sa rokom dospeća od 2, odnosno 3 godine i ukupne nominalne vrednosti 10 miliona kuna. Projekti koji su finansirani izdavanjem ovih obveznica su rešavanje pitanja otpadnih voda i refinansiranje obaveza bolnice u Puli.

Grad Opatija

Tokom 1997. godine Opatija izdaje municipalne obveznice, ukupne nominalne vrednosti 14 miliona kuna, sa rokom dospeća od 4 godine i kuponom u visini od 8.5% godišnje. Projekti koji su finansirani izdavanjem ove obveznice su bili izgradnja objekta vodovoda i kanalizacije.

U tabeli u nastavku dat je tabelarni pregled osnovnih karakteristika emitovanih serija municipalnih obveznica koje još uvek nisu dospele.²¹³

Tabela 22: Municipalne obveznice na finansijskom tržištu Republike Hrvatske

Grad Rijeka	24.574.513 EUR	4,13%	18.07.2016.	Zagrebačka berza
Grad Split II emisija	8.100.000 EUR	4,75%	27.11.2015.	Zagrebačka berza
Grad Split III emisija	8.200.000 EUR	6,00%	08.07.2017.	Zagrebačka berza
Grad Osijek	25.000.000 HRK	5,50%	30.10.2017.	Zagrebačka berza
Grad Vinkovci	42.000.000 HRK	5,50%	23.10.2017.	Zagrebačka berza

Izvor: Zagrebačka berza, <http://zse.hr/>

²¹³ Obveznice koje nisu dospele su interesantnije za analizu od dospelih obveznica zbog sekundarnog trgovanja.

5.3.2. Republika Bosna i Hercegovina

Društveno-politički sistem u Republici Bosni i Hercegovini je podeljen u dva entiteta, Republiku Srpsku i Federaciju Bosne i Hercegovine. Uzevši to u obzir, dalje razmatranje tržišta kapitala je podeljeno u dve oblasti.

Republika Srpska

Na teritoriji Republike Srpske, do trenutka izrade ovog rada, emitovano je nekoliko različitih serija municipalnih obveznica, od strane pet lokalnih samouprava. U nastavku su analizirane pojedinačne emisije gradova i opština, kako onih dospelih, tako i onih emisija čije se dospeće tek očekuje.

Grad Banja Luka

Tokom 2008. godine Banja Luka izdaje municipalne obveznice, u postupku javnog plasmana, ukupne nominalne vrednosti KM 7 miliona (cca EUR 3,57 miliona). Novcem koji je prikupljen ovom emisijom, finansirala se izgradnja mosta preko reke Vrbas. Rok dospeća je iznosio 3 godine sa periodičnom kamatom u visini od 5,75% godišnje. Obveznica je imala amortizacioni plan otplate, tako da je glavnica bila isplaćena do dospeća. Agent emisije je kompanija Advantis Broker a.d. Banja Luka. Obveznica je kotirana na Banjalučkoj berzi ali nema podataka o trgovanju u skorije vreme.

Opština Laktaši

Početakom 2008. godine opština Laktaši izdaje municipalne obveznice ukupne nominalne vrednosti KM 10 miliona (cca EUR 5,1 miliona), sa rokom dospeća od 6 godina i kamatnom stopom od 5,75% godišnje. Ova municipalna obveznica je listirana na Banjalučkoj berzi, a prema podacima sa berze nije bilo trgovine u proteklih godinu dana. U pitanju je opšta municipalna obveznica, koja će se otplaćivati amortizacionom metodom. Cilj ove emisije je izgradnja sportske dvorane u Laktašima. Agent ove emisije je Balkan Investment Bank a.d. Banja Luka.

Opština Gradiška

Početakom 2009. godine opština Gradiška izdaje municipalne obveznice ukupne nominalne vrednosti KM 2,7 miliona (cca EUR 1,38 miliona), sa rokom dospeća od 6 godina i kamatnom stopom od 6% godišnje. Cilj je prikupljanje sredstava za izgradnju sportske dvorane. Agent ove emisije je Raiffeisen Kapital a.d. Banja Luka, a obveznica

je listirana na Banjalučkoj berzi. U proteklih 12 meseci nije bilo trgovanja ovom obveznicom.

Opština Bijeljina

Sredinom 2009. godine, zvanično je odobren prospekt o emisiji municipalnih obveznica opštine Bijeljina. Ukupna vrednost emisije je KM 11 miliona (cca EUR 5,62 miliona), a cilj emisije je prikupljanje kapitala za izgradnju centra za kulturu, toplovodne mreže i uređenje različitih lokacija na Opštini. Emisija je realizovana kroz postupak javnog plasmana, sa rokom dospeća emisije od 10 godina i sa fiksnom periodičnom kamatom od 6,75% godišnje. Na Banjalučkoj berzi se može vršiti sekundarna trgovina ovom obveznicom, ali u prethodnih godinu dana trgovanje nije zabeleženo. Obveznica je amortizaciona, a agent emisije je Advantis Broker a.d. Banja Luka.

Opština Šamac

Tokom jula 2009. godine, Opština izdaje municipalne obveznice sa rokom dospeća od 10 godina. Ukupna vrednost emisije je KM 4,58 miliona (cca EUR 2,34 miliona), sa fiksnom kamatnom stopom od 5,9% godišnje. Radi se o amortizacionoj obveznici, a cilj emisije je prevazilaženje nastalih finansijskih problema u Opštini. Tačnije, refinansiranje kratkoročnih zaduženja. Agent i ove emisije je Advantis Broker a.d. Banja Luka. Obveznica se nalazi na listi Banjalučke berze, ali nisu zabeležena trgovanja u poslednjih godinu dana.

Federacija Bosne i Hercegovine

U cilju analize tržišta municipalnih obveznica na teritoriji Federacije Bosne i Hercegovine razmotrena je berza u Sarajevu. U trenutku izrade ovog rada lokalne samouprave na teritoriji Federacije Bosne i Hercegovine nisu emitovale municipalne obveznice.

5.3.3. Republika Crna Gora

Na teritoriji Republike Crne Gore, tokom prethodnog perioda veliki broj opština je emitovao municipalne obveznice. Novac, prikupljen ovim putem zaduživanja, je korišćen za finansiranje lokalnih infrastrukturnih projekata. U tabeli u nastavku prikazane su sve emisije municipalnih obveznica, realizovane u Republici Crnoj Gori.

Tabela 23: Municipalne obveznice na finansijskom tržištu Republike Crne Gore

Andrijevića	435.407	od 2009. do 2015.	Uključene na berzu - bez trgovine
Berane	622.125	od 2009. do 2015.	Uključene na berzu – bez trgovine
Bijelo Polje	1.249.255	od 2009. do 2015.	Uključene na berzu - bez trgovine
Cetinje	965.531	od 2009. do 2015.	Uključene na berzu – bez trgovine
Danilovgrad	812.000	od 2009. do 2015.	Uključene na berzu - bez trgovine
Kolašin	995.400	od 2009. do 2016.	Uključene na berzu - bez trgovine
Nikšić	1.306.452	od 2009. do 2015.	Uključene na berzu - bez trgovine
Podgorica	1.244.243	od 2009. do 2016.	Uključene na berzu - bez trgovine
Plužine	622.613	od 2009. do 2016.	Uključene na berzu - bez trgovine
Pljevlja	1.244.243	od 2009. do 2015.	Uključene na berzu - bez trgovine
Rožaje	622.613	od 2009. do 2015.	Uključene na berzu - bez trgovine
Šavnik	1.244.243	od 2009. do 2010.	Uključene na berzu - bez trgovine
Žabljak	746.410	od 2009. do 2010.	Uključene na berzu - bez trgovine
Bar	400.001	od 2009. do 2010.	Uključene na berzu – bez trgovine

Izvor: Milan Trajković (2008), Vodič kroz municipalne obveznice²¹⁴

Celokupne emisije municipalnih obveznica izdatih na teritoriji Republike Crne Gore otkupio je Fond za razvoj Republike Crne Gore. Tačnije, obveznice su plasirane unapred poznatom kupcu. Jedna od osnovnih funkcija Fonda za razvoj Crne Gore je pružanje finansijske podrške u izgradnji infrastrukturnih i ekoloških projekata.

Tako je opština Berane, od sredstava dobijenih emisijom municipalnih obveznica, rekonstruisala gradske ulice; opština Nikšić finansirala završetak izgradnje autobuske stanice; opština Pljevlja izgradila vodovodnu mrežu u spornim ulicama, opština Budva finansirala kupovinu specijalizovanih vozila za odnošenje smeća, itd.

²¹⁴ <http://www.krediti.rs/downloads2/vodic-kroz-municipalne-obveznice.pdf>.

5.3.4. Republika Srbija

Tržište municipalnih obveznica je u Srbiji relativno mlado i postoji mali broj realizovanih emisija. Može se reći da su lokalne samouprave u Srbiji u proteklom periodu bile uglavnom naklonjene bankarskom sistemu, kao primarnom izvoru kapitala.

Na teritoriji Republike Srbije prve municipalne obveznice su izdate tokom 2011. godine. Ove municipalne obveznice je izdao grad Novi Sad i to u cilju finansiranja velikog projekta izgradnje i poboljšanja putne infrastrukture na teritoriji Grada. Nakon Novog Sada usledila je emisija obveznica grada Pančeva, Opštine Stara Pazova i Grada Šapca.

U trenutku pisanja ovog rada, samo su obveznice Grada Šapca i Opštine Stara Pazova izdate javnom ponudom uz objavljivanje Prospekta, dok su ostale obveznice izdate profesionalnim investitorima.

Grad Novi Sad

Grad Novi Sad je sredinom 2011. godine i u toku 2012. godine izdao municipalne obveznice, ukupne nominalne vrednosti EUR 29 miliona. Emisije su realizovane u cilju finansiranja infrastrukturnog projekta izgradnje Bulevara Evrope u Novom Sadu, kao i izgradnji kanalizacionog sistema u prigradskim naseljima. Pokrovitelj ovog privatnog plasmana je bila UniCredit Banka a.d. Beograd, koja je otkupila celokupan plasman.

Grad Novi Sad se u tom trenutku zadužio po veoma niskoj ceni, po efektivnoj kamati u iznosu od 6,25% godišnje,²¹⁵ sa rokom dospeća od čak dvanaest godina. Pomenuti rok dospeća je podrazumevao period počka u dužini od 2 godine, tokom kojih grad Novi Sad plaća samo kamatu.

U trenutku izdavanja municipalnih obveznica grada Novog Sada, obveznice države Srbije su davale viši efektivni prinos tj. teoretski su nosile veći stepen rizika, što samo pokazuje da u uslovima male ekonomije i usko ograničenog finansijskog tržišta može lako doći do određenih deformiteta i anomalija u formiranju tržišnih cena.

Grad Pančevo

Grad Pančevo je takođe tokom 2012. godine emitovao municipalne obveznice ukupne nominalne vrednosti emisije od RSD 107 miliona (cca EUR 950.000). Prikupljeni novac je iskorišćen za finansiranje izrade projektno-tehničke dokumentacije za industrijsku

²¹⁵ Grad Novi Sad je paralelno sprovodio i proces javne nabavke bankarskog kredita, gde je najpovoljnija ponuda podrazumevala kamatnu stopu od 7,5%.

zonu u Pančevu, rekonstrukciju gradskih ulica, i projektne dokumentacije za izgradnju gradskog bazena.

Grad se zadužio po varijabilnoj kamatnoj stopi, koja je u trenutku emisije iznosila od 9,5% godišnje, sa rokom povraćaja od 7 godina, sa uključenom jednom godinom počeka, tokom koje se isplaćuje samo kamata. Kao i u slučaju prethodno pomenute emisije municipalnih obveznica Grada Novog Sada, radi se o privatnom plasmanu koji sam po sebi nije ni mogao biti uključen u sekundarno trgovanje na berzi, čime bi bili uključeni i građani u sam proces emitovanja i sekundarnog trgovanja municipalnim obveznicama.

Opština Stara Pazova

Opština Stara Pazova je početkom 2014. godine emitovala prvu tranšu svojih municipalnih obveznica, dok je sredinom 2015. godine izdala drugu tranšu. Obe tranše su imale nominalnu vrednosti emisije od po 125 miliona dinara.

Namena ovih emisija je bila prikupljanje finansijskih sredstava potrebnih za realizaciju investicionih projekata i to:

- Izgradnja vrtića u naselju Belegiš,
- Izgradnja sportske hale sa kuglanom pri školi u Golubincima,
- Rekonstrukcija i uređenje centra Nove Pazove.

Prva tranša obveznica je izdata kao amortizujuće kuponske obveznice sa rokom dospeća od 10 (deset) godina, sa grace periodom od dve godine i nose fiksnu kamatnu stopu od 9,53% na godišnjem nivou. Anuiteti se obračunavaju i isplaćuju polugodišnje, a izdate su profesionalnom investitoru. Međutim, druga tranša je izdata javnim plasmanom uz objavu Prospekta, pa je tražnja za tim obveznicama bila znatno veća, zbog čega je i kamata (kupon) bio znatno manji i iznosio je 6%. U junu 2015. godine, ove obveznice su primljene na open market segment regulisanog tržišta Beogradske Berze, ali do novembra 2015. godine nije bilo sekundarnog trgovanja.

Grad Šabac

Grad Šabac je krajem 2014. godine emitovao municipalne obveznice ukupne nominalne vrednosti emisije od RSD 400 miliona. Ovo je prva emisija municipalnih obveznica koja je izdata putem javnog plasmana.

Prinos je bio u vidu fiksnog kupona u iznosu od 6% na godišnjem nivou, a projekat koji je finansiran je bilo renoviranje otvorenog gradskog bazena. Pokrovitelj emisije je bila Banca Intesa ad Beograd, i upis i uplata municipalnih obveznica se odvijala u skoro 100 filijala ove banke.

Značajno interesovanje je bilo za ovom emisijom obveznica, tako da je upisano i uplaćeno 600 miliona dinara, iako je emisija bila 400 miliona dinara. U skladu sa Odlukom o emisiji, korporativni investitori su dobili srazmeran deo emisije, dok su fizička lica imala priliku da kupe celokupan uplaćeni iznos obveznica.

U januaru 2015. godine, obveznice Grada Šapca su primljene na open market segment regulisanog tržišta Beogradske Berze, ali do novembra 2015. godine nije bilo sekundarnog trgovanja. Više reči o pomenutim emisijama municipalnih obveznica će biti u poglavlju koji se tiče studije slučaja, a na ovom mestu su pomenute samo najznačajnije karakteristike izdatih municipalnih obveznica.

5.4. Analiza tržišta municipalnih obveznica

Iz svega navedenog, mogu se izvući određeni zaključci što se tiče tržišta municipalnih obveznica u zemljama razvijene tržište privrede, u Istočnoj Evropi i našem regionu.

Prvo, što se tiče vrste municipalnih obveznica, u zemljama sa razvijenom tržišnom privredom i sofisticiranim investitorima, dominiraju prihodovne municipalne obveznice. Sa druge strane, na tržištima koja se tek razvijaju, više su prisutne opšte municipalne obveznice gde su svi prihodi budžeta lokalne samouprave garant za servisiranje obaveza po osnovu izdatih obveznica.

Drugo, kada je reč o projektima koji su se finansirali izdavanjem municipalnih obveznica, može se primetiti sličnost između zemalja sa razvijenom tržišnom privredom i zemalja u tranziciji – uglavnom se finansiraju infrastrukturni objekti, ali i objekti iz oblasti sporta i rekreacije (ovo naročito važi za bazene koji su prilično popularni, naročito u zemljama u razvoju). Međutim dok se na razvijenim tržištima investitori više upuštaju u analizu novčanih tokova projekata koji će biti finansirani, u zemljama u razvoju se više analizira stabilnost budžeta, pa otuda i spremnost da se finansiraju određeni sportski objekti koji služe za poboljšanje uslova stanovanja, a koji imaju negativne novčane tokove.

Treće, što se tiče uslova emisije i učesnika na primarnom tržištu, jasno je da su kuponi manji na razvijenim tržištima od tržišta u razvoju. Takođe, vidljivo je da su do 2012. godine dominirale obveznice sa fiksnom kamatnom stopom u odnosu na obveznice sa varijabilnim kuponom, ali nakon što su centralne banke odlučile da agresivnom

monetarnom politikom utiču na značajno smanjenje kamatnih stopa, dobar deo lokalnih samouprava se odlučio da se zadužuje po varijabilnoj kamatnoj stopi.

Četvrto, u Americi je stanovništvo dominantan kupac municipalnih obveznica, dok je u Evropi učešće stanovništva značajno manje. Kao posledica prethodne konstatacije i sekundarno trgovanje je značajno veće u Americi nego u Evropi, dok nije mali broj tržišta na kome sekundarnog trgovanja uopšte i nema.

Na kraju, činjenica da na nekim tržištima ne postoji sekundarno trgovanje ne treba da obeshrabri lokalne samouprave da izdaju municipalne obveznice, jer preko njih svi investitori mogu da finansiraju razvoj lokalne infrastrukture, pa da zbog veće konkurencije uslovi tog finansiranja budu povoljniji za lokalnu samoupravu. Povoljni uslovi se ne ogledaju samo u visini kamatne stope, već i u roku dospeća municipalnih obveznica. Lokalne samouprave imaju jedinstvenu priliku da postojećem makroekonomskom okruženju privuku sredstva investitora po izuzetno povoljnim kamatnim stopama na rok koji je vrlo često i preko 10 godina.

6. MUNICIPALNE OBVEZNICE I DRUGI NAČINI FINANSIRANJA LOKALNE SAMOUPRAVE

Izdavanje municipalnih obveznica predstavlja relativno nov način zaduživanja lokalnih samouprava u Srbiji. U prethodnom periodu, lokalne samouprave u Srbiji su za finansiranje kapitalnih projekata prvenstveno koristile bankarske kredite i subvencionisane pozajmice, kapitalne i tekuće transfere, kao i različite vrste donacija.

Razlog zbog koga postupak emitovanja municipalnih obveznica u Srbiji kasni je prvenstveno činjenica da se za tržište kapitala Srbije može reći da je relativno nerazvijeno. Veoma niska likvidnost, simboličan promet na sekundarnom tržištu kapitala kao i relativno ograničen broj finansijskih instrumenata kojima se trguje na Beogradskoj berzi, neke su od osnovnih karakteristika tržišta kapitala u Srbiji.

Pored nerazvijenog tržišta kapitala, važan faktor koji je uticao na ograničeni broj emitovanih municipalnih obveznica u Republici Srbiji je i činjenica da se pojmovi i mehanizmi tržišne ekonomije tek uvode u srpsku privredu. Može se očekivati da u narednom periodu, približavanjem Srbije Evropskoj Uniji, instituti tržišne ekonomije podstaknu i lokalne samouprave na efikasnije poslovanje, pa i na efikasnije načine finansiranja investicionih projekata.

Ni za jedan oblik finansiranja investicionih projekata se ne može reći da ima samo prednosti, a da nema nedostatke u poređenju sa drugim načinima finansiranja.

Grafikon 21: Prednosti izdavanja municipalnih obveznica



Izvor: „Smernice za izdavanje municipalnih obveznica“²¹⁶

Kao što se iz prethodnog grafikona vidi, prednosti finansiranja projekata izdavanjem municipalnih obveznica su višestruke i za emitenta i za investitora.

Emitent pribavlja potrebna sredstva u postupku koji je konkurentan bankarskim kreditima, što najčešće dovodi do smanjenja troškova zaduženja usled veće konkurencije na strani ponude.

Postupak izdavanja municipalnih obveznica, naročito u slučaju javne ponude, je transparentniji od zaduživanja putem bankarskih kredita, pa se na taj način mogu smanjiti negativni politički pritisci koji su uvek prisutni kada je u pitanju zaduživanje lokalne samouprave.

Vlasnici municipalnih obveznica su najčešće oslobođeni plaćanja poreza na dohodak, pa je kupovina ovih obveznica izuzetno primamljiva sa aspekta poreskih obaveza.

²¹⁶ Dr Klaus Richter, Vladimir Pavlović, Milan Marinković, Vladimir Drašković, Aleksandar Bučić (2012), Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, Vodič za opštine, dopunjeno izdanje, MSP IPA 2007, Beograd.

Mogućnost trgovanja municipalnih obveznica na sekundarnom tržištu, daje značajnu prednost investitorima u ove finansijske instrumente u odnosu na štedne depozite.

Izdavanjem municipalnih obveznica putem javnog plasmana pruža se mogućnost da građani direktno finansiraju svoju lokalnu samoupravu, a da na taj način investiraju svoja sredstva po uslovima koji su bolji u odnosu na bankarski depozit.

Veoma je važno napomenuti da nije dovoljno da lokalne samouprave krenu u emisiju ovih instrumenata, već je važno i da se kasnije tako emitovane obveznice listiraju na sekundarnom tržištu kapitala (berzi). Na sekundarnom tržištu kapitala se svaki dan može utvrditi realna cena municipalnih obveznica, a što je važna informacija za novo prikupljanje kapitala.

U zavisnosti od projekata koje želi da finansira i u zavisnosti od ostalih kreditnih obaveza, lokalna samouprava se može odlučiti za optimalnu strukturu municipalnih obveznica, tj. za odgovarajući način otplate glavnice, što municipalne obveznice čini znatno fleksibilnijim instrumentom zaduženja u odnosu na standardni bankarski kredit.

Najveća prednost finansiranja infrastrukturnih projekata izdavanjem municipalnih obveznica nije isključivo finansijske prirode –javni poziv za upis i uplatu municipalnih obveznica jeste jedna vrsta „referenduma“ u vezi zaduživanja lokalne samouprave, kao i projekata koji se finansiraju. Neuspeh emisije municipalnih obveznica može biti vrlo važan signal da građani određene lokalne samouprave ne smatraju da određeni projekti zaslužuju da ostave dug koji će servisirati buduće generacije.

Da bi se olakšao proces izdavanja municipalnih obveznica, lokalna samouprava može angažovati i međunarodne rejting agencije koje treba da procene rizik investiranja u ovaj finansijski instrument.

Sve navedeno govori u prilog činjenici da se lokalne samouprave sve više okreću procesu izdavanja municipalnih obveznica, čak i u uslovima finansijske krize.²¹⁷

²¹⁷ K. Davey (2010), *The Impact of the Economic Downturn on Local Government in Europe*, Local Government and Public Service Reform Initiative, Budapest, str 42.

6.1. Bankarski krediti i municipalne obveznice

U većini zakonodavstava, pa tako i u Srbiji, Zakona o javnim nabavkama se ne primenjuje na postupak pribavljanja usluga u vezi sa izdavanjem municipalnih obveznica.²¹⁸ Sa druge strane, lokalne samouprave mogu biti zainteresovane da paralelno ispituju obe mogućnosti finansiranja, finansiranje putem kredita i izdavanjem municipalnih obveznica, a sve u cilju da se obezbede što bolji uslovi.

Osnovna razlika municipalnih obveznica u odnosu na kredit je što pri uzimanju kredita lokalna samouprava mora da bira između ponuđenih uslova banaka, dok u slučaju emitovanja obveznica, lokalna samouprava ima privilegiju da sama kreira uslove.

U tom procesu, važna je uloga agenta ili pokrovitelja emisije koji se zajedno sa lokalnom samoupravom trudi da pravilno proceni koja je fer cena kapitala na tržištu i po kojoj ceni bi investitori želeli da kupe municipalnu obveznicu.

Posebnu pažnju zaslužuje činjenica da se kroz izdavanje municipalnih obveznica može privući šira baza potencijalnih investitora, što bi kao posledicu trebalo da ima i potencijalno jeftinije izvore finansiranja. Međutim, jeftiniji izvori finansiranja su obično praćeni većim troškovima informisanja investicione javnosti u odnosu na bankarski kredit.²¹⁹

Municipalne obveznice mogu kupiti svi individualni investitori – građani i preduzeća, kao i institucionalni investitori. Ovo je važno za razvoj tržišta kapitala jer individualni i institucionalni investitori, penzijski i investicioni fondovi, često nemaju finansijske instrumente u koje mogu da investiraju svoja sredstva.

Imajući u vidu činjenicu da lokalna samouprava ima „monopol“ na prikupljanje poreza i ostalih javnih prihoda koje su u njenoj nadležnosti, municipalne obveznice se mogu smatrati kao finansijski plasmani sa niskim rizikom. U poređenju sa državnim obveznicama, one treba da nose prinos koji je neznatno veći od prinosa na državne hartije od vrednosti. Sigurnost i nešto veći prinos od državnih hartija od vrednosti čini municipalne obveznice vrlo privlačnim za investiranje od strane institucionalnih investitora.

Sledeća prednost se odnosi na to da municipalne obveznice daju mogućnost samoupravama da finansiraju dugoročne projekte za koje banke nemaju adekvatne izvore finansiranja. Pored toga, u slučaju municipalnih obveznica lokalne samouprave

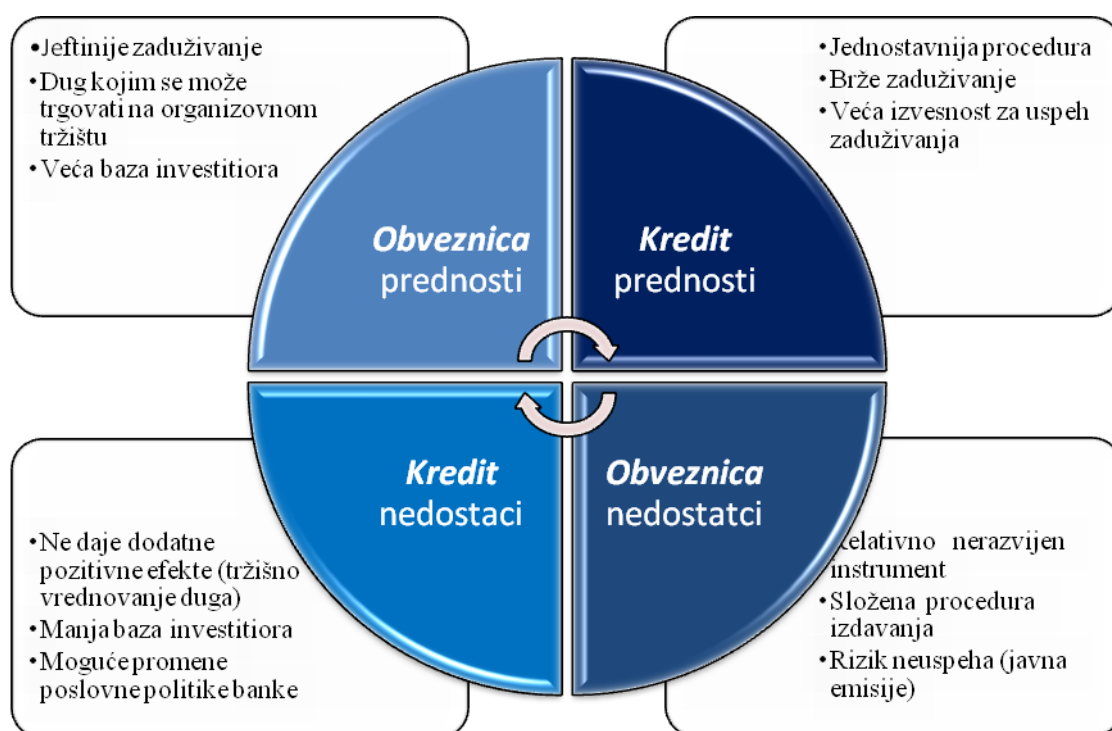
²¹⁸ Od sredine 2015. godine Zakon o javnim nabavkama se ne primenjuje ni na postupak pribavljanja kredita.

²¹⁹ Tony Levitas (2008), *Osnovna pitanja kreditiranje lokalne samouprave i razvoja tržišta municipalnih obveznica u Srbiji*, Program podsticaja ekonomskom razvoju opština (MEGA), USAID Srbija, str 2.

imaju slobodu u raspolaganju svojim depozitima, što banke obično implicitno ograniče u kreditnim aranžmanima.²²⁰

Pored toga, banke imaju ograničenje kad je u pitanju izloženost ka jednom dužniku, a kroz obveznice se skuplja veliki broj malih ulagača - slično kao kada više banaka kreditira jednog klijenta (sindicirani kredit). Razlika je u tome što je ovde u pitanju instrument koji je standardizovan i može se njime trgovati na sekundarnom tržištu kapitala, a sindiciranim kreditima se ne može trgovati na berzi.

Grafikon 22: Obveznica VS. Kredit



Izvor: „Smernice za izdavanje municipalnih obveznica“²²¹

Izdavanje municipalnih obveznica nije cilj sam za sebe, nego je to posledica želje izdavaoca da se na tržištu zaduži po najpovoljnijim uslovima i to prvenstveno u smislu cene, roka, strukture investitora, itd. Primenom efektivne kamatne stope, nije teško utvrditi koji je način finansiranja povoljniji za lokalnu samoupravu. Kada se potvrde procedure kod inicijalnog zaduživanja, lokalne samouprave kasnije mogu ciljano ići na određenu vrstu zaduživanja u zavisnosti od specifičnih efekata koje žele da postignu.

²²⁰ George E. Peterson (2003), *Banks or Bonds: Building Municipal Credit Market*, The Urban Institute, Washington DC, str 9.

²²¹ Dr Klaus Richter, Vladimir Pavlović, Milan Marinković, Vladimir Drašković, Aleksandar Bučić (2012), *Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, Vodič za opštine, dopunjeno izdanje*, MSP IPA 2007, Beograd.

Zanimljivo je istaći da je 2012. godine grad Užice nameravao da putem izdavanja municipalnih obveznica prikupi milion evra za finansiranje kapitalnih investicija. Paralelno sa postupkom prikupljanja ponuda za organizovanje procesa izdavanja municipalnih obveznica, banke su dobile poziv da daju svoje ponude za kreditiranje.

Zbog efekta konkurencije između dva oblika finansiranja, ova lokalna samouprava je dobila kredit koji je u tom trenutku bio daleko najpovoljniji u poređenju sa svim ostalim kreditima koje su imale lokalne samouprave u Srbiji (4,8 % efektivna kamatna stopa na godišnjem nivou). Ovo potvrđuje indirektan pozitivni uticaj municipalnih obveznica na cenu izvora finansiranja lokalnih samouprava jer se kroz povećanje konkurencije na tržištu kreditora stvaraju povoljniji uslovi za finansiranje.

Kao najveći nedostatak municipalnih obveznica treba istaći nepoznavanje ovog, za našu zemlju relativno novog načina zaduživanja, od strane predstavnika lokalne samouprave koji donose odluke o zaduživanju.

Pored toga, lokalne samouprave su prošle više puta kroz proceduru javnih nabavki za kredite, dok izdavanje municipalnih obveznica može biti nešto složeniji proces, naročito ako je u pitanju javni plasman.

6.2. Transferi (Grantovi)

Transferi (Grantovi) su veoma poželjan način finansiranja lokalne samouprave i to iz vrlo jednostavnog razloga – to su nepovratna sredstva. Pored toga što je finansiranje lokalnih samouprava na ovaj način vrlo poželjno, usled lošeg finansijskog stanja centralnog budžeta Republike Srbije, sve se manje novca izdvaja u formi bespovratnih sredstva za lokalne samouprave.

Upravo zbog toga, obim prikupljenih sredstva ovim načinom finansiranja je po pravilu znatno manji u odnosu na ostale izvore finansiranja. Pored toga, političari sa centralnog nivoa vlasti koji odlučuju o alokaciji grantova često žele da imaju kontrolu nad projektima koji se finansiraju, pa se na taj način smanjuje samostalnost lokalne samouprave.²²²

Iz tog razloga projekti finansirani ovim izvorom finansiranja postaju delimično ugroženi, jer se nameće potreba da se pronađu novi izvori finansiranja u toku realizacije samog projekta.

²²² John Gibson i Richard Batley (1993), *Financing European Local Government*, Routledge, London, str 115.

U lokalnim samoupravama, pored transfera centralnog budžeta, postoji još jedan oblik transfera za prikupljanje finansijskih sredstava. To su kapitalni transferi koji se finansiraju iz nekih eksternih izvora, a ne iz centralnog budžeta.

Kapitalni transferi predstavljaju prenos vlasništva nad nekom fiksnom aktivom bez plaćanja kupoprodajne cene. Klasičan primer kapitalnog transfera je kada država ustupa lokalnoj samoupravi određenu imovinu (zgrade, zemljište, puteve...).

Druga situacija može biti ona u kojoj država obavezuje investitora koji gradi određeni objekat da pored tog objekta uradi i kapitalno unapređenje njegove okoline. To može biti proširenje puta, izgradnja sportskih terena, ulične rasvete, itd. Ovakvi doprinosi investitora ne mogu ispuniti sve zahteve razvoja lokalne samouprave, pa ovaj način finansiranja ne može biti jedini izvor finansiranja.

Na kraju, veliki broj međunarodnih razvojnih programa daje grantove lokalnim samoupravama za unapređenje pružanja usluga svojim građanima. Neki od tih programa su bili vrlo uspešni u Srbiji, kao što je EU program Exchange (1,2,3 i 4) i MSP IPA 2007, USAID-ovi MEGA i SLED, švajcarski KWD...

6.3. Subvencionisani krediti/zajmovi

Subvencionisani krediti su mahom zastupljeni u onim državama gde centralna vlast upravlja nekim državnim programima koji pod povoljnim uslovima finansiraju projekte lokalne samouprave. U Republici Srbiji su ovi krediti bili mogući najviše uz pomoć međunarodnih finansijskih institucija, kao što su Nemačka razvojna banka, Evropska banka za obnovu i razvoj, Evropska investiciona banka, Razvojna banka saveta Evrope i druge.

U razvijenim državama već postoje uhodani mehanizmi, koji obuhvataju specijalizovane finansijske institucije koje su u vlasništvu lokalnih ili regionalnih vlasti i finansiraju svoje osnivače odnosno članice po relativno povoljnim uslovima. Na primer, u Holandiji postoji razvojna banka koja je u vlasništvu gradova i opština i ona služi isključivo za finansiranje projekata lokalnih samouprava pod povoljnim uslovima nego što su tržišni. Još dobrih primera takvih institucija mogu se uzeti Kommuninvest u Švedskoj, zatim Municipality Finance Plc u Finskoj, zatim Kommunalbanken u Norveškoj, zatim Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises u Japanu, zatim The Municipal Finance Authority of British Columbia u Kanadi, itd.

Trenutno u Republici Srbiji ne postoji ovakva institucija, a subvencionisano kreditiranje je najvećim delom u proteklom periodu bilo realizovano iz centralnog budžeta i iz subvencionisanih kreditnih linija međunarodnih finansijskih institucija.

Zemlje regiona uglavnom već imaju razvijen sistem subvencionisanog finansiranja. Finansiranje lokalne samouprave se sprovodi ili direktno od strane „razvojne banke“, ili indirektno preko lokalnih banaka. U zavisnosti od visine zajma i veka trajanja imovine koja se finansira, određuje se ročnost zajma, kamata i grejs perioda na otplatu glavnice. Kamatne stope su niže od kamatnih stopa koje nude komercijalne banke i uglavnom su fiksne.

Osnovni nedostatak ove alternative je potencijalna kompleksnost takvog sistema finansiranja, a nisu zanemarljivi ni transakcioni troškovi kada su u pitanju međunarodne finansijske institucije.²²³ U nekim slučajevima finansiranje je vezano i za kupovinu opreme od proizvođača iz određene zemlje čime ovaj sistem finansiranja postaje značajno skuplji kada se sagledaju ukupni troškovi projekta.

Upravo zbog navedenih razloga može se reći da je institut municipalnih obveznica „bliže“ rešenje za one lokalne samouprave u Srbiji koje traže alternative tradicionalnim izvorima finansiranja.

²²³ C.F. Vitkovic i M. Kopanyi (2014), *Municipal Finances: A Handbook for Local Governments*, World Bank, Washington DC, str 364.

6.4. Javno privatna partnerstva i joint venture

Za razliku od pristupa u kome se neka usluga pružala građanima od strane lokalne samouprave ili od strane privatnih kompanija, koncept „novog upravljanja“ (eng. *the new governance paradigm*)²²⁴ podrazumeva maksimalnu saradnju privatnog sektora i lokalne samouprave. Umesto zakonodavnih (naredbodavnih) i kontrolnih instrumenata preko kojih komunicira sa građanima i privrednim subjektima, lokalna samouprava treba da komunicira sa svojim građanima (i privrednim subjektima) nalazeći najbolje načine za zadovoljenje njihovih potreba.

Sa druge strane, određene usluge koje pružaju lokalne samouprave svojim građanima imaju potencijal za ostvarivanje prihoda i profitabilno poslovanje. S tim u vezi, pružanje tih usluga građanima jeste zanimljivo i privatnim kompanijama. Poveravanje ovih usluga privatnim kompanijama ima za cilj povećanje efikasnosti i kvaliteta usluge, a ne promenu politike lokalne samouprave u smislu lepeze usluga koje su dostupne građanima.²²⁵

Imajući u vidu da su potrebe za finansiranjem kapitalnih projekata lokalnih samouprava velike, potencijalno profitabilni projekti se mogu sprovesti putem javno-privatnih partnerstava i zajedničkih ulaganja. Projekte za koje ne postoji interes privatnih kompanija (a postoji potreba od strane građana) treba da finansira sama lokalna samouprava.

Ukoliko privatni partner može obezbediti kompletnu infrastrukturu za pružanje usluga građanima, lokalna samouprava svakako treba da razmotri mogućnost da se povuče iz pružanja te usluge, ili da privatizuje javno preduzeće (budžetskog korisnika) koji je do tog trenutka pružao tu uslugu građanima.

Ovde je važno napomenuti da privatno javna partnerstva ne treba ograničiti samo na odnos lokalne samouprave i preduzeća. U praksi su poznati slučajevi gde su grupe građana napravile partnerstvo sa lokalnom samoupravom i unapredile uslove života u lokalnoj zajednici.²²⁶

Kada lokalna samouprava odluči da neke usluge ne pružaju zaposleni u lokalnoj administraciji, postoji jako širok spektar načina da se to organizuje. Najjednostavniji način je da privatni partner samo finansira projekat (eng. *Finance Only*). Sa druge

²²⁴ Eugene Steuerle and Eric Twombly (2012), *The tools of government- a guide to the new governance*, Oxford university press, Oxford, str. 9.

²²⁵ Arnold Raphaelson (1998), *Restructuring state and local services- ideas, proposals and experiments*, Praeger publishers, Westport, str. 20.

²²⁶ Primer parkova u Njujorku – vidi S.P. Osborne (2010), *The New Public Governance*, Routledge, London, str. 59.

strane, privatni partner može finansirati i izgraditi određeni objekat koji kasnije predaje na upravljanje lokalnoj samoupravi (eng. *Build-Finance*). Sledeća alternativa je da privatni partner koristi i održava imovinu koja je u vlasništvu lokalne samouprave (eng. *Operation & Maintenance Contract -O & M*).

Moguće je da privatni partner dizajnira, finansira, izgradi i održava imovinu koja služi za pružanje usluga lokalne samouprave (eng. *Design-Build-Finance-Maintain - DBFM*). Nadogradnja ovog modela podrazumeva i upravljanje imovinom i pružanje usluga od strane privatnog partnera (eng. *Design-Build-Finance-Maintain-Operate - DBFMO*). U oba ova slučaja, imovina je vlasništvo lokalne samouprave.

Sa druge strane, privatni partner može da sagradi, poseduje imovinu i pruža usluge iz nadležnosti lokalne samouprave po unapred utvrđenim uslovima i bez vremenskog ograničenja (eng. *Build-Own-Operate - BOO*). Koncesija predstavlja modifikaciju prethodnog modela u smislu da se nakon izvesnog vremena vlasništvo nad sagrađenom imovinom prenosi na lokalnu samoupravu.

Na kraju treba istaknuti da kombinacijom ovih modela možemo imati čitav niz drugih alternativa, a sve u cilju da se privatnom sektoru prepusti pružanje javnih usluga koje on može uspešno da isporuči, a da državna uprava bude manja i efikasnija.²²⁷

U nekim gradovima Srbije, već je korišćen ovaj način saradnje privatnog i javnog sektora. U pitanju je izgradnja gasne infrastrukture, kao i prikupljanje i odlaganje čvrstog otpada za koje lokalne samouprave nisu mogle da samostalno obezbede sredstva. U javno-privatnim partnerstvima, kapitalne investicije se uglavnom prebacuju na privatnog partnera, dok lokalna samouprava obezbeđuje zemljište, potrebne dozvole, i ostalu prateću infrastrukturu.

U nekim razvijenim zemljama, lokalne samouprave poveravaju vršenje komunalnih usluga privatnim kompanijama, a da bi podstakli konkurentnost u vezi cene i kvaliteta usluge, više privatnih kompanija pruža navedene usluge istovremeno na različitoj teritoriji lokalne samouprave.

Postoji veliki broj oblasti u kojima bi se mogao iskoristiti potencijal javno-privatnih partnerstava, ali i poveravanje vršenja određenih komunalnih usluga privatnim kompanijama. Dobar način da se sa tom praksom počne može biti izgradnja parkinga i održavanje sistema naplate, odnošenje smeća i čvrstog otpada, izgradnja i upravljanje dečijim vrtićima, itd.

Zajedničko ulaganje, ili joint venture, se može zaključiti između različitih lokalnih samouprava, uključujući i privatne kompanije. Cilj ovih zajedničkih projekata je smanjenje iznosa inicijalnih kapitalnih investicija, kao i troškova održavanja za svaku

²²⁷ D. Osbourne i T. Gaebler (1993), *Reinventing government: how the entrepreneurial spirit is transforming the public sector*, Plume books, New York, str. 30.

pojedinačnu lokalnu samoupravu. Kod zajedničkog ulaganja javni partner ima istu količinu informacija kao i privatni partner i ima istu mogućnost da ostvari kapitalnu dobit u slučaju da vrednost investicije neočekivano poraste.²²⁸

Primer za zajedničko ulaganje je Projekat Regionalne sanitarne deponije za tretman čvrstog otpada u Užicu. Devet lokalnih samouprava koje se nalaze u regionu Zapadne Srbije se odlučilo da zajedno izgrade deponiju za čvrst otpad po najvišim evropskim standardima, tako da su postojeće deponije koje su postojale u tim lokalnim samoupravama zatvorene i preseljene u novoizgrađenu deponiju.

Javno-privatna partnerstva i joint venture kao inovativni načini finansiranja lokalne samouprave su do sada uglavnom izbegavani od strane čelnika lokalnih samouprava i to sa obrazloženjem da kadrovi u lokalnoj samoupravi nisu u stanju da na najbolji i ekonomski najodrživiji način postave i ugovore okvire saradnje sa privatnim sektorom.

Sa druge strane, privatni partneri su često zabrinuti da li će zakonski okvir i potpisani ugovori sa javnim partnerom ostati na snazi i nakon eventualne izmene političke vlasti u lokalnoj samoupravi. Dobar primer za ovaj politički rizik je izmeštanje autobuske stanice u Novom Sadu. Privatna kompanija je na bazi ugovora sa Gradom Novim Sadom izgradila novu autobusku stanicu na koju je trebalo da se izmesti prigradski i gradski saobraćaj. Nakon promene političke vlasti, od projekta se odustalo, a privatna kompanija je završila u stečaju jer nije mogla da servisira kreditne obaveze koje je preuzela u cilju realizacije ovog zajedničkog projekta sa Gradom. Zbog slabe pozicije sudova u Srbiji, sudski proces između Grada i privatne kompanije traje već godinama.

Postojeća međunarodna dobra praksa, konstantne obuke organizovane od strane evropskih i američkih programa podrške lokalnoj samoupravi i univerzitetski programi mogu obezbediti neophodnu ekspertsku bazu koja bi u narednom periodu omogućila popularizaciju ovog vida finansiranja projekata lokalnih samouprava u Republici Srbiji.

U uslovima rastućeg trenda globalizacije, situacije gde je znanje glavni izvor konkurentske prednosti i gde se lokalne samouprave sve više udružuju kako bi pružile usluge svojim građanima, subjekti sa kojima lokalne samouprave saraduju se više ne ograničavaju samo na privatne kompanije. Tu su sve više prisutni univerziteti i druge naučno istraživačke institucije, budući investitori, kao i udruženja koja obuhvataju čitave privredne grane.²²⁹

Municipalne obveznice i javno-privatna partnerstva ne isključuju jedni druge. Naprotiv, to su komplementarni načini finansiranja investicionih projekata. Na primer, lokalna samouprava se može izdavanjem municipalnih obveznica zadužiti u manjem iznosu da

²²⁸ E.R. Yescombe (2007), *Public – Private Partnership*, Elsevier, Burlington, str. 321.

²²⁹ Robert Agranoff, Michael McGuire (2004), *Collaborative Public Management: New Strategies for Local Governments* (American Governance and Public Policy series), Georgetown University Press, Washington, D.C., str. 194.

bi obezbedila svoje učešće u javno-privatnom partnerstvu koje za cilj ima finansiranje određenih komunalnih servisa. U postupku javnog plasmana municipalnih obveznica, javno-privatno partnerstvo se može promovisati i na taj način se mogu obezbediti dodatni klijenti (građani) za zajedničku kompaniju.

Alternativno, u slučaju da lokalna samouprava samostalno krene u realizaciju navedenog projekta, iznos zaduživanja bi bio značajno veći (možda toliko veliki da se projekat ne bi mogao ni završiti), a dalje upravljanje projektom bi bilo manje efikasno nego u slučaju javno-privatnog partnerstva.

6.5. „Pay as you go“ - finansiranje iz tekućih prihoda

Finansiranje kapitalnih projekata isključivo iz sopstvenih, tekućih prihoda je vrlo komplikovan zadatak za lokalne samouprave, naročito tamo gde je komunalna infrastruktura prilično malo razvijena. Lokalne samouprave koje mogu računati na suficit na kraju godine, i to u narednih nekoliko godina, mogu pristupiti određivanju visine sredstava koje će izdvajati za kapitalne investicije, jer infrastrukturni projekti uglavnom traju po nekoliko godina. Međutim, iako je u situaciji teške ekonomske krize nulti nivo duga ujedno i najpoželjniji nivo duga, za neke kapitalne projekte i komunalne usluge postoji opravdanje u pribavljanju eksternih izvora finansiranja. Upravo zbog toga, postoji nekoliko razloga zbog kojih ovaj način finansiranja kapitalnih projekata možda nije najbolje rešenje

Najveći broj investicionih projekata je kapitalno vrlo zahtevan, a period realizacije i korišćenja takvog projekta je veoma dug. Komunalna infrastruktura se koristi više decenija, tako da je opravdano da više generacija učestvuje u njenom finansiranju, a to upravo obezbeđuje finansiranje kroz pozajmljene izvore finansiranja. Pored toga, finansiranje kapitalnih projekata isključivo tekućim prihodima može neopravdano produžiti period izgradnje ili pogoršati kvalitet radova. Ovi negativni efekti mogu višestruko da prevaziđu troškove finansiranja, pa tako da ovaj vid finansiranja kapitalnih projekata može biti skuplji od zaduživanja. Na kraju, projekat koji je finansiran kroz zaduživanje u kraćem roku se stavlja u funkciju, pa ranije generiše prihode i poboljšava kvalitet života građana u lokalnoj samoupravi.

Naravno da finansiranje iz sopstvenih sredstava nije isključivo loš način finansiranja, i naravno da postoje situacije u kojima lokalne samouprave finansiranje iz sopstvenih sredstava treba da ocene kao najpovoljniju alternativu. Međutim, to su uglavnom manji projekti koji se mogu realizovati u toku jedne ili par godina.

Sa druge strane, ukoliko je finansiranje kapitalnih projekata jedina alternativa za lokalnu samoupravu, to može dovesti do propuštanja određenih prilika da se unapredi

infrastruktura u lokalnoj samoupravi. Bolja infrastruktura već u narednim godinama doprinosi privlačenju privrednih subjekata i većim sopstvenim sredstvima.²³⁰

*

Na kraju, da bi se doneo zaključak koji način finansiranja kapitalnih projekata je najbolji za određenu lokalnu samoupravu, neophodno je izvršiti detaljnu analizu svakog potencijalnog izvora finansiranja i njegovih prednosti i nedostataka za finansiranje konkretnih projekata. Samo na taj način lokalne samouprave mogu da iskoriste prednosti i smanje rizike sa kojima se susreću u toku realizacije investicionih projekata.

Ova analiza se često može završiti i konstatacijom da je za realizaciju kapitalnih projekata potrebna kombinacija različitih izvora finansiranja, pa s tim u vezi, lokalne samouprave treba da edukuju svoje kadrove kako bi oni bili spremni da učestvuju u kompleksnom strukturiranju izvora finansiranja. Izdavanje municipalnih obveznica je prvi i možda najlakši korak u tom pravcu.

²³⁰ C.F. Vitkovic i M. Kopanyi (2014), *Municipal Finances: A Handbook for Local Governments*, World Bank, Washington DC, str. 327.

7. ZAKONSKI I INSTITUCIONALNI OKVIR ZA IZDAVANJE MUNICIPALNIH OBVEZNICA

Imajući u vidu da je proces izdavanja municipalnih obveznica prilično precizno regulisan, u ovom delu rada biće izvršena analiza ključnih zakonskih odredbi koje definišu pomenuti proces.

U okviru ovog poglavlja, biće date i preporuke za unapređenje regulatornog okvira za izdavanje municipalnih obveznica u Republici Srbiji, a na kraju poglavlja, biće analizirane mogućnosti za izdavanje municipalnih obveznica putem javnog plasmana.

U ovom poglavlju biće analizirana hipoteza da je zakonski okvir za izdavanje municipalnih obveznica u Srbiji prilično usaglašen sa zakonskim propisima EU, ali postoji dosta prostora da se u segmentu podzakonskih akata omogući lakše i jeftinije izdavanje municipalnih obveznica.

7.1. Zakonski okvir u Srbiji

Domaća regulativa ima nekoliko zakona i podzakonskih akata koji regulišu oblast izdavanja municipalnih obveznica, od kojih su najvažniji Zakon o finansiranju lokalne samouprave i Zakon o javnom dugu.

Da bi se stvorile bolje mogućnosti za izdavanje municipalnih obveznica, važan je i Zakon o javnoj svojini koji omogućava lokalnim samoupravama da založe svoju imovinu kao garanciju za uredno servisiranje obaveza po osnovu izdatih municipalnih obveznica. Sam postupak izdavanja municipalnih obveznica definiše Zakon o tržištu kapitala i Zakon o javnim nabavkama.

Poreski aspekt kupovine municipalnih obveznica definiše Zakon o porezu na dohodak građana, a sam postupak izdavanja je Zakonom o javnim nabavkama izuzet od procedure javnih nabavki.

Finansiranje jedinica lokalne samouprave u Republici Srbiji uređeno je **Zakonom o finansiranju lokalne samouprave** ("Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 47/2011 i 93/2012). Shodno odredbama navedenog zakona, postoji nekoliko vrsta prihoda kojima se pune budžeti opština i gradova u Srbiji za potrebe obavljanja izvornih i poverenih poslova – izvorni i ustupljeni prihodi i transferi.

Izvorni prihodi²³¹ su prihodi čiju stopu, odnosno način i merila za utvrđivanje visine iznosa utvrđuje skupština opštine ili grada. U pitanju su vlastiti prihodi lokalne

²³¹ Čl. 2 st. 1 tačka 1) Zakona o finansiranju lokalne samouprave.

samouprave, pri čemu se zakonska intervencija svodi na eventualno ograničavanje visine poreske stope i utvrđivanje najvišeg i najnižeg iznosa naknade, odnosno takse.

Ova vrsta prihoda je ključna za finansijsku samostalnost lokalne samouprave. Činjenica da izvorni prihodi čine oko 1/3 budžeta jedinica lokalne samouprave svrstava Republiku Srbiju u red zemalja sa srednjom fiskalnom decentralizacijom.

Najvažniji izvorni prihod je svakako *porez na imovinu*. Ovaj porez je naročito važan za jedinice lokalne samouprave od kada je ukinuta naknada za korišćenje građevinskog zemljišta, pa svi prihodi koje ubira lokalna samouprava, a u vezi su sa nepokretnostima, trebaju biti iskazani kroz porez na imovinu. Porez na imovinu čini između 15% i 20% ukupnih prihoda lokalnih samouprava u Srbiji, odnosno skoro 50% izvornih prihoda.

Zakon o porezima na imovinu²³² je definisao da lokalne samouprave određuju osnovicu na koju se obračunava ovaj porez, i to kroz zone u kojima se nalazi imovina (član 6 i član 7a Zakona o porezima na imovinu).

Sa druge strane, lokalna samouprava sama utvrđuje visinu poreske stope, a Zakon o porezima na imovinu utvrđuje maksimalne poreske stope. Važno je istaći da visina poreske stope raste sa rastom vrednosti imovine, tako da maksimalna poreska stopa za imovinu vrednosti do 10 miliona dinara iznosi 0,4%, a za imovinu čija vrednost prevazilazi 50 miliona dinara, poreska stopa može ići do 2% na vrednost koja prelazi 50 miliona dinara (član 11 Zakona o porezima na imovinu).

U ostale izvorne prihode spadaju i prihodi od *lokalnih такси* (administrativnih, komunalnih, boravišnih), zatim prihodi od *lokalnih naknada* (za korišćenje javnih dobara, koncesionih i drugih), *novčanih kazni* za “lokalne” prekršaje.

Lokalne samouprave *ostvaruju prihode i od davanja u zakup ili na korišćenje nepokretnosti i pokretnih stvari u svojini Republike Srbije, a koje koristi jedinica lokalne samouprave, odnosno onih u svojini jedinice lokalne samouprave.*²³³

Budžetski korisnici lokalne samouprave pružaju usluge fizičkim i pravnim licima (to su pre svega komunalne usluge), pa lokalna samouprava ostvaruje prihode i na ovaj način. Čest je slučaj da budžetski korisnici ne pokrivaju sve svoje troškove od naplaćenih usluga građanima i pravnim licima, čime lokalna samouprava na neki način subvencionise svoje građane. Lokalna samouprava ostvaruje i prihode od *donacija*, ali ovi izvorni prihodi ne čine značajan deo budžeta.

Na kraju, treba spomenuti i mogućnost prikupljanja *samodoprinosna*. Iako je ovaj vid prikupljanja sredstava izuzetno komplikovan jer podrazumeva raspisivanje referenduma (član 20. Zakona o finansiranju lokalne samouprave), samodoprinosi se često sprovode

²³² Zakon o porezima na imovinu.

²³³ Član 6. Zakona o finansiranju lokalne samouprave.

u ruralnim mesnim zajednicama u kojima je to obično jedini vid finansiranja kapitalnih i infrastrukturnih projekata.

Ustupljeni prihodi²³⁴ su oni prihodi čija se osnovica i stopa, odnosno način i merila za utvrđivanje visine iznosa utvrđuju zakonom, a prihod ostvaren na teritoriji jedinice lokalne samouprave se ustupa u celini ili delimično toj jedinici lokalne samouprave. U ustupljene prihode spadaju *ustupljeni porezi* i *ustupljene naknade*. Kad je reč o ustupljenim naknadama, zakonom je propisano da republika ustupa jedinici lokalne samouprave prihode od (svih) naknada ostvarenih na teritoriji jedinice lokalne samouprave.

U kategoriji ustupljenih poreza, daleko najvažniji je *porez na dohodak građana* (i to na prihode od: poljoprivrede i šumarstva, samostalne delatnosti, nepokretnosti, davanja u zakup pokretnih stvari, osiguranja lica).

Lokalnoj samoupravi se ustupa 80% od poreza na zarade koji se plaća prema prebivalištu zaposlenog, osim za grad Beograd kod koga se ustupa 70% od poreza na zarade. U ukupnom budžetu lokalnih samouprava u Srbiji, ovaj ustupljeni prihod predstavlja oko 40% svih prihoda.

U kategoriju ustupljenih prihoda spadaju i *porez na nasleđe i poklon*, kao i *porez na prenos apsolutnih prava, ali oni značajno manje učestvuju u strukturi ukupnih prihoda lokanih samouprava u Srbiji*.

Transferi podrazumevaju prenos sredstava iz budžeta Republike u budžete jedinica lokalne samouprave. Opšta podela transfera koja utvrđuje zakon jeste podela na *nenamenske* i *namenske transfere*.

Nenamenski transferi se prenose lokalnoj samoupravi svakog meseca za tekući mesec, a sa ovim sredstvima lokalna samouprava slobodno raspolaže.

Kad je reč o namenskim transferima, lokalna samouprava može potrošiti dobijena sredstva samo za tačno utvrđenu namenu. U slučaju nenamenskog trošenja ovih sredstava, jedinici lokalne samouprave se mogu uskratiti nenamenski transferi u iznosu nenamenski utrošenih sredstava.²³⁵

Osim osnovnih prihoda jedinica lokalne samouprave, u koje spadaju izvorni i ustupljeni prihodi i transferi, zakon pominje i: a) **primanja po osnovu zaduživanja** i b) **druge prihode i primanja utvrđene zakonom**, ali navedene izvore sredstava ne razrađuje detaljnije.²³⁶

²³⁴ Čl. 2 st. 1 tačka 2) Zakona o finansiranju lokalne samouprave.

²³⁵ Čl. 46 Zakona o finansiranju lokalne samouprave.

²³⁶ Čl. 5 Zakona o finansiranju lokalne samouprave.

Kapitalni projekti su projekti za čiji završetak je potrebno da radovi traju *duže od godinu dana*, a čiji je vek trajanja i korišćenja *duži od pet godina*. Kapitalni projekti uključuju višegodišnje finansiranje i relativno velike izdatke u sadašnjosti, za koje se očekuje da će generisati dobit u budućnosti.²³⁷

Kapitalni projekti se obično odnose na izgradnju lokalne komunalne infrastrukture. Sa druge strane, sredstva koja su na raspolaganju lokalnoj samoupravi su skoro uvek mala i nedovoljna za finansiranje kapitalnih investicija, pa je potrebno da lokalna samouprava definiše politiku finansiranja ovih projekata.²³⁸

Dakle, da bi jedinica lokalne samouprave bila u stanju da finansira kapitalne projekte iz budžetskih sredstava, ona bi morala da ima akumuliran višak na svom tekućem budžetskom računu. Ovakav vid finansiranja kapitalnih projekata se često označava kao *pay-as-you-go* princip, i predstavlja deo šire rasprave o modalitetima za finansiranje kapitalnih investicija.²³⁹

U svakom slučaju, što je lokalna samouprava više finansijski samostalna, ona može finansirati više kapitalnih projekata koji će unaprediti kvalitet života, ili će pozitivno uticati na budžet lokalne samouprave.

Zakon o finansiranju lokalne samouprave koji je donet 2006. godine je usvojio pomenute principe i standarde. Za vreme svoje primene, pretrpeo je dve izmene - 2011. godine i 2012. godine.

Osnovna namera zakonodavca kod izmena Zakona o finansiranju lokalne samouprave iz 2011. godine leži u težnji da se omogući kvalitetnija decentralizacija i ujednačen razvoj lokalne samouprave i to kroz uvećanje prihoda jedinica lokalne samouprave.

Nekoliko je ključnih izmena i dopuna zakona koje su izvršene 2011. godine. Svakako najvažnija izmena se tiče *prihoda od poreza na zarade*:²⁴⁰ U okviru kategorije ustupljenih prihoda, propisano je da opštinama i gradovima pripada 80% od poreza na zarade koji se plaća prema prebivalištu zaposlenog (za razliku od ranijih 40%), izuzev grada Beograda kome pripada 70% od poreza na zarade.

Ova izmena je trebala doneti dodatnih 40 milijardi dinara godišnje lokalnim samoupravama u Srbiji.²⁴¹ Međutim, istom izmenom zakona je predviđeno da grad

²³⁷ Ministarstvo finansija Republike Srbije, *Uputstvo za pripremu odluke o budžetu lokalne vlasti za 2013. godinu i projekcija za 2014. i 2015. godinu*, str. 10.

²³⁸ MSP IPA 2007 (2011) *Priručnik za planiranje kapitalnih investicija*, Interprint, Beograd, str. 39

²³⁹ Suprotan pristup jeste *pay-as-you-use*, koji podrazumeva finansiranje kapitalnih projekata zaduživanjem. Vidi: *Vodič za zaduživanje lokalnih samouprava i najnovija dešavanja u zemljama Nalasa*, 2011, NALAS, str. 17.

²⁴⁰ Čl. 3 Zakona o izmenama i dopunama Zakona o finansiranju lokalne samouprave ("Sl. glasnik RS", br. 47/2011).

²⁴¹ Navedena kalkulacija je napravljena od strane gospodina Aleksandra Bučića, pomoćnika generalnog sekretara za finansije Stalne konferencije gradova i opština.

Beograd ubuduće više neće dobijati transfere iz republičkog budžeta, već će ta sredstva biti raspoređena drugim gradovima i opštinama kroz poseban institut transfera solidarnosti (kao dela ukupnog nenamenskog transfera namenjenog jedinicama lokalne samouprave), pri čemu se utvrđivanje visine transfera solidarnosti vrši na osnovu stepena razvijenosti prema jedinstvenoj listi razvijenosti jedinica lokalne samouprave.

Dodatno smanjenje transfera se odnosilo i na ostale lokalne samouprave, i to 50% smanjenje za lokalne samouprave iz prve grupe razvijenosti, 30% smanjenje za drugu grupu razvijenosti, 10% za treću grupu, dok su jedino lokalne samouprave iz četvrte grupe razvijenosti ostale na istom nivou transfera. Ovo smanjenje je procenjeno na oko 3 milijarde dinara.

Ove izmene zakona su uvele i *ograničenje godišnjeg iznosa ukupnog nenamenskog transfera*.²⁴² Članom 37. Zakona o finansiranju lokalne samouprave je propisano da godišnji iznos ukupnog nenamenskog transfera iznosi 1,7% ostvarenog BDP-a prema poslednjem objavljenom podatku Republičkog zavoda za statistiku, pri čemu se iznosi sredstava za transfer pojedinačnim jedinicama lokalne samouprave dobijaju na osnovu formule koja uvodi određene koeficijente u zavisnosti od stepena razvijenosti jedinice lokalne samouprave.

U slučaju opšteg transfera, zakon propisuje da se 65,0% od ukupnog iznosa sredstava deli prema broju stanovnika, 19,3% se deli prema površini teritorije, a ostatak se deli prema nekoliko drugih kriterijuma. Ovako dobijeni iznosi podele opšteg transfera se množe koeficijentima razvijenosti lokalnih samouprava, i to:

- koeficijentom 1 za jedinice lokalne samouprave iz IV grupe razvijenosti;
- koeficijentom 0,9 za jedinice lokalne samouprave iz III grupe razvijenosti;
- koeficijentom 0,7 za jedinice lokalne samouprave iz II grupe razvijenosti;
- koeficijentom 0,5 za jedinice lokalne samouprave iz I grupe razvijenosti.

Ovako opredeljivanje sredstava opšteg transfera ne podstiče razvoj lokalne samouprave, naprotiv, mnogi predsednici opština se trude da ostanu u što nižoj grupi razvijenosti kako bi im sredstva od transfera bila osigurana.

Zakon o finansiranju lokalne samouprave je drugu intervenciju zakonodavca pretrpeo u 2012. godini, sa ciljem da se rasterete privredni subjekti i smanje troškovi poslovanja u uslovima ekonomske krize.

Ključne izmene i dopune su se ogledale u smanjenju broja lokalnih komunalnih taksi koje se mogu uvoditi i *izuzimanje od obaveze plaćanja firmarine*²⁴³ – preduzetnici i

²⁴² Čl. 4 Zakona o izmenama i dopunama Zakona o finansiranju lokalne samouprave ("Sl. glasnik RS", br. 47/2011).

²⁴³ Čl. 3 Zakona o izmenama i dopunama Zakona o finansiranju lokalne samouprave ("Sl. glasnik RS", br. 93/2012).

mala pravna lica sa godišnjim prihodom do 50 miliona dinara su izuzeti od plaćanja firmarine. Iznos firmarine je ograničen za druge kategorije, i to za srednja pravna lica do visine dve prosečne zarade u Republici Srbiji, a za velika pravna lica do tri prosečne zarade u Republici Srbiji. Izuzetak od navedenih ograničenja su preduzeća koja se bave delatnostima iz oblasti bankarstva, osiguranja imovine i lica, proizvodnjom i trgovinom nafte i duvana, kazina, kockarnice, noćni barovi i diskoteke – za njih je firmarina ograničena na deset godišnjih prosečnih zarada u Republici Srbiji.

*Ograničeni su najviši iznosi lokalnih komunalnih taksi*²⁴⁴ – za držanje motornih drumskih i priklučnih vozila koji se plaćaju prilikom registracije (do 5.000 dinara za kamione i prikolice, do 1.500 dinara za motocikle...).

Što se tiče preknjižavanja više plaćenog iznosa lokalnih komunalnih taksi,²⁴⁵ lica koja su do dana stupanja na snagu izmena i dopuna platila veći iznos lokalne komunalne takse za 2012. godinu od iznosa koji duguju zbog činjenice da su određene takse ukinute ili smanjene, imaju pravo da se na njihov zahtev izvrši preknjižavanje više uplaćenog iznosa na iste ili druge obaveze prema jedinici lokalne samouprave po osnovu javnih prihoda.

Navedena ograničenja su imala negativan uticaj na prihode lokalnih samouprava, a iznos izgubljenih prihoda se procenjuje na oko 6 milijardi dinara godišnje.²⁴⁶

Dodatni gubitak prihoda lokalne samouprave su zabeležile na bazi smanjenja poreske stope na porez na zarade (smanjenje sa 12% na 10%) kada je u junu 2013. godine Zakon o finansiranju lokalne samouprave ponovo izmenjen. Ovaj gubitak se procenjuje na oko 20 milijardi dinara godišnje.²⁴⁷

Na kraju, od januara 2014. godine lokalne samouprave su prestale da naplaćuju naknadu za korišćenje građevinskog zemljišta, a ovaj izvor prihoda je bio oko 13,5 milijardi dinara godišnje.

Zbog navedenih gubitaka u приходима, lokalne samouprave su prinuđene da se okrenu zaduživanju u cilju finansiranja značajnijih kapitalnih investicija, što predstavlja predmet regulisanja **Zakona o javnom dugu**.

Zakonom o javnom dugu se uređuje postupak zaduživanja Republike Srbije, jedinica teritorijalne autonomije i lokalne samouprave. Ovim zakonom uređeno je i davanje garancija Republike Srbije, kao i način vođenja evidencije o javnom dugu.²⁴⁸

²⁴⁴ Ibid.

²⁴⁵ Čl. 12 Zakona o izmenama i dopunama Zakona o finansiranju lokalne samouprave ("Sl. glasnik RS", br. 93/2012).

²⁴⁶ Navedena kalkulacija je napravljena od strane gospodina Aleksandra Bučića, pomoćnika generalnog sekretara za finansije Stalne konferencije gradova i opština.

²⁴⁷ Paralelno sa ovim smanjenjem stope na porez na zarade, povećana je stopa doprinosa, pa su praktično sredstva iz budžeta lokalnih samouprava prenešena u PIO fond.

²⁴⁸ Čl. 1 Zakona o javnom dugu ("Službeni glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011).

Zakon o javnom dugu je donet 2005. godine i pretrpeo je dve zakonodavne intervencije od svog donošenja.

Izmene i dopune Zakona o javnom dugu koje su usvojene 2009. godine²⁴⁹ uređuju isključivo pitanje *ublažavanja ograničenja* koja važe za dugoročno zaduživanje lokalnih vlasti (jedinica teritorijalne autonomije i lokalne samouprave). Naime, ovaj zakon promovise generalni princip nemogućnosti dugoročnog zaduživanja lokalnih vlasti, osim u slučaju finansiranja ili refinansiranja kapitalnih investicionih rashoda.

Osnovni zakon iz 2005. godine je predviđao da „iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja za kapitalne investicione rashode ne može biti veći od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini“. Međutim, izmenama iz 2009. godine ublažio navedeno ograničenje propisujući da „iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja za kapitalne investicione rashode može biti i veći od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini u slučajevima *kada se radi o dugoročnom zaduživanju čiji je rok otplate, ne računajući period mirovanja, najmanje pet godina*“.

Pored toga, inicijalni zakon je predviđao da „iznos glavnice i kamate koji dospeva u svakoj godini na sva neizmirena dugoročna zaduživanja za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda ne može biti veći od 15% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini“. Izmenama iz 2009. godine i ovo ograničenje je donekle ublaženo (odnosno upodobljeno odredbi o dugoročnom zaduživanju čiji je rok otplate najmanje pet godina) propisivanjem da „iznos glavnice i kamate koji dospeva može da bude i veći od 15%, *ako dve trećine tekućeg suficita u odnosu na ukupno ostvarene tekuće prihode čini udeo veći od 15%*“.

Izmene i dopune Zakona o javnom dugu u 2011. godini²⁵⁰ bile se u pravcu proširivanja, odnosno preciziranja ovlašćenja Republike za zaduživanje, kao i daljeg ublažavanja zakonskih ograničenja koja važe za dugoročno zaduživanje lokalnih vlasti.

Navedenim izmenama propisano je da se Republika može zadužiti radi finansiranja budžetskog deficita, deficita tekuće likvidnosti, refinansiranja neizmirenog duga, *za investicije u kapitalna ulaganja i nabavku finansijske imovine*, kao i za izvršavanje obaveza po datim garancijama.

Kad je reč o lokalnim vlastima, propisano je da se jedinice teritorijalne autonomije mogu dugoročno zaduživati i *emitovanjem hartija od vrednosti* radi finansiranja investicionih, razvojnih i prioriternih programa i projekata, kao što su investicije u kapitalna ulaganja i nabavka finansijske imovine, u kom slučaju ne važe ograničenja

²⁴⁹ Zakon o izmenama i dopunama Zakona o javnom dugu (“Službeni glasnik RS”, br. 107/2009).

²⁵⁰ Zakon o izmenama i dopunama Zakona o javnom dugu (“Službeni glasnik RS”, br. 78/2011).

koja se tiču iznosa neizmirenog dugoročnog zaduženja, odnosno iznosa glavnice i kamate koji dospeva u svakoj godini.²⁵¹

Novim članom 36a propisano je da *ukoliko lokalne vlasti ne izmiruju dug u skladu sa ugovorenom dinamikom ili obaveste Ministarstvo finansija o nemogućnosti izvršavanja obaveza po osnovu zaduživanja, tada ministar finansija obustavlja prenos transfernih sredstava iz budžeta Republike Srbije do visine neizmirenih obaveza*. Dakle, obustava transfernih sredstava (koja se prenose u budžete lokalnih vlasti u skladu sa Zakonom o finansiranju lokalne samouprave) predstavlja vid sankcije koja ima i preventivno dejstvo u smislu sprečavanja eventualnog rasipničkog ponašanje lokalnih vlasti.

Verovatna **najznačajnija izmena** Zakona o javnom dugu ogleda se u tome što je *proširen krug potencijalnih kupaca* hartija od vrednosti koje izdaju lokalne vlasti - municipalnih obveznica. Naime, izmenom odredbe člana 37 st. 2 omogućeno je da se emisija municipalnih obveznica sprovodi prema odredbama *opšteg zakona koji uređuje tržište kapitala*, umesto dotadašnje odredbe koja je propisivala da kupci municipalnih obveznica mogu biti samo Republika Srbija i finansijske institucije. Dakle, omogućavanjem da municipalne obveznice mogu kupovati i *domaća i strana pravna i fizička lica* demonstrirana je težnja za daljim razvojem tržišta municipalnih obveznica u Srbiji.

Međutim, prošlo je tačno 3 godine od trenutka kada je građanima Srbije omogućeno da kupuju municipalne obveznice do trenutka kada su prvi put imali priliku to i da učine. Grad Šabac je u decembru 2014. godine izdao prvu municipalnu obveznicu uz javni poziv sa objavljivanjem Prospekta, čime su se stekli uslovi i da građani Srbije postanu kupci tih municipalnih obveznica.

Zakon o porezu na dohodak građana uređuje pitanje poreskog tretmana dohotka koji ostvaruju građani.²⁵² Posmatrano sa aspekta investiranja u municipalne obveznice, ovaj zakon predstavlja dodatni podsticaj za dalji razvoj tržišta municipalnih obveznica i to pre svega u korelaciji sa drugim pozitivnim propisima.

Naime, izmenama Zakona o javnom dugu iz 2011. godine po prvi put je pružena mogućnost i građanima da pored finansijskih institucija budu ravnopravni investitori u municipalne obveznice. Dalji napor za razvojem ovog finansijskog instrumenta i njegovom popularizacijom ogleda se i u povoljnom poreskom tretmanu prihoda od kapitala na kamatu i kapitalnog dobitka po osnovu municipalnih obveznica, tačnije poreskim oslobođenjima.

Odredbom čl. 65 Zakona o porezu na dohodak građana propisano je da se **ne plaća porez na prihode od kapitala** na kamatu na dinarska sredstva po osnovu štednih i drugih depozita (oročenih ili po viđenju), kao i po osnovu dužničkih hartija od

²⁵¹ Čl. 36. Zakona o javnom dugu ("Službeni glasnik RS", br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011).

²⁵² Čl. 1 Zakona o porezu na dohodak građana.

vrednosti, u smislu propisa kojima je uređeno tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, čiji je izdavalac Republika, autonomna pokrajina, **jedinica lokalne samouprave** ili Narodna banka Srbije.

Osim što su od oporezivanja izuzeti prihodi, odnosno kamata koja pripada građanima kada kupuju municipalne obveznice, odredbom čl. 72a st. 2 Zakona o porezu na dohodak građana propisano je izuzimanje od oporezivanja i **kapitalnih dobitaka**. Kapitalni dobitci nastaju kada se municipalnim obveznicama trguje na berzi, pa kada se one prodaju po većoj ceni u odnosu cene po kojoj su kupljene.

Izuzimanje od oporezivanja prihoda od kapitala i kapitalnih dobitaka je naročito važno u svetlu činjenice da je izmenama zakona iz 2012. godine izvršeno povećanje stope poreza na prihode od kapitala (kamate po osnovu zajma, štednih i drugih depozita - oročenih ili po viđenju, po osnovu dužničkih i sličnih hartija od vrednosti, itd.), kao i na kapitalni dobitak, sa 10% na 15%. Građani koji ulažu u municipalne obveznice ne plaćaju ove poreze, pa ih to svakako čini još atraktivnijim vidom investiranja.

Međutim, ovakva poreska rešenja nisu novina. Američko tržište municipalnih obveznica je najstarije i najveće na svetu. Sem duge i bogate istorije, razvoju ovog segmenta tržišta je nesumnjivo doprineo i povoljan poreski tretman ovih finansijskih instrumenata. Međutim, potrebno je jasno razlikovati federalni (savezni) od poreskog tretmana municipalnih obveznica koji utvrđuju pojedinačne američke države (federalne jedinice), odnosno jedinice lokalne samouprave.

Kad je reč o *federalnom* poreskom tretmanu municipalnih obveznica, odredba §103 *Zakonika o internim prihodima* propisuje da (oporezivi) bruto prihod ne uključuje kamatu po osnovu državnih²⁵³ ili obveznica lokalne samouprave.²⁵⁴ Ovde se radi o municipalnim obveznicama kojima se finansiraju projekti od javnog značaja (infrastrukturni, obrazovni, zdravstveni, i sl.), za razliku od obveznica sa drugom namenom²⁵⁵ koje su izuzete od povoljnog poreskog tretmana. Ipak, bez obzira na (federalno) poresko oslobođenje u domenu prihoda od kamata na municipalne obveznice, kapitalni dobitak od trgovine municipalnim obveznicama na sekundarnom tržištu predstavlja oporezivi prihod.

Razlog za poresko izuzimanje prihoda i oporezivanje kapitalnog dobitka leži u činjenici da je zakonodavac želeo da podstakne dugoročno investiranje u municipalne

²⁵³ Eng. *state bonds*. Reč je o obveznicama koje izdaju federalne jedinice, a ne centralna vlast.

²⁵⁴ Internal Revenue Code §103 (a). Navedeno poresko oslobođenje je na snazi već punih 100 godina. Vidi: Shirley Dennis-Escoffier, Karen A. Fortin (2008), *Taxation for Decision Makers*, South-Western College Pub, Cincinnati, str. 97.

²⁵⁵ Internal Revenue Code §103 (b). Izuzeci od povoljnog poreskog tretmana uključuju obveznice za privatne aktivnosti (eng. *private activity bonds*), arbitražne obveznice (eng. *arbitrage bonds*) i obveznice koje nisu u registrovanoj formi (eng. *bonds not in registered form*).

obveznice,²⁵⁶ a da ubere poreze od špekulativnih transakcija koje se odvijaju na američkim berzama.

U pogledu poreskog tretmana municipalnih obveznica *na nivou američkih federalnih jedinica*, situacija je daleko od uniformne. Ipak, može se reći da velika većina američkih država oporezuje na neki način prihode od kamata po osnovu municipalnih obveznica, uglavnom na sličan način na koji se oporezuju i zarade.²⁵⁷ Poreski tretman na nivou američkih država zavisi i od toga da li je emisija municipalnih obveznica po osnovu kojih se ubiraju kamate izvršena u konkretnoj državi, odnosno federalnoj jedinici (eng. *in-state-issue*), ili je pak reč o “eksternoj” emisiji (eng. *out-of-state-issue*), kao i od toga da li je ulagač u municipalne obveznice pojedinac ili korporacija.²⁵⁸

I najzad, kad je reč o *lokalnim porezima*, kamate po osnovu municipalnih obveznica u SAD su po pravilu oslobođene lokalnih poreza u jedinicama lokalne samouprave u kojima su te obveznice emitovane. To znači da ukoliko građani jedne lokalne samouprave ulažu u municipalne obveznice druge lokalne samouprave, kamate koje zarade mogu biti predmet oporezivanja.

Zakon o javnoj svojini predstavlja zakon kojim se uređuje pravo svojine Republike Srbije, autonomne pokrajine i jedinica lokalne samouprave.²⁵⁹ Danom stupanja na snagu ovog zakona prestali su da važe Zakon o sredstvima u svojini Republike Srbije i Zakon o imovini Savezne Republike Jugoslavije,²⁶⁰ na osnovu kojih je 1995. godine lokalnim samoupravama oduzeta imovina.

Naime, sva sredstva koju su po ranijem zakonu bila u državnoj svojini, a koja koristile jedinice lokalne samouprave, po novom zakonu se tretiraju kao javna svojina lokalne samouprave (isto važi i za autonomnu pokrajinu Vojvodinu, osim pokrajine Kosovo i Metohija koja ima drugačiji status).²⁶¹ Na ovaj način, gradovi i opštine su ponovo postali nosioci prava svojine, čime je trasiran put za dalju decentralizaciju i ekonomsko osamostaljivanje lokalnih vlasti.

²⁵⁶ Većinu neoporezovanih municipalnih obveznica kupuju građani – vidi Public Finance Network (2007), *Tax-Exempt Financing*, Washington, DC, str. 16.

²⁵⁷ Države koje ne oporezuju kamatu po osnovu municipalnih obveznica su sledeće: Aljaska, Florida, Nevada, Južna Dakota, Teksas, Vašington, Indijana i Vajoming. Više o tome: Sylvan G. Feldstein, Frank J. Fabozzi, *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley & Sons, 2008, str. 584.

²⁵⁸ Frank J. Fabozzi, CFA (2008), *Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments*, John Wiley & Sons, New York, str. 250-251.

²⁵⁹ Član 1 Zakona o javnoj svojini.

²⁶⁰ Član 86 Zakona o javnoj svojini.

²⁶¹ Član 90 Zakona o javnoj svojini: “Do prestanka funkcionisanja međunarodne uprave uspostavljene u skladu sa Rezolucijom 1244 Saveta bezbednosti Ujedinjenih nacija, na teritoriji Autonomne pokrajine Kosovo i Metohija, u pogledu pitanja koja se odnose na sredstva u svojini Republike Srbije primenjivaće se odgovarajuće odredbe Zakona o sredstvima u svojini Republike Srbije (“Službeni glasnik RS”, br. 53/95, 3/96 - ispravka, 54/96, 32/97 i 101/05 - dr. zakon).“

Zakon o javnoj svojini jasno razlikuje 3 oblika javne svojine,²⁶² *državna svojina* (svojina Republike Srbije), *pokrajinska svojina* (svojina autonomne pokrajine) i *opštinska i gradska svojina* (svojina jedinice lokalne samouprave).

Činjenica da su lokalne vlasti dobile sopstvenu imovinu može imati značajan uticaj na privlačenje sredstava za finansiranje lokalnih projekata, pre svega sa aspekta sigurnosti i poverenja kreditora, bilo da se finansiranje vrši kreditnim zaduživanjem ili emisijom municipalnih obveznica.

Postojanje imovine na strani lokalne samouprave svakako smanjuje i nivo rizika koji preuzima investitor, kupac obveznica. Za izmirenje obaveze po osnovu izdatih municipalnih obveznica, sada lokalne samouprave imaju i imovinu koju mogu da prodaju ako prihodi koje ostvaruju nisu dovoljni.

Raspolaganjem stvarima u javnoj svojini,²⁶³ smatra se davanje stvari na korišćenje, u zakup, otuđenje stvari, zasnivanje hipoteke na nepokretnostima, odnosno zalaganje pokretnih stvari i ulaganje u kapital.

Dakle, lokalne vlasti imaju mogućnost, u okviru svojinskih ovlašćenja garantovanih zakonom, da lokalnu javnu imovinu opterete u korist trećih lica ili pak da je otuđe. Međutim, mogućnost prinudnog izvršenja i opterećenja javne svojine je prilično ograničena Zakonom o javnoj svojini, što stvara izvesnu nedoumicu u pogledu korisnosti lokalne javne imovine (pre svega nepokretne) za namirenje ili obezbeđenje namirenja potraživanja. To je sa druge strane i razumljivo imajući u vidu da je reč o imovini koja je u vitalnom interesu lokalne zajednice i koja služi za nesmetano obavljanje nadležnosti lokalne samouprave.²⁶⁴

Mogućnost opterećivanja javne svojine založnim pravima svodi se na nepokretnosti koje organi lokalne samouprave *ne koriste* za ostvarivanje svojih nadležnosti, kao i na pokretne stvari u javnoj svojini. U praksi to znači da lokalne samouprave mogu opterećivati nepokretnosti koje su stekli u procesu prinudne naplate svojih potraživanja (npr. fabričke hale, poslovni i stambeni prostor...), stare zgrade u kojima lokalna administracija više ne boravi, kao i zemljište u vlasništvu lokalne samouprave.

Ipak, ne treba očekivati da će imovina lokalne samouprave biti odlučujući faktor zbog koga bi neki investitor ulagao u municipalne obveznice, naročito imajući u vidu drastičan pad tržišta nekretnina poslednjih godina. Ključni opredeljujući faktor za ulaganje u municipalne obveznice je ipak nizak rizik koji nose ove hartije od vrednosti, a koji se zasniva na činjenici da lokalna samouprava ima relativno stabilne budžetske prihode koji su garantovani Zakonom o finansiranju lokalne samouprave.

²⁶² Član 2 Zakona o javnoj svojini.

²⁶³ Član 26 Zakona o javnoj svojini.

²⁶⁴ Član 16 i 17 Zakona o javnoj svojini.

Zakon o tržištu kapitala je zakon koji uređuje ključna pitanja u vezi izdavanja i trgovanja hartijama od vrednosti i pitanja u vezi regulacije tržišta kapitala. Ovim zakonom je ustanovljena Komisija za hartije od vrednosti koja vodi računa da učesnici na tržištu (brokeri, dileri...) posluju u skladu sa zakonom.

Sa aspekta lokalne samouprave, važno pitanje je i koje podatke lokalne samouprave moraju javno objavljivati da bi investitori mogli doneti odluku o kupovini municipalnih obveznica.

Ovom pitanju će biti posvećeno više pažnje u narednim poglavljima kada se bude govorilo o Prospektu za izdavanje municipalnih obveznica.

Evidencija vlasništva se obavlja preko Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti a sam promet preko berze.

Na ovom mestu, važno je pomenuti i odredbe **Zakona o javnim nabavkama**.²⁶⁵ Naime, članom 7, stav 1, tačka 9) ovog zakona, nabavke **usluga** u vezi sa prodajom, kupovinom ili prenosom hartija od vrednosti ili drugih finansijskih instrumenata eksplicitno su izuzete od postupka javne nabavke.

Važno je napomenuti da intencija zakonodavca nije bila da ovaj segment finansijskog tržišta bude netransparentan, već kompleksnost izdavanja hartija od vrednosti znači da cena ne može biti jedini kriterijum za izbor najbolje ponude.

To ne znači da lokalna samouprava može proizvoljno izabrati investitora u municipalne obveznice, već da može samo pribaviti određene usluge koje su neophodne za sprovođenje procesa izdavanja municipalnih obveznica.

Najčešće usluge koje se pribavljaju su usluge izrade kreditnog rejtinga,²⁶⁶ usluge pokrovitelja emisije²⁶⁷ i usluge agenta emisije.²⁶⁸

²⁶⁵ Zakon o javnim nabavkama.

²⁶⁶ Gradovi Novi Sad, Kraljevo i Valjevo su koristili usluge rejting agencija.

²⁶⁷ Učesnik na finansijskom tržištu (najčešće banka) koji izdavaocu garantuje da će cela emisija biti prodana na tržištu, jer će otkupiti neprodati deo emisije.

²⁶⁸ Učesnik na finansijskom tržištu (banka ili brokersko dilersko društvo) koje vrši upis hartija od vrednosti u Centralni registar hartija od vrednosti i pruža podršku u listiranju hartija od vrednosti na berzi, ali bez obaveze otkupa neprodatog dela emisije.

7.2. Podzakonski okvir i institucije na tržištu kapitala

Centralna institucija koja reguliše tržište kapitala jeste Komisija za hartije od vrednosti. Za proces izdavanja municipalnih obveznica, ključni podzakonski akt na koji lokalne samouprave treba da obrate pažnju je *Pravilnik o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom* (dalje u tekstu: Pravilnik o prospektu).

Sa druge strane, ukoliko lokalne samouprave ne nameravaju da municipalne obveznice učine dostupnim svojim građanima, u tom slučaju nije potrebno objavljivati Prospekt, a potencijalni kupci će biti samo kvalifikovani investitori.²⁶⁹

Prospektom moraju biti obuhvaćene sve ključne informacije kako bi građani i drugi investitori mogli doneti odluku o investiranju u municipalne obveznice. To je pre svega opis finansijske pozicije lokalne samouprave kroz finansijske izveštaji za najmanje dve poslednje finansijske godine.

Ukoliko se zahtev za odobrenje Prospekta podnosi Komisiji za hartije od vrednosti u prvoj polovini tekuće godine, potrebno je Prospektom obuhvatiti finansijske izveštaje za godinu za koju su usvojeni finansijski izveštaji (to je najčešće godina koja prethodi poslednjoj godini), a ukoliko se pomenuti zahtev podnosi u drugoj polovini tekuće godine, Prospektom obavezno moraju biti obuhvaćeni usvojeni finansijski izveštaji iz prethodne godine.

Prospekt sadrži i imena *odgovornih lica*, odnosno lica koja su odgovorna za informacije sadržane u Prospektu i koja potpisuju izjavu da su sve informacije u Prospektu tačne i verodostojne.

Takođe, Prospekt sadrži i generalne *informacije o lokalnoj samoupravi*, a pre svega podatke o organima upravljanja, lokalnoj privredi, stanovništvu...

Da bi se ocenili rizici pri ulaganju u municipalne obveznice, Prospekt sadrži i pregled *sudskih, upravnih i arbitražnih postupaka* a koji su imali ili mogli da imaju značajan uticaj na finansijski položaj lokalne samouprave.

Na kraju, pored Prospekta lokalna samouprava treba da obezbedi dostupnost izvornih dokumenata na bazi kojih je Prospekt i sačinjen, a posebno finansijske izveštaje za prethodne dve godine sa mišljenjem revizora, kao i budžet za tekuću godinu.

²⁶⁹ Kvalifikovani investitori su pravna lica ili pojedinci koji se profesionalno bave investiranjem svog novca, ili novca koji su dobili od strane njihovih klijenata, a koji zadovoljavaju određene uslove propisane članom 14. Zakona o tržištu kapitala.

Proces izdavanja municipalnih obveznica prate i određeni troškovi. Troškovi koji se plaćaju pokrovitelju, odnosno agentu emisije su obično predmet dogovora između lokalne samouprave i banke, odnosno brokerske kuće koja pruža navedene usluge.

Sa druge strane, određene naknade se plaćaju i institucijama na tržištu kapitala.

Pravilnik o tarifi Komisije za hartije od vrednosti uređuje visinu naknada koje naplaćuje Komisija za hartije od vrednosti.

Najvažnija naknada sa aspekta lokalne samouprave je naknada za odobrenje Prospekta, i ona iznosi 0,15% nominalne vrednosti emisije municipalnih obveznica, a ne manje od 250.000,00 dinara.

Pravilnik o tarifi Beogradske berze A.D. Beograd definiše naknade berze od kojih su za lokalne samouprave najznačajnije naknada za uključenje na određeni tržišni segment Beogradske berze i naknada za sekundarno trgovanje municipalnim obveznicama.

Na ovom mestu važno je istaći da lokalne samouprave imaju mogućnost da svoje municipalne obveznice uključe na jedan od nekoliko definisanih segmenata tržišta Beogradske berze. Municipalne obveznice koje zadovolje najstrožije uslove u pogledu obima emisije, i u pogledu obima trgovanja na berzi, mogu biti uključene na tržišni segment koji se naziva **listing** berze.

Međutim, najveći broj lokalnih samouprava će imati priliku da uključi svoje municipalne obveznice na tržišni segment koji se naziva Open market (otvoreno tržište), gde jednokratna naknada za uključenje iznosi 60.000 dinara, a kasnije lokalne samouprave plaćaju godišnju naknadu u iznosu od 25.000 dinara.

Na kraju, treba pomenuti da će municipalne obveznice kojima se čak ni periodično ne trguje na berzi biti premeštene sa Open Marketa na tržišni segment koji se naziva MTP (multilateralna trgovačka platforma).

Iako su naknade berze za listing značajno više od naknada za Open Market, a ove druge su više u odnosu naknada za uključenje na MTP, lokalne samouprave trebale bi sve da učine kako bi se municipalne obveznice našle na listingu berze ili na Open Marketu. Kada su municipalne obveznice uključene na Open Market, lokalne samouprave imaju obavezu da na internet stranici objavljuju godišnje izveštaje za prethodnu poslovnu godinu, polugodišnji izveštaj za tekuću poslovnu godinu, kao i čitav niz drugih dokumenata u skladu sa članom 67. Pravila poslovanja Beogradske berze.²⁷⁰ Transparentno objavljivanje podataka o poslovanju lokalne samouprave doprinosi ne samo boljoj informisanosti investitora, već i samih građana te lokalne samouprave.

²⁷⁰ U slučaju kada su hartije od vrednosti uključene na listing, obaveze objavljivanja podataka su još veće u odnosu na objavljivanje podataka kada su hartije od vrednosti uključene na Open Market.

Treba pomenuti da Beogradska berza naplaćuje i naknade učesnicima u sekundarnom trgovanju, koje su uglavnom 0,1% od vrednosti transakcije (opet u zavisnosti od segmenta tržišta na kome su uključene).

Pravilnik o tarifi Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti definiše naknade koje naplaćuje ova institucija, a za lokalne samouprave su najvažnije tarife koje se tiču otvaranja računa lokalne samouprave, upisa emisije municipalnih obveznica i isplata kupona.

Važno je napomenuti da se prve dve naknade naplaćuju u fiksnom iznosu (simboličnom iznosu od 10.000 dinara i 15.000 dinara), dok se naknada za isplatu kupona i glavnice municipalnih obveznica naplaćuje u procentualnom iznosu (0,05% od vrednosti naloga).

*

Lokalne samouprave su prilično odgovorne i uvek upoređuju ukupne troškove kredita i municipalnih obveznica kao alternativnih načina finansiranja investicionih projekata. , Preporuke za unapređenje podzakonskih akata mogu biti usmerene na ukidanje procentualnih provizija koje čine proces izdavanja municipalnih obveznica manje atraktivnim (skupljim) u odnosu na kredit.

S tim u vezi, važno je da **Komisija za hartije od vrednosti** promeni svoj Tarifnik kada je reč o troškovima *javnog plasmana* municipalnih obveznica, gde je predviđena naknada u iznosu od 0,15% nominalne vrednosti emisije municipalnih obveznica, a ne manje od 250.000,00 dinara.

Na inicijativu učesnika u prvim emisijama municipalnih obveznica, navedena naknada je do poslednje izmene Tarifnika Komisije imala limit da naknada ne može biti veća od 250.000,00 dinara, što svakako treba ponovo uspostaviti.

Što se tiče tarife **Beogradske Berze**, naknade koje se odnose na uključivanje municipalnih obveznica na neki od segmenata tržišta su odgovarajuće (60.000 dinara za uključenje na Open market, a zatim 25.000 dinara godišnje). Takođe, u sekundarnom trgovanju, postoji gornji limit da troškovi Beogradske Berze nisu veći od 3.500 dinara po transakciji. Jedina sugestija vezana za tarifu Beogradske Berze je usmerena ka definisanju gornjeg limita za transakcije na primarnom tržištu – trenutno je to 0,05% bez obzira na vrednost transakcije. U slučaju municipalnih obveznica, kupci na primarnom tržištu su obično institucionalni investitori (banke, osiguravajuće kompanije...) koji mogu kupovati municipalne obveznice i u iznosima od po nekoliko miliona evra, što znači da ova provizija berze u transakciji koja iznosi 50 miliona dinara iznosi 25.000 dinara, a što je sedam puta više nego u slučaju da je investitor ove obveznice kupio na berzi u sekundarnom prometu.

Što se tiče Tarifnika **Centralnog registra hartija od vrednosti**, jedina preporuka za stvaranje boljih uslova za razvoj tržišta municipalnih obveznica jeste da treba limitirati

naknadu za isplatu kupona ili glavnice municipalnih obveznica, da ne bude procentualni iznos. Na iznos od 50 miliona dinara, ova naknada trenutno iznosi 25.000 dinara, a što je jednako iznosu koju lokalne samouprave plaćaju za otvaranje računa i upis emisije u Centralni registar hartija od vrednosti. Važno je napomenuti da su troškovi za saldiranje transakcija sa državnim hartijama od vrednosti, kao i za municipalne obveznice, limitirani na iznos od 5.000 dinara po nalogu, što je svakako dobro za razvoj ovog segmenta finansijskog tržišta.

Na kraju, važno je napomenuti da investitori plaćaju naknadu i bankama, odnosno brokerima za otvaranje računa i transakcije u vezi sa kupovinom i prodajom municipalnih obveznica. Za građane kao investitore u municipalne obveznice vrlo je važno da se dobro raspitaju za sve troškove u vezi sa ovim transakcijama, jer su neke banke specijalizovane za rad sa institucionalnim investitorima (osiguravajućim društvima, penzionim fondovima...) i naplaćuju fiksne naknade po transakciji (npr. 10.000 dinara), što svakako odgovara ovim investitorima. Sa druge strane, fiksna naknada ne odgovara pojedincu koji kupuje municipalne obveznice u iznosu od 100.000 dinara – za njega je znatno primerenija naknada koja se plaća u procentualnom iznosu (ova naknada varira, ali obično iznosi od 0,3% do 1% po transakciji).

U vezi sa prethodno pomenutim, vrlo je važno da se građani dobro informišu o tarifama svoje banke kada nameravaju da kupuju municipalne obveznice, jer razlike u tarifama mogu biti i do deset puta.

*

Kao generalni zaključak ovog poglavlja može se istaći da postoji relativno dobar zakonski okvir za izdavanje i trgovanje municipalnim obveznicama, te da je potrebno samo fino podešavanje tarifa koje se naplaćuju učesnicima na tržištu. S tim u vezi, potvrđena je i hipoteza da je zakonski okvir za izdavanje municipalnih obveznica u Srbiji prilično usaglašen sa zakonskim propisima EU. U poglavlju koje obrađuje temu potencijalnih investitora u municipalne obveznice biće više reči o uklanjanju nekih (podzakonskih) barijera za dinamičniji razvoj tržišta municipalnih obveznica u Srbiji.

7.3. Način izdavanja municipalnih obveznica – javni plasman vs privatni plasman

Shodno zakonskoj definiciji, „*javna ponuda hartija od vrednosti* je svako obaveštenje dato u bilo kom obliku i putem bilo kog sredstva, a koje daje dovoljno podataka o uslovima ponude i o hartijama od vrednosti iz ponude tako da se investitoru omogući donošenje odluke o kupovini ili upisu ovih hartija od vrednosti, a javnom ponudom se smatra i ponuda i prodaja hartija od vrednosti preko finansijskih posrednika, odnosno pokrovitelja i agenta“.²⁷¹ Dakle, svaka ponuda hartija od vrednosti koja se čini u Republici Srbiji predstavlja *javnu ponudu*.

Međutim, ukoliko je javna ponuda namenjena neodređenom krugu lica (svim investitorima u zemlji) tada se mora objaviti i Prospekt koji mora da sadrži sve relevantne informacije koje omogućavaju investitorima da izvrše objektivnu procenu finansijskog stanja izdavaoca, kao i prava iz hartija od vrednosti.²⁷²

U tom slučaju, govorimo o tzv. javnom plasmanu. Namera zakonodavca je da zaštiti građane i da im pomogne u donošenju investicione odluke tako što će im kroz Prospekt učiniti dostupnim sve relevantne podatke o izdavaocu i hartijama od vrednosti koje se izdaju.

Sa druge strane, investitorima koji se profesionalno bave investiranjem sredstava nije neophodna zaštita u vidu objavljivanja prospekta, jer oni imaju kapacitet da samostalno dođu do podataka i donesu validnu investicionu odluku.

Za razliku od javnog plasmana, ovim investitorima može biti namenjen *privatni plasman* ili *specijalna ponuda* koja podrazumeva javnu ponudu hartija od vrednosti bez obaveze objavljivanja prospekta. Član 12 Zakona o tržištu kapitala je naveo slučajeve kada objavljivanje prospekta nije obavezno.

To je pre svega situacija kada je ponuda upućena samo kvalifikovanim investitorima, odnosno pravnim licima ili pojedincima koji se profesionalno bave investiranjem svog novca, ili novca koji su dobili od strane njihovih klijenata, a koji zadovoljavaju određene uslove propisane članom 14. Zakona o tržištu kapitala.

Pored toga, zakon dopušta da se prospekt ne objavljuje ni u slučaju kada je ponuda upućena uskom krugu zainteresovanih fizičkih ili pravnih lica, za koje se smatra da su informisani o svim aspektima ulaganja u hartije od vrednosti koje kupuju. U tom slučaju, njihov broj ne može biti veći od 100.

²⁷¹ Član 2 st. 1 tačka 37) Zakona o tržištu kapitala.

²⁷² Član 15 Zakona o tržištu kapitala.

Na kraju, namera zakona nije bila da ograniči investicije pojedinaca ili pravnih lica koja imaju veći iznos slobodnih novčanih sredstava. Za njih se podrazumeva da samostalno mogu da procene rizike i da donesu odluku o kupovini hartija od vrednosti, tako da Prospekt nije obavezno objaviti ni u slučaju ponude koja je upućena investitorima koji će za upisane hartije od vrednosti uplatiti iznos od najmanje 50.000 evra.

Prve emisije municipalnih obveznica Grada Novog Sada, Grada Pančeva i Opštine Stara Pazova su bile u formi privatnog plasmana, dok su kasnije emisije Grada Šapca i Opštine Stara Pazova bile u formi javnog plasmana.

U slučaju javnog plasmana, izdavalac ima obavezu objavljivanja prospekta, a to objavljivanje mora biti prethodno odobreno od strane Komisije za hartije od vrednosti. Prospekt koji nije odobrila Komisija ne može biti objavljen.²⁷³

Da bi investitori što lakše i bolje sagledali rizike pri ulaganju u hartije od vrednosti (pa tako i u municipalne obveznice), Zakon nalaže izdavaocima da određene informacije sumiraju u formi skraćenog prospekta.

Sa druge strane, investitorima se moraju staviti na uvid i svi dokumenti na bazi kojih je sačinjen prospekt. S tim u vezi, uz zahtev za odobrenje objavljivanja prospekta koji se dostavlja Komisiji za hartije od vrednosti, a kasnije i uz objavljivanje prospekta, lokalne samouprave prilažu i dodatnu dokumentaciju.

Ovu dokumentaciju čine finansijski izveštaji za prethodne 2 godine, izveštaji revizora ili Državne revizorske institucije (ukoliko je ona vršila tu reviziju), kao i izveštaji o realizaciji budžeta za tekuću godinu.

U dosadašnjoj praksi, lokalne samouprave nisu imale problema u procesu prikupljanja i dostavljanja ove dokumentacije. Međutim, odobrenje objavljivanja prospekta u prvoj polovini godine je prilično otežano jer Komisija za hartije od vrednosti insistira da se uz prospekt objave i finansijski podaci za prethodnu godinu, a lokalne samouprave ove finansijske izveštaje obično usvajaju na svojoj Skupštini tek u junu.

Sve do sada završene emisije municipalnih obveznica su vršene uz učešće pokrovitelja emisije. Pokrovitelj emisije je investiciono društvo koje ima obavezu otkupa celokupnog preostalog dela emisije, nakon što građani i pravna lica izvrše upis i uplatu municipalnih obveznica.²⁷⁴ Uz učešće pokrovitelja emisije, lokalne samouprave su sigurne da će prikupiti dovoljna sredstva za realizaciju kapitalnih projekata (ili druge namene) koje planiraju.

Važno je napomenuti da su u dosadašnjim emisijama municipalnih obveznica putem javnog plasmana građani i druga pravna lica kupili celokupan iznos emisije, tako da pokrovitelju emisije nije ništa preostalo da otkupi.

²⁷³ Član 27 st. 2 Zakona o tržištu kapitala.

²⁷⁴ Član 2 st. 1 tačka 14) Zakona o tržištu kapitala.

Bilo je potrebno prilično vremena da se lokalne samouprave u Srbiji odluče da izdaju municipalne obveznice da bi na taj način finansirale svoje kapitalne projekte (prva emisija je bila u 2011. godini od strane Grada Novog Sada). Te prve emisije su bile u formi privatnog plasmana, i sa jednim ciljem da se obezbede bolji finansijski uslovi u odnosu na kredit kao alternativni način finansiranja.

Međutim, prvo grad Šabac a zatim opština Stara Pazova su iskoristili mogućnost javnog plasmana municipalnih obveznica gde se kao investitori pojavljuju i fizička lica, odnosno građani. Građanima je u lokalnim i nacionalnim medijima ukazano da su municipalne obveznice dobra prilika da zarade jer su kroz investiranje u municipalne obveznice mogli da ostvare prinos od 6% na godišnjem nivou, dok su kamate na štednju u bankama iznosile između 1% i 3%. Sa druge strane, ulaganje u municipalne obveznice je oslobođeno od plaćanja poreza na dohodak građana.

Da bi omogućili građanima da uzmu ozbiljnije učešće u kupovini municipalnih obveznica i finansiranju javnih dobara u svojoj lokalnoj samoupravi, Grad Šabac i Opština Stara Pazova su rezervisali po 50% svoje emisije za građane.

Građani su bili nešto više rezervisani kod prve emisije municipalnih obveznica putem javnog plasmana u slučaju Grada Šapca, tako da su od mogućih 50% emisije, kupili svega 25%, a preostali deo su kupila pravna lica. Što se tiče samog broja građana koji su kupili municipalne obveznice, njih je bilo 25.

Sa druge strane, kod emisije municipalnih obveznica Opštine Stara Pazova, građani su upisali i uplatili preko 50% emisije, tako da je svakome od njih srazmerno umanjen broj kupljenih obveznica. Evidentan je i porast samog broja građana koji su kupili municipalne obveznice, pa je u ovom slučaju učestvovalo njih 31.

Ostaje nada da će se ovaj pozitivan trend nastaviti i kod novih emisija municipalnih obveznica. Šta više, za razvoj ovog segmenta finansijskog tržišta u Srbiji ne postoje ograničenja na strani tražnje (što su pokazali svi primeri i javnog i privatnog plasmana), već je za dalji razvoj potrebno da se više lokalnih samouprava odvaži i da svojim građanima ponudi da uzmu učešće u finansiranju razvoja lokalne infrastrukture.

Upravo o potencijalnoj ponudi municipalnih obveznica biće više reči u narednom poglavlju.

8. LOKALNE SAMOUPRAVE – PONUDA MUNICIPALNIH OBVEZNICA

U nastavku teksta izvršena je kompletna finansijska analiza gradova koji se nalaze na teritoriji Republike Srbije, definisanih Zakonom o teritorijalnoj organizaciji RS („Sl. glasnik RS“, br. 129/2007). Tu spadaju: Beograd, Novi Sad, Niš, Kragujevac, Kraljevo, Zrenjanin, Subotica, Pančevo, Leskovac, Jagodina, Smederevo, Šabac, Čačak, Kruševac, Požarevac, Sombor, Valjevo, Užice, Sremska Mitrovica, Vranje, Novi Pazar, Zaječar i Loznica. U analizu je uključen i grad Beograd, koji je pomenutim Zakonom o teritorijalnoj organizaciji RS definisan kao posebna teritorijalna jedinica utvrđena Ustavom i Zakonom.

Analiza je obuhvatila gradove zbog činjenice da su njihovi budžeti veći od budžeta opština, te da mogu da realizuju veće kapitalne projekte koji se mogu finansirati i izdavanjem municipalnih obveznica. To svakako ne znači da opštine ne mogu uključiti svoje građane u proces finansiranja izgradnje lokalne infrastrukture i biti izdavalac municipalnih obveznica, što primer Opštine Stara Pazova najbolje pokazuje.

Akcent u izvršenoj analizi je stavljen na nivo trenutnog duga, kao i na kapacitete gradova za novim zaduživanjem. U Prilogu 1 ovog rada prikazani su i neki od najvećih projekata gradova, čija realizacije je planirana u periodu 2012-2015. godina, kao i osvrt na to šta je od pomenutih projekata realizovano u pomenutom periodu i koji izvori finansiranja su korišćeni za realizaciju tih projekata.

Cilj ovog poglavlja jeste testiranje hipoteze da su se lokalne samouprave u Srbiji prilično zadužile u prethodnim godinama, ali da postoji još dosta prostora za finansiranje važnih infrastrukturnih projekata. S tim u vezi, analizirano je zaduženje pomenutih gradova u 2012. godini, sa ciljem da se utvrdi da li su gradovi koji su imali veći nivo duga „pametno“ investirali novac od zaduženje, odnosno da li su stope rasta njihovih prihoda veće u odnosu na stope rasta ostalih gradova u Srbiji.

8.1. Postojeći nivo duga i mogućnosti za novo zaduživanje

U ovom delu rada, analizirani su završni računi gradova u Srbiji i njihovo zaduženje na dan 31.12.2014. godine, sa ciljem da se utvrdi potencijal za novo zaduživanje i finansiranje kapitalnih projekata. U ukupnom dugu svih lokalnih samouprava u Srbiji u iznosu od 597 miliona evra, gradovi učestvuju sa skoro 90%, odnosno sa oko 525 miliona evra.

Što se tiče pozajmljenih sredstava, svako zaduživanje lokalnih samouprava na teritoriji Republike Srbije je limitirano odredbama Zakona o javnom dugu koji definiše dva

osnovna pokazatelja čije vrednosti imaju za cilj da ograniče nivo zaduživanja lokalne samouprave, kao i da ukažu na maksimalni dozvoljeni nivo duga lokalne samouprave.

Prvi pokazatelj poredi iznos neizmirenog duga i tekuće prihode lokalne samouprave u prethodnoj godini. Lokalne samouprave ne mogu imati iznos neizmirenog duga koji iznosi više od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta u prethodnoj godini, osim u slučaju da se radi o dugoročnom zaduženju čiji rok vraćanja nije kraći od 5 godina. Ovaj pokazatelj sprečava da se lokalne samouprave prekomerno zaduže, iako u kratkom roku možda mogu da servisiraju svoje obaveze.

Tabela 24: Stanje duga gradova u Srbiji u odnosu na tekuće prihode

Beograd	503.789.430	411.097.399	82%
Čačak	23.003.481	956.964	4%
Kragujevac	40.427.040	11.056.557	27%
Kraljevo	23.381.546	1.302.299	6%
Kruševac	25.902.588	967.200	4%
Leskovac	23.503.546	4.718.684	20%
Loznica	15.535.709	118.322	1%
Niš ²⁷⁵	63.311.619	10.387.877	16%
Novi Pazar	14.093.560	3.092.904	22%
Novi Sad	130.387.001	33.825.200	26%
Pančevo	31.987.966	4.306.216	13%
Požarevac	26.912.316	875.924	3%
Šabac	25.003.063	5.976.436	24%
Smederevo	22.194.996	7.299.001	33%
Sombor	17.720.462	298.087	2%
Sremska Mitrovica	20.696.827	0	0%
Subotica	33.031.400	6.804.043	21%
Užice	17.027.463	3.148.409	18%
Valjevo	19.316.913	2.933.424	15%
Vranje	15.882.391	2.777.165	17%
Zaječar	12.602.839	3.511.059	28%
Zrenjanin	28.894.735	7.345.358	25%
Jagodina ²⁷⁶	13.450.247	2.953.014	22%
UKUPNO	1.139.420.667	525.751.542	46%

Izvor: Odluke o završnom računu za 2014. godinu

Ukupno zaduženje posmatranih gradova u Republici Srbiji na dan 31.12.2014. godine iznosi oko 525 miliona evra. U odnosu na sredinu 2012. godine kada je ukupno

²⁷⁵ Podaci za Niš su na bazi Završnog računa za 2013. godinu.

²⁷⁶ Podaci za Jagodinu su uzeti iz Odluke o Budžetu, jer nije bio dostupan Završni račun.

zaduženje ovih gradova iznosilo 504 miliona evra, rast zaduženosti u iznosu od oko 20 miliona evra se može smatrati umerenim.

Iz prethodne tabele se vidi da jedino Grad Beograd ima iznos duga koji prevazilazi 50% tekućih prihoda iz prethodne godine, imajući u vidu da je u pitanju finansiranje kapitalnih projekata iz izvora finansiranja čiji rok dospeća nije kraći od 5 godina. U grupu gradova čiji dug prelazi 25% ukupnih prihoda spadaju Smederevo, Zaječar, Kragujevac i Novi Sad. Najmanje zaduženi gradovi, sa dugom koji ne prelazi 10% tekućih prihoda iz prethodne godine su Sremska Mitrovica, Sombor, Požarevac, Loznica, Kruševac, Kraljevo i Čačak.

Može se zaključiti da su gradovi u Srbiji imali prilično različit pristup zaduživanju, od onih koji se praktično uopšte nisu zaduživali do onih koji su obilato koristili mogućnost za zaduživanje. Da li je zaduživanje imalo uticaj na razvoj lokalne samouprave, i na rast prihoda lokalne samouprave, analiziraćemo u poglavlju koje sledi.

Sa druge strane, i sa aspekta potencijala za novo zaduživanje, značajno je važniji drugi pokazatelj zaduženosti koji uzima u obzir iznos glavnice i kamate koji dospeva za plaćanje u svakoj godini na sva neizmirena dugoročna zaduživanja, u odnosu na tekuće prihode. Iznos duga koji dospeva na plaćanje ne može biti veći od 15% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne samouprave u prethodnoj godini.

Ovaj pokazatelj osigurava likvidnost lokalne samouprave, i sprečava ih da se zaduže na način da plaćaju samo kamatu u određenom periodu, a da glavnica dospe u poslednjoj godini.²⁷⁷

Na ovom mestu važno je istaći i kakva ograničenja za zaduživanje imaju lokalne samouprave u regionu.

U Albaniji, odnos ukupnog duga i tekućih prihoda (u koje se računaju izvorni i ustupljeni prihodi, kao i nenamenski transferi) ne sme biti veći od 1,3:1 a iznos otplate dugoročnog duga koji dospeva u svakoj godini posmatranog roka ne može biti veći od 20% prosečnih ukupnih prihoda lokalne samouprave.²⁷⁸

U slučaju Makedonije, ukupan dug ne može biti veći od tekućih prihoda iz prethodne godine, a iznos godišnjih otplata duga ne sme biti veći od 30% tekućih prihoda budžeta lokalne samouprave u prethodnoj godini.

Hrvatska ima nešto drugačiji pristup ograničavanju zaduživanja lokalnih samouprava, gde limit za zaduživanje predstavlja godišnji iznos obaveza za servisiranje duga koji

²⁷⁷ Pored zakonskih ograničenja za zaduživanje, investitori uvek moraju da vode računa da li postoje skrivene obaveze lokalnih samouprava koje se ne vide u zvaničnim finansijskim izveštajima – vidi Lili Liu i Michael Waibel (2010), *Managing Subnational Credit and Default Risks*, World Bank, str. 16

²⁷⁸ NALAS (2011), *Vodič za zaduživanje lokalnih samouprava i najnovija dešavanja u zemljama Nalasa*, str. 33.

ne može biti veći od 20% realizovanih prihoda iz prethodne godine, uz dodatno ograničenje da novi dug u jednoj godini ne može biti veći od 2,3 % ukupno ostvarenih prihoda prethodne godine.

U Crnoj Gori jedini limit za zaduživanje predstavlja godišnje servisiranje obaveza po osnovu duga koje ne može biti veće od 10% tekućih prihoda iz prethodne budžetske godine.

Na kraju, u Republici Srpskoj lokalna samouprava se može zadužiti tako da obaveze za servisiranje duga ne mogu iznositi više od 18% tekućih prihoda u prethodnoj godini, uz ograničenje da ukupan dug po izdatim garancijama ne može preći 30% tekućih prihoda te lokalne samouprave.

Iz svega navedenog može se zaključiti da jedino Crna Gora ima nešto restriktivnije uslove za zaduživanje lokalnih samouprava od Srbije.

Tabela 25: Zaduzenost gradova u Srbiji - obaveze koje dospevaju na plaćanje u odnosu na tekuće prihode

Beograd	503.789.430	45.400.977	9%
Čačak	23.003.481	880.196	4%
Kragujevac	40.427.040	5.480.403	14%
Kraljevo	23.381.546	840.610	4%
Kruševac	25.902.588	595.329	2%
Leskovac	23.503.546	2.397.167	10%
Loznica	15.535.709	93.106	1%
Niš ²⁷⁹	63.311.619	6.744.949	11%
Novi Pazar	14.093.560	1.066.971	8%
Novi Sad	130.387.001	4.582.521	4%
Pančevo	31.987.966	1.709.243	5%
Požarevac	26.912.316	759.229	3%
Šabac	25.003.063	2.463.659	10%
Smederevo	22.194.996	1.120.221	5%
Sombor	17.720.462	452.726	3%
Sremska Mitrovica	20.696.827	0	0%
Subotica	33.031.400	1.586.142	5%
Užice	17.027.463	1.230.879	7%

²⁷⁹ Podaci za Grad Niš su na bazi Završnog računa za 2013. godinu.

Valjevo	19.316.913	944.458	5%
Vranje	15.882.391	1.064.210	7%
Zaječar	12.602.839	745.951	6%
Zrenjanin	28.894.735	1.217.329	4%
Jagodina ²⁸⁰	13.450.247	N/A	
UKUPNO	1.139.420.667	82.015.037	7%

Izvor: Odluke o završnom računu za 2014. godinu

Iz prethodne tabele može se uočiti da se jedino Kragujevac i Niš nalaze u zoni koja je izrazito blizu zakonskog limita za zaduživanje (imaju 14% obaveza za plaćanje u odnosu na tekuće prihode).

Iako se Grad Beograd prilično zadužio posmatrajući u skladu sa prethodnim pokazateljem zaduženosti (ukupan dug/ tekući prihodi), dospeće tih finansijskih obaveza je prilično dugo, pa Grad Beograd ima ovaj drugi pokazatelj zaduženosti (rate koje dospevaju u odnosu na tekuće prihode) od samo 9%.

Kao što je zaključeno i na bazi prethodne tabele, najveći prostor za novo zaduživanje imaju Sremska Mitrovica i Loznica. Međutim, najvažniji zaključak ove analize jeste činjenica da je prosečan iznos obaveza koje dospevaju za plaćanje u odnosu na tekuće prihode gradova u Srbiji samo 7%. To znači da se ovi gradovi (u proseku) mogu dodatno zadužiti za celokupan iznos postojećeg duga, odnosno da mogu **uvećati svoj dug za dodatnih 500 miliona evra**. Skoro polovina mogućeg novog zaduženja pripada Gradu Beogradu, dok ostatak pripada ostalim gradovima u Srbiji.

Treba biti oprezan u oceni prethodnog zaključka o mogućem zaduženju gradova u Srbiji. Naime, Zakon o javnom dugu uzima u obzir samo iznos tekućih prihoda u analizi zaduženosti, dok ne posmatra kako lokalne samouprave upravljaju svojim rashodima.

Da bi se došlo do zaključka koji je pravi potencijal gradova da se dodatno zaduže, mora se u obzir uzeti iznos neto tekućeg suficita – razlika između tekućih prihoda i tekućih rashoda, umanjena za iznos finansijskih obaveza koje dospevaju na naplatu.

²⁸⁰ Podatak o iznosu duga koji dospeva za plaćanje nije bio dostupan za Grad Jagodinu.

Tabela 26: Neto tekući suficit gradova u Srbiji

Beograd	503.789.430	419.397.768	84.391.662	45.400.977	38.990.685	46%
Čačak	23.003.481	19.395.106	3.608.375	880.196	2.728.179	76%
Kragujevac	40.427.040	33.041.552	7.385.488	5.480.403	1.905.085	26%
Kraljevo	23.381.546	20.467.624	2.913.922	840.610	2.073.312	71%
Kruševac	25.902.588	23.715.950	2.186.638	595.329	1.591.309	73%
Leskovac	23.503.546	21.057.166	2.446.380	2.397.167	49.213	2%
Loznica	15.535.709	15.253.472	282.237	93.106	189.131	67%
Niš ²⁸¹	63.311.619	52.053.786	11.257.833	6.744.949	4.512.884	40%
Novi Pazar	14.093.560	12.594.398	1.499.162	1.066.971	432.191	29%
Novi Sad	130.387.001	116.927.759	13.459.242	4.582.521	8.876.721	66%
Pančevo	31.987.966	27.854.996	4.132.970	1.709.243	2.423.727	59%
Požarevac	26.912.316	15.832.423	11.079.893	759.229	10.320.664	93%
Šabac	25.003.063	21.646.452	3.356.611	2.463.659	892.952	27%
Smederevo	22.194.996	19.826.320	2.368.676	1.120.221	1.248.455	53%
Sombor	17.720.462	16.759.412	961.050	452.726	508.324	53%
Sremska Mitrovica	20.696.827	18.407.889	2.288.938	0	2.288.938	100%
Subotica	33.031.400	27.707.450	5.323.950	1.586.142	3.737.808	70%
Užice	17.027.463	15.558.428	1.469.035	1.230.879	238.156	16%
Valjevo	19.316.913	17.969.399	1.347.514	944.458	403.056	30%
Vranje	15.882.391	13.896.128	1.986.263	1.064.210	922.053	46%
Zaječar	12.602.839	10.642.015	1.960.824	745.951	1.214.873	62%
Zrenjanin	28.894.735	27.895.696	999.039	1.217.329	-218.290	-22%

Izvor: Odluke o završnom računu za 2014. godinu

Tek kada se sagleda navedena tabela koja pored tekućih prihoda obuhvata i tekuće rashode, može se doći do zaključka da li postoji prostor za novo zaduženje ovih gradova. Gradovi sa najviše problema u servisiranju postojećih obaveza su Zrenjanin i Leskovac, kod kojih praktično ne postoji mogućnost za novo zaduženje. U slučaju Zrenjanina, tekući suficit je manji od obaveza po osnovu postojećeg zaduženja, dok u slučaju Leskovca, samo 2% tekućeg suficita preostaje nakon servisiranja obaveza po osnovu postojećeg zaduženja.

²⁸¹ Podaci za Grad Niš su iz Završnog računa za 2013. godinu.

Sremska Mitrovica je jedini grad u Srbiji koji na kraju 2014. godine nije imao finansijskih obaveza, i kome ceo tekući suficit stoji na raspolaganju za buduća zaduživanja, dok Požarevac ima 93% tekućeg suficita na raspolaganju za nova zaduživanja (ili za kapitalne investicije iz sopstvenih sredstava).

Odličan kreditni potencijal imaju i Subotica, Kruševac, Kraljevo i Čačak, koji koriste manje od 30% tekućeg suficita za servisiranje obaveza po postojećem zaduženju.

Na kraju, svakako je važno komentarisati i Grad Beograd koji je svakako najznačajniji grad u Srbiji. Analizirajući neto tekući suficit Grada Beograda, može se zaključiti da Grad Beograd može gotovo da udvostruči postojeći nivo duga, i da ga uspešno servisira u budućnosti, imajući u vidu da gotovo polovina tekućeg suficita ostaje na raspolaganju za nova zaduženja.

U poglavljima koja slede, biće analizirano da li postoje spremni investicioni projekti koji bi bili finansirani dodatnim zaduživanjem i da li postoji dovoljna tražnja za novo zaduživanje lokalnih samouprava.

*

Na bazi podataka prezentovanih u ovom poglavlju, može se zaključiti da je potvrđena hipoteza da su se lokalne samouprave u Srbiji prilično zadužile u prethodnim godinama, ali da postoji još dosta prostora za finansiranje važnih infrastrukturnih projekata (postojeći nivo duga se može udvostručiti u skladu sa postojećim zakonskim okvirima).

Pored zakonskih ograničenja, analizirana je i održivost novog zaduženja sa aspekta mogućnosti servisiranja dodatnog duga iz prihoda lokalnih samouprava, pa je i ta analiza potvrdila hipotezu da je moguće značajno novo zaduživanje lokalnih samouprava. Međutim, za svaku odluku o eventualnom novom zaduživanju gradova u Srbiji, veoma važan je i osvrt i na efekte postojećeg zaduživanja, a što će biti predmet analize u poglavlju koje sledi.

8.2. Povezanost zaduživanja lokalne samouprave sa stopama rasta

U ovom delu rada biće analizirani podaci o zaduženju gradova u Srbiji, sa ciljem da se utvrdi da li su gradovi koji su se više zadužili „pametno“ iskoristili pozajmljeni novac, odnosno, da li su se ti gradovi brže razvijali nakon investicija u svoju infrastrukturu. Kao pokazatelj razvoja gradova je korišćena stope rasta tekućih prihoda gradova.

Važno je napomenuti da ova analiza ne obuhvata pozitivne efekte koji neki projekti imaju na unapređenje kvaliteta uslova života u lokalnim samoupravama, a koji u dugom roku doprinose da lokalna samouprava spreči emigraciju mlade populacije.

Međutim, svaka lokalna samouprava treba da kombinuje projekte koji imaju direktne i kratkoročne efekte na budžet lokalne samouprave i projekte koji taj efekat ostvaruju u dugom roku. S tim u vezi, rezultati ove analize mogu biti značajni za kreiranje strategija održivog razvoja lokalnih samouprava u budućnosti, ili za izradu planova kapitalnih investicija.

U pomenutoj analizi su posmatrani finansijski izveštaji (završni računi) gradova u Srbiji u periodu 2010-2014. godina, kao i zaduženost gradova sredinom 2012. godine (31.07.2012. godine) i krajem 2014. godine.

Za ocenu visine zaduženosti, korišćeni su zakonom definisani pokazatelji – učešće ukupnog finansijskog duga u tekućim prihodima (zakonski limit 50%) i učešće godišnjih obaveza za servisiranje duga u odnosu na tekuće prihode gradova (zakonski limit 15%).

Treba imati u vidu da je u posmatranom vremenskom periodu došlo do promene zakonskog okvira koji se tiče finansiranja lokalne samouprave, na način da je lokalnim samoupravama znatno povećano učešće u porezu na dohodak građana (sa 40% na 80%) koji predstavlja osnovni ustupljeni prihod lokalnim samoupravama u Srbiji.

Jedino je gradu Beogradu učešće u porezu na dohodak građana definisano kao 70%, pa rezultate za grad Beograd treba uzeti sa posebnom pažnjom.

Kao i u prethodnom delu, podaci za grad Niš su uzeti iz finansijskih izveštaja za 2013. godinu jer finansijski izveštaji za 2014. godinu nisu bili dostupni.

Da bi se stekao bolji utisak o realnom kretanju tekućih prihoda i zaduženosti gradova u Srbiji, vrednosti su iskazane u evrima, a na pojedinim mestima će biti komentarisani i iznosi u dinarima.

U narednoj tabeli je prikazano kretanje zaduženosti gradova u Srbiji u periodu jul 2012. godine i decembar 2014. godine.

Tabela 27: Zaduzenje gradova u Srbiji

1	Beograd	352.473.574	411.097.399	6%	66%	82%
2	Čačak	2.471.728	956.964	8%	13%	4%
3	Kragujevac	16.673.713	11.056.557	12%	45%	27%
4	Kraljevo	2.840.223	1.302.299	0%	9%	6%
5	Kruševac	1.933.635	967.200	1%	12%	4%
6	Leskovac	7.860.146	4.718.684	6%	39%	20%
7	Loznica	0	118.322	0%	0%	1%
8	Niš*	20.096.080	10.387.877	6%	43%	16%
9	Novi Pazar	5.253.758	3.092.904	7%	48%	22%
10	Novi Sad	44.000.000	33.825.200	0%	40%	26%
11	Pančevo	6.172.075	4.306.216	9%	21%	13%
12	Požarevac	2.471.542	875.924	1%	15%	3%
13	Šabac	6.486.991	5.976.436	16%	35%	24%
14	Smederevo	3.465.780	7.299.001	8%	18%	33%
15	Sombor	1.327.125	298.087	2%	9%	2%
16	Sremska Mitrovica	208.681	0	1%	2%	0%
17	Subotica	8.994.634	6.804.043	4%	30%	21%
18	Užice	3.253.138	3.148.409	4%	22%	18%
19	Valjevo	4.706.518	2.933.424	3%	32%	15%
20	Vranje	2.843.217	2.777.165	7%	23%	17%
21	Zaječar	4.331.883	3.511.059	6%	41%	28%
22	Zrenjanin	1.758.847	7.345.358	2%	6%	25%
23	Jagodina	1.553.355	2.953.014	10%	8%	22%
	UKUPNO	501.176.643	525.751.542			

Izvor: Finansijski izveštaji gradova

Na bazi ove tabele, gradovi u Srbiji se mogu podeliti u grupu najmanje zaduženih (Loznica, Sremska Mitrovica, Sombor, Kraljevo, Kruševac, Požarevac i Valjevo) i najviše zaduženih gradova u Srbiji (Beograd, Novi Pazar, Kragujevac, Zaječar, Smederevo i Šabac). Gradovi Novi Sad i Zrenjanin su iz grupe najmanje zaduženih u 2012. godini prešli u grupu najviše zaduženih gradova u Srbiji u 2014. godini.

Sledeća tabela prikazuje visinu tekućih prihoda (u evrima) i stope rasta tekućih prihoda gradova u Srbiji u periodu od 2010-2014. godine.

Tabela 28: Stope rasta tekućih prihoda gradova u Srbiji

1	Beograd	565.660.438	503.789.430	-11%
2	Čačak	18.279.696	23.003.481	26%
3	Kragujevac	34.889.335	40.427.040	16%
4	Kraljevo	22.032.054	23.381.546	6%
5	Kruševac	16.320.269	25.902.588	59%
6	Leskovac	19.226.788	23.503.546	22%
7	Loznica	9.985.241	15.535.709	56%
8	Niš*	51.341.707	63.311.619	23%
9	Novi Pazar	10.718.581	14.093.560	31%
10	Novi Sad	113.496.609	130.387.001	15%
11	Pančevo	27.874.172	31.987.966	15%
12	Požarevac	18.628.488	26.912.316	44%
13	Šabac	18.273.990	25.003.063	37%
14	Smederevo	18.942.314	22.194.996	17%
15	Sombor	13.564.194	17.720.462	31%
16	Sremska Mitrovica	12.473.855	20.696.827	66%
17	Subotica	29.585.889	33.031.400	12%
18	Užice	14.449.033	17.027.463	18%
19	Valjevo	13.254.103	19.316.913	46%
20	Vranje	12.342.258	15.882.391	29%
21	Zaječar	10.597.925	12.602.839	19%
22	Zrenjanin	26.480.622	28.894.735	9%
23	Jagodina	17.459.919	13.450.247	-23%
	UKUPNO	1.095.877.479	1.148.057.138	

Izvor: Finansijski izveštaji gradova

Iz ove tabele se može zaključiti da su ukupni tekući prihodi svih gradova u Srbiji ukupno porasli za oko 5% u posmatranom periodu, a da su samo Beograd i Jagodina zabeležili pad tekućih prihoda.²⁸²

²⁸² Što se tekućih prihoda Grada Beograda tiče, oni zahtevaju posebnu pažnju. Naime, ako se posmatraju iznosi tekućih prihoda u dinarima, Grad Beograd je ostvario stopu rasta od 2% u periodu od 2010-2014.

U grupu gradova sa stopama rasta ispod proseka (24%) se ubrajaju i Kraljevo, Zrenjanin, Subotica, Kragujevac, Novi Sad, Pančevo, Smederevo, Užice i Zaječar.

U grupu gradova koji su ostvarili najveće stope rasta tekućih prihoda spadaju Sremska Mitrovica, Kruševac, Loznica, Valjevo, Požarevac i Šabac. Kao naročito dinamične gradove po stopama rasta tekućih prihoda se svakako izdvajaju Sremska Mitrovica (rast od 66%), Kruševac (rast od 59%) i Loznica (rast od 56%).

Da bi se došlo do zaključka kakav uticaj ima zaduživanje gradova na rast njihovih tekućih prihoda, upoređiće se grupa gradova koji su ostvarili najveće stope rasta tekućih prihoda sa grupom gradova koji su ostvarili najmanje stope rasta tekućih prihoda.

Tabela 29: Zaduzenost gradova i stope rasta tekućih prihoda

1	Beograd	6%	66%	82%	-11%
2	Čačak	8%	13%	4%	26%
3	Kragujevac	12%	45%	27%	16%
4	Kraljevo	0%	9%	6%	6%
5	Kruševac	1%	12%	4%	59%
6	Leskovac	6%	39%	20%	22%
7	Loznica	0%	0%	1%	56%
8	Niš*	6%	43%	16%	23%

godine. Posmatrano u evrima, u istom periodu je zabeležen pad tekućih prihoda od 11% zbog promene deviznog kursa (sa 105,5 dinara za evro na kraju 2010. godine na 120,96 dinara za evro na kraju 2014. godine).

Pored toga, i struktura tekućih prihoda Grada Beograda je pretrpela značajnu promenu. U 2010. godini, izvorni i ustupljeni prihodi su bili izjednačeni, i iznosili su po oko 30 milijardi dinara. Međutim, na kraju 2014. godine, ustupljeni prihodi su iznosili 37 milijardi dinara, dok izvorni samo 23 milijarde.

Porez na dohodak građana je porastao sa 22 milijarde dinara u 2010. godini na 32 milijarde dinara u 2014. godini, što je uslovalo rast ustupljenih prihoda. Sa druge strane, pad naplate naknade za korišćenje građevinskog zemljišta (sa 9,3 milijardi dinara na 1,2 milijarde dinara) i pad naknade za uređenje građevinskog zemljišta (sa 8,4 milijarde dinara na 3,7 milijardi dinara) nije bio kompenzovan rastom poreza na imovinu (sa 4,5 milijardi na 11,2 milijarde dinara), što je uslovalo pad izvornih prihoda za oko 7 milijardi dinara.

Pad prihoda Jagodine se objašnjava padom transfera koje je u neuobičajenom velikom iznosu dobijala Jagodina u izbornim godinama kada je za formiranje vladajuće koalicije bio dragocen pregovarački kapacitet gradonačelnika Jagodine.

9	Novi Pazar	7%	48%	22%	31%
10	Novi Sad	0%	40%	26%	15%
11	Pančevo	9%	21%	13%	15%
12	Požarevac	1%	15%	3%	44%
13	Šabac	16%	35%	24%	37%
14	Smederevo	8%	18%	33%	17%
15	Sombor	2%	9%	2%	31%
16	Sremska Mitrovica	1%	2%	0%	66%
17	Subotica	4%	30%	21%	12%
18	Užice	4%	22%	18%	18%
19	Valjevo	3%	32%	15%	46%
20	Vranje	7%	23%	17%	29%
21	Zaječar	6%	41%	28%	19%
22	Zrenjanin	2%	6%	25%	9%
23	Jagodina	10%	8%	22%	-23%

Izvor: Finansijski izveštaji gradova

Na osnovu navedene tabele, može se doći do vrlo interesantnih konstatacija.

Prvo, svi gradovi iz grupe gradova koji su ostvarili najveće stope rasta tekućih prihoda spadaju u grupu gradova koji imaju najniži iznos duga. Jedini izuzetak je Grad Šabac, koji je i pored značajne zaduženosti (i u 2012. godini i u 2014. godini) ostvario značajnu stopu rasta u periodu 2010-2014. godina.

Drugo, u grupi 11 gradova sa najnižim stopama rasta, njih 7 pripadaju grupi najzaduženijih gradova. Kraljevo ima izuzetno malu stopu rasta tekućih prihoda, a pripada grupi najmanje zaduženih gradova, Subotica i Užice takođe imaju mali rast tekućih prihoda, iako spadaju u grupu srednje zaduženih gradova, dok je Zrenjanin prešao iz grupe najmanje u grupu najviše zaduženih gradova, pri čemu je imao vrlo malu stopu rasta tekućih prihoda u posmatranom periodu (samo 9%).

Iz svega navedenog, mogu se izvući i neki važni zaključci.

Gradovi koji su finansirali razvoj svoje infrastrukture iz sopstvenih sredstava ostvarili su izuzetno visoke stope rasta tekućih prihoda. Obrazloženje za ovu činjenicu može da leži u tome što su ovi gradovi prepustili privatnom sektoru da se razvija i finansira neke

projekte koji se u drugim gradovima finansiraju iz budžeta, pa im je privatni sektor to vratio rastom plaćenih poreza na imovinu i poreza na dohodak građana.

Sa druge strane, gradovi koji su se najviše zadužili su uglavnom stagnirali, odnosno bili u grupi gradova koji se sporije razvijaju od proseka. Objašnjenje za ovu pojavu može biti da su njihovi gradonačelnici (iz bilo koje političke partije bili) preuzeli suviše investicionih aktivnosti u svoje ruke u odnosu na privatni sektor, ili da projekti koji su finansirani nisu bili usmereni na unapređenje privrednog ambijenta.

Na kraju, primer Kraljeva pokazuje da grad može da stagnira i pored činjenice da se nije značajno zadužio, a primer Šapca govori u prilog teze da se sa „pametnim“ zaduživanjem, uz participaciju građana u procesu donošenja investicionih odluka, može doprineti razvoju lokalne zajednice. Upravo zbog toga, u poglavljima koje slede, biće naročito interesantna analiza grada Šapca i njegovog zaduženja izdavanjem municipalnih obveznica putem javnog plasmana.

Zaključke ovog dela rada treba da imaju u vidu i lokalne samouprave kada planiraju da se zaduže, ali i potencijalni kreditori kada razmatraju da finansiraju projekte lokalnih samouprava.

8.3. Projekti koji se finansiraju

Ovaj deo rada ima za cilj da analizira koliko su gradovi u Srbiji izgradili kapacitet da pripremaju i realizuju kapitalne projekte. Uvidom u dokumente kao što su strategije održivog razvoja, akcioni planovi, planovi kapitalnih investicija i godišnje budžete gradova, dolazi se do zaključka da gradovi u Srbiji imaju izuzetno veliki broj kapitalnih projekata koji žele da realizuju.

Međutim, ključni problemi u realizaciji tih projekata su sledeći. Prvo, uglavnom nije izvršena prioritizacija za realizaciju tih projekata. Drugo, čak i kada rangiranje projekata postoji, najčešće je slučaj da za projekte koji su označeni kao prioritetni ne postoji projektna dokumentacija. Treće, često gradovi nisu sagledali svoj finansijski kapacitet, pa za realizaciju projekata ne postoje realni izvori finansiranja.

Bilo bi poželjno da svaki grad ima usvojen Plan kapitalnih investicija. Kroz ovaj dokument se vrši selekcija i rangiranje kapitalnih investicionih projekata koji će biti realizovani u srednjoročnom periodu. Ovaj dokument uzima u obzir ukupne prihode i rashode lokalne samouprave, kao i neto-finansijske efekte i raspoložive izvore finansiranja projekata lokalne samouprave.

Svuda u svetu postoji potreba da kapitalni projekti budu efektivniji i da se u njihovo planiranje više uključe građani i privredni subjekti.²⁸³

Plan kapitalnih investicija bi trebalo da omogući nastavak izabranog pravca razvoja lokalne zajednice, bez obzira na promenljivost lokalne vlasti. Nova lokalna vlast bi trebalo da je u obavezi da nastavi realizaciju projekata u skladu sa važećim Planom kapitalnih investicija. Ona je u mogućnosti da preispita prioritete u toku novog budžetskog procesa, s tim da započeti projekti moraju biti završeni.

Usvajanje Plana kapitalnih investicija je izuzetno važno prilikom odlučivanja lokalne vlasti da obezbedi dodatne izvore finansiranja projekata iz inostranih donacija, zaduživanjem na finansijskom tržištu i privlačenjem privatnog kapitala. Ovaj dokument se prilaže uz aplikacije za donatorska sredstva EU i kredite međunarodnih finansijskih institucija, kao i uz prospekt za emisiju obveznica.

Prilikom odlučivanja o finansiranju lokalnih kapitalnih projekata inostrani donatori, finansijske institucije i privatni investitori će uvek prioritet dati onim jedinicama lokalne samouprave koje imaju definisane strateške ciljeve razvoja i razvijen sistem donošenja Plana kapitalnih investicija u okviru svog budžetskog procesa. Na osnovu Plana kapitalnih investicija, oni mogu da analiziraju atraktivnost i rizike investiranja u

²⁸³ Roger Shotton; Mike Winter (2007), *Delivering the Goods: Building Local Government Capacity to Achieve the Millennium Development Goals*, United Nations Capital Development Fund, str. 63.

planirane projekte, kao i društveno-ekonomske efekte razvoja jedinice lokalne samouprave.

Za potrebe izrade ovog rada, sredinom 2012. godine kontaktirani su predstavnici Kancelarija za lokalni ekonomski razvoj gradova u Srbiji sa molbom da naznače koji projekti imaju najveću šansu da budu realizovani u narednom periodu. Zbog velikog broja planiranih projekata, odlučeno je da u fokusu budu projekti veće vrednosti, jer za njih je potrebno obezbediti i dodatno finansiranja, a što je od posebnog interesa za potrebe ovog rada.

Upravo zbog toga, na bazi dostavljenih informacija od predstavnika lokalnih samouprava (gradova), kao i na bazi njihovih budžetskih planova, analizirani su planirani projekti koji imaju pojedinačnu vrednost preko 5 miliona evra, pa samim tim imaju i dobar potencijal da budu finansirani izdavanjem municipalnih obveznica. Takođe, zbog pretpostavke da će veći gradovi biti više zainteresovani za finansiranje kapitalnih projekata izdavanjem municipalnih obveznica, analizirani su samo gradovi koji su ostvarili nivo budžetskog prihoda i priliva veći od 20 miliona evra u 2011. godini. Detaljan prikaz dostavljenih projekata se nalazi kao Prilog 1 ovog rada, a iz dostavljenih podataka može se izvući nekoliko važnih zaključaka.

Najvažniji zaključak koji se nameće je činjenica da gradovi u Srbiji imaju znatno ambicioznije planove za realizaciju kapitalnih projekata od njihovih finansijskih mogućnosti. Pored toga, u najvećem broju slučajeva ne postoji usvojen i ažuran Plan kapitalnih investicija i jasna prioritizacija projekata, tako da je gradskim čelnicima ostavljeno diskreciono pravo da biraju koje projekte žele da finansiraju.

Nije bilo iznenađenje uvideti da ne postoji nikakva analiza kako navedeni projekti utiču na lokalni ekonomski razvoj, iako se radi o značajnim sredstvima koja će u potpunosti iscrpeti dalji kapacitet gradova za nova zaduženja.

Što se vrste projekata tiče, najveći broj kandidovanih projekata je iz oblasti vodosnabdevanja i prečišćavanja otpadnih voda. Na drugom mestu se nalaze projekti koji su vezani za uređenje gradskih saobraćajnica, izgradnju gradskih garaža i uređenje reka. Na trećem mestu se nalaze sportsko-rekreativni objekti, od kojih je izgradnja gradskih bazena označena kao jedan od najčešćih projekata iz ove oblasti.

Na kraju, nije dobro to što su projekti izgradnje industrijske zone, postrojenja za proizvodnju električne energije na bio masu i deponije na samom kraju liste pobrojanih projekata. Ovi projekti mogu iz svojih prihoda servisirati obaveze po osnovu zaduživanja lokalne samouprave, mogu biti predmet privatno-javnih partnerstava, a svakako najviše utiču na dinamičan lokalni ekonomski razvoj.

9. POTENCIJALNI INVESTITORI – TRAJNJA ZA MUNICIPALNIM OBVEZNICAMA

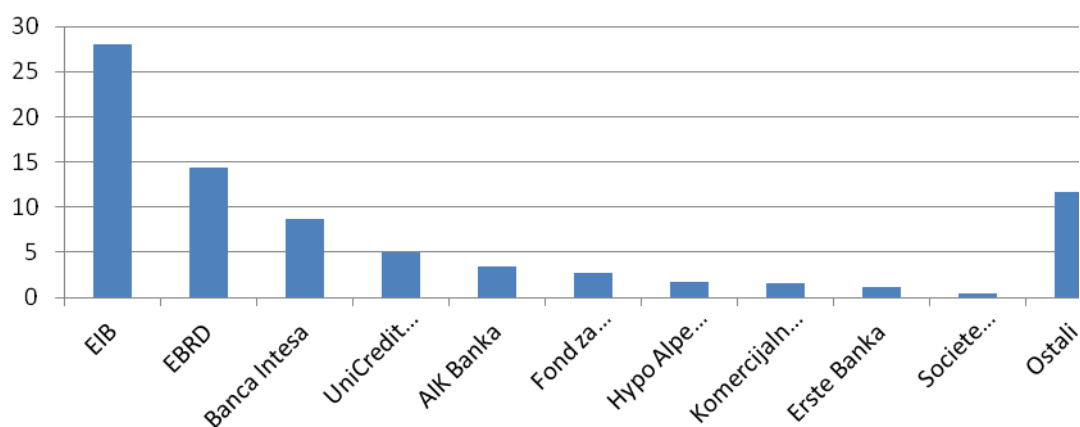
U nastavku rada biće prikazana struktura potencijalnih investitora u municipalne obveznice, kao i njihov investicioni kapacitet, u skladu sa trenutnim tržišnim okolnostima i regulativom koja reguliše strukturu ulaganja pojedinačnih finansijskih institucija.

Analizirani su samo domaći investitori, imajući u vidu da je za investiranje internacionalnih investitora realno samo u slučaju Grada Beograda, gde obim emisije može biti veći od 100 miliona evra. Iako ova cifra od 100 miliona evra nigde nije izričito navedena u smernicama za investiranje internacionalnih investitora, predstavnici Grada Varšave koji su pravili međunarodnu emisiju municipalnih obveznica preneli su utiske investitora da samo emisije iznad 100 miliona evra mogu biti interesantne za njih. Upravo zbog toga, nije realno očekivati da se strani investitori značajnije uključe u ovaj segment tržišta u kratkom roku.

Jedini izuzetak mogu biti međunarodne finansijske institucije (International Financial Institutions - IFIs) čije učešće može biti sporadično, i motivisano nekim razvojnim uslovima.²⁸⁴

Lokalne samouprave ne treba da zanemare ove investitore, oni su značajni izvor finansiranja za specifične projekti i rešavanje važnih pitanja lokalnih samouprava. Kada se pogleda struktura kreditora lokalnih samouprava, ove institucija predstavljaju dominantnog kreditora lokalnih samouprava u ovom trenutku.

Grafikon 23: Pregled duga LS po kreditorima na dan 30.04.2015. (u mlrd din)



Izvor: Analiza javnog duga i duga opšte države²⁸⁵

²⁸⁴ Finansiranje rešavanja pitanja otpadnih voda, vodosnabdevanja, obnovljivih izvora energije.

Međutim, ključna ideja u ovom radu jeste podizanje kapaciteta lokalnih samouprava da po tržišnim uslovima nalaze načine da finansiraju svoje kapitalne projekte. Municipalne obveznice su važan međukorak između zaduživanja putem bankarskog kredita i finansiranja kapitalnih projekata putem privatno-javnog partnerstva.

S tim u vezi, u nastavku ovog poglavlja biće analizirani domaći investitori, a naročito bankarski sektor, sektor osiguravajućih društava, investicioni i penzioni fondovi.

Cilj ovog poglavlja, kao i poglavlja koje sledi, jeste da se analizira hipoteza koja govori o tome da Srbija ima prilično dobre uslove za uspešne emisije municipalnih obveznica.

9.1. Bankarski sektor

Banke su finansijske institucije koje prikupljaju depozite od stanovništva i privrednih subjekata, i ta sredstva plasiraju u obliku kredita. U velikom broju zemalja, bankarski sektor čini dominantan deo finansijskog sektora, a tek u poslednjih nekoliko decenija, naročito u Americi, ostali učesnici na finansijskom tržištu (osiguranja, penzioni i investicioni fondovi...) zauzimaju značajnije mesto.

Najčešće korišćen pokazatelj za razvijenost bankarskog sistema neke zemlje jeste odnos ukupne aktive banaka i ukupan bruto domaći proizvod. Kretanje ovog pokazatelja za Srbiju i zemlje u okruženju je prikazan u tabeli koja sledi.

Tabela 30: Odnos ukupne aktive banaka i bruto domaćeg proizvoda

Bosna i Hercegovina	64.2%	65.1%	67.6%	67.7%
Bugarska	69.6%	68.5%	68.8%	71.1%
Hrvatska	90.7%	96.1%	96.2%	94.1%
Grčka	146.2%	153.8%	135.2%	134.3%
Mađarska	81.1%	76.1%	67.5%	64.7%
Italija	150.6%	151.5%	161.5%	161.8%
Makedonija	47.5%	45.7%	49.0%	52.4%
Crna Gora	67.9%	61.8%	61.1%	61.0%
Rumunija	53.8%	54.1%	54.3%	52.0%
Srbija	56.2%	53.3%	57.3%	49.5%
Slovenija	95.2%	91.6%	92.0%	82.8%
Švajcarska	173.5%	175.6%	182.8%	173.4%

Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>

²⁸⁵ Ministarstvo Finansija Republike Srbije, Uprava za javni dug, Mesečni izveštaj za april 2015. godine, str 25.

Kao što se iz prethodne tabele može uočiti, Švajcarska je dobar primer tržišne privrede u kojoj je bankarski sektor toliko razvijen da je ukupna aktiva banaka čak 73% veća od iznosa bruto domaćeg proizvoda. Kako se banke značajno finansiraju na bazi depozita i štednje građana, nije čudno da razvijene zemlje koje imaju bogate građane imaju ovakve pokazatelje.

Sa druge strane, Srbija ima učešće ukupne aktive banaka u bruto društvenom proizvodu na kraju 2013. godine nešto manje od 50%, a što je manje u odnosu na sve zemlje u okruženju. Prilično deluje poražavajuće činjenica da je aktiva banaka znatno manja od društvenog bruto proizvoda Srbije, a koji je takođe prilično mali.

Šta više, zbog posledica ekonomske krize i nerešavanja problema sa nenaplativim potraživanjima, ovaj pokazatelj za Srbiju opada iz godine u godinu, dok u većini drugih zemalja raste. Ne treba zanemariti ni činjenicu da građani Srbije još uvek značajan deo svoje štednje drže u „slamarcima“ i sefovima banaka, tako da sa rastom poverenja u bankarski sektor, iznos aktive banaka se svakako može značajno povećati.

I pored navedenog, domaće banke poseduju značajan investicioni potencijal kada je u pitanju kupovina municipalnih obveznica. U prilog tome govori i činjenica da su banke bile dominantni kupci municipalnih obveznica u prvom talasu izdavanja putem privatnog plasmana,²⁸⁶ kao i činjenica da su bili značajni kupci municipalnih obveznica koje su izdate putem javnog plasmana.

U skladu sa članom 33. stav 3. Zakona o bankama, banke imaju određena ograničenja u finansiranju svakog pojedinačnog klijenata, pa tako i u finansiranju lokalne samouprave. To ograničenje za pojedinačnu lokalnu samoupravu iznosi 25% vrednosti kapitala banke što ostavlja više nego dovoljna sredstva za investiranje u municipalne obveznice.

Tabela 31: Pregled vrednosti kapitala i investicionog potencijala bankarskog sistema u Srbiji, na dan 31.12.2014. godine (u milijardama dinara)

1	Banca Intesa a.d. Beograd	472,96	105,21	26,30
2	Komercijalna banka a.d. Beograd	406,26	69,55	17,39
3	Raiffeisen banka a.d. Beograd	224,13	55,85	13,96
4	AIK banka a.d. Niš	173,30	53,15	13,29
5	Unicredit Bank Srbija a.d. Beograd	265,27	55,26	13,81
6	Eurobank a.d. Beograd	146,18	44,11	11,03

²⁸⁶ UniCredit Banka je kupila obveznice Novog Sada, Banca Intesa obveznice Grada Pančeva, a Komercijalna Banka obveznice Opštine Stara Pazova.

7	Société Générale banka Srbija a.d. Beograd	222,31	33,92	8,48
8	Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd	118,69	27,59	6,90
9	Sberbank Srbija a.d. Beograd	108,43	23,24	5,81
10	Vojvođanska banka a.d. Novi Sad	123,20	19,73	4,93
11	Erste Bank a.d. Novi Sad	97,75	14,66	3,66
12	Banka Poštanska štedionica	113,29	17,45	4,36
13	Alpha Bank Srbija a.d. Beograd	89,24	11,64	2,91
14	ProCredit Bank a.d. Beograd	73,53	12,18	3,04
15	Crédit Agricole banka Srbija a.d. Novi Sad	65,69	8,42	2,10
	Preostalih 14 banaka	268,67	61,85	15,46
	Ukupno	2.968,90	613,80	153,45

Izvor: www.nbs.rs

U prethodnoj tabeli prikazana je lista banaka koje posluju na domaćem tržištu i koje na osnovu bilansnih pokazatelja raspolazu sa prikazanim investicionim potencijalom.

Na kraju 2014. godine u bankarskom sektoru Srbije poslovalo je ukupno 29 banaka (za četiri manje u odnosu na početak prethodne godine zbog oduzimanja dozvole za rad Razvojnoj banci Vojvodine A.D. Novi Sad, Privrednoj banci Beograd, Agrobanci Beograd i Univerzal Banci Beograd). Ukupna aktiva banaka iznosila je 2.969 milijardi dinara (oko 25 milijardi evra) a ukupan kapital 613 milijardi dinara (oko 5 milijardi evra).

Banke imaju interna ograničenja za ukupno kreditiranje Republike Srbije i lokalnih samouprava. U zavisnosti od banke, ova ograničenja se obično kreću između 20% i 30% aktive banke, što znači da na državne i municipalne obveznice (i kredite) banke mogu izdvojiti između 5 i 8 milijardi evra.

Za dalju analizu u ovom radu, uzeće se pretpostavka da će banke uvek imati veću sklonost prema hartijama od vrednosti koje izdaje Republika Srbija, a da za municipalne obveznice može biti izdvojeno tek do 20% od ukupnog limita za državne i municipalne obveznice (pretpostavka da u municipalne obveznice banke mogu investirati 1,3 milijarde evra). Čak i uz takve restriktivne pretpostavke, raspoloživa sredstva banaka značajno prevazilaze mogućnost svih lokalnih samouprava za novim zaduživanjem (oko 500 miliona evra).

Imajući u vidu pomenuto, banke predstavljaju najvećeg investitora sposobnog da investira u municipalne obveznice.

Proces nabavke kredita se do sredine 2015. godine sprovodio u skladu sa Zakonom o javnim nabavkama.²⁸⁷ Sa druge strane, postupak izbora banke koja pruža usluge pokrovitelja emisije lokalnim samoupravama je od početka izuzet od ovog postupka. Međutim, sve lokalne samouprave su sprovele ovaj postupak tako što su uputili poziv za dostavljanje ponuda svim učesnicima na tržištu koji imaju licencu²⁸⁸ za pružanje usluga pokrovitelja emisije.

Više o svim elementima procesa odlučivanja lokalnih samouprava u postupku izbora pokrovitelja emisije biće reči u delu rada koji se bavi analizom studije slučaja.

Za razvoj tržišta municipalnih obveznica je važno istaći da je Banka Intesa lider u finansiranju lokalnih samouprava putem bankarskih kredita, ali da se uključila i u tržište municipalnih obveznica. Banca Intesa je podnosila ponudu za pružanje usluge pokrovitelja emisije municipalnih obveznica u svim pozivima za dostavljanje ponuda koji su se odvijali u Srbiji u poslednjih par godina. Ona je bila pokrovitelj prve emisije municipalnih obveznica putem javnog plasmana za grad Šabac u decembru 2014. godine, a u konzorcijumu sa Komercijalnom Bankom, bila je pokrovitelj emisije municipalnih obveznica grada Pančeva, koje su putem privatnog plasmana izdate u prvom kvartalu 2012. godine.

Sa druge strane, regionalni lider na tržištu municipalnih obveznica, UniCredit Banka, je takođe učestvovala u gotovo svim postupcima za dostavljanje ponuda za pružanje usluga pokrovitelja emisije, a samostalno je dobila posao da bude pokrovitelj emisije za municipalne obveznice grada Novog Sada (prve municipalne obveznice izdate u Srbiji putem privatnog plasmana) i obveznice opštine Stara Pazova (javni plasman).

Komercijalna Banka je pružila usluge pokrovitelja emisije opštini Stara Pazova u prvom kvartalu 2014. godine (privatni plasman), a sa druge strane je najveći pojedinačni kupac municipalnih obveznica u javnim plasmanima grada Šapca i opštine Stara Pazova.

Važno je napomenuti da se Raiffeisen Banka povukla sa ovog tržišnog segmenta, dok je AIK Banka postala znatno aktivnija na ovom tržištu.

Societe Generale Banka pomno prati događanja na tržištu i do sada je davala ponude u dva postupka za odabir pokrovitelja emisije.

²⁸⁷ Kada je ovaj zakon promenjen i postupak kreditiranja izuzet od javnih nabavki.

²⁸⁸ Licencu za pokrovitelja emisije izdaje Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije.

9.2. Nebankarske finansijske institucije

Pored banaka, i nebankarske finansijske institucije su važne za razvoj tržišta municipalnih obveznica u Srbiji. Šta više, konkurencija od strane nebankarskih finansijskih institucija može uticati na smanjenje troškova finansiranja investicionih projekata lokalne samouprave.

Nakon prvih javnih plasmana municipalnih obveznica sa stopom prinosa od 6% (i u slučaju Grada Šapca i Opštine Stara Pazova), ovo tržište može da bude predmet interesovanja osiguravajućih društava i penzionih fondova. Ovi investitori prikupljena sredstva uglavnom plasiraju u državne hartije od vrednosti i depozite kod banaka. Kako su prinosi kod ulaganja u državne hartije od vrednosti i u bankarske depozite značajno smanjeni u poslednjih par godina, prinos koji ovi investitori mogu ostvariti ulaganjem u municipalne obveznice je vredan pažnje.

Sa druge strane, ovim institucijama je izuzetno važno da u procesu upravljanja rizikom mogu da naprave ulaganja u više različitih tipova hartija od vrednosti i više različitih izdavaoca (diversifikacija portfolija). Imajući u vidu da osiguravajuća društva i penzioni fondovi ulažu u hartije od vrednosti sa manjim rizikom, investiranje u municipalne obveznice je logičan sledeći korak. Tek nakon toga, ovi investitori mogu razmatrati investiranje u hartije od vrednosti koje izdaju preduzeća.

Osiguravajuća društva

Osiguravajuće kompanije posluju sa ciljem da svojim klijentima (osiguranicima) pruže zaštitu od iznenadnih gubitaka (materijalnih i nematerijalnih). Ovi gubici mogu nastati usled aktivnosti samih osiguranika (npr. obavezno osiguranje od auto-odgovornosti) ili usled uticaja prirodnih i drugih faktora (osiguranje imovine od poplave, požara...). Osiguranici plaćaju osiguravajućim društvima naknadu za pokriće ovih iznenadnih gubitaka, a ta naknada se naziva premija osiguranja.

U zavisnosti šta je predmet osiguranja, postoje dve grupe osiguranja – životno i neživotno osiguranje.

Za životna osiguranja je specifično da u slučaju smrti osiguranog lica, ugovoreni iznos (koji se naziva osigurana suma) dobija porodica (ili neko drugo lice naznačeno u ugovoru - polisi osiguranja), a u slučaju doživljenja određenog broja godina, osiguranu sumu dobija sam osiguranik.

U neživotna osiguranja spadaju razne vrste osiguranja imovine (od različitih rizika, odnosno osiguranih slučajeva, npr. poplava, požar...), osiguranje od auto-odgovornosti,

zdravstveno osiguranje, osiguranje od profesionalne odgovornosti (za različite profesije, npr. lekare, advokate...), kao i druge vrste osiguranja.

Osiguravajuća društva konstanto naplaćuju premiju osiguranja sa ciljem da očuvaju i uvećaju vrednost prikupljenih sredstava. Najveći deo prikupljenih sredstava osiguravajuća društva su dužna da klasifikuju kao tehničke rezerve - sredstva iz kojih društvo za osiguranje izmiruje svoje buduće obaveze iz ugovorenih osiguranja.

Upravo zbog činjenice da osiguravajuća društva prikupljaju i čuvaju sredstva svojih osiguranika na relativno dug vremenski rok (naročito kod životnog osiguranja), ona imaju potrebu za ulaganjem u dugoročne finansijske instrumente, pa tako i u municipalne obveznice.

U 2015. godini u Srbiji posluje 25 društava za osiguranje. Posmatrano prema vlasničkoj strukturi kapitala, njih 19 je u većinskom stranom vlasništvu, a šest u domaćem vlasništvu.²⁸⁹ Sektor osiguranja u Srbiji je i dalje nerazvijen.

Razvijenost sektora osiguranja se najčešće meri sa dva pokazatelja – odnos plaćene premije osiguranja u toku godine u poređenju sa društvenim bruto proizvodom, kao i iznosu plaćene premije osiguranja po jednom stanovniku.

Učešće premije osiguranja u bruto domaćem proizvodu za Srbiju za 2013. godinu iznosi 1,7% čime je Srbija zauzela 66. mesto u svetu (ovaj pokazatelj u Evropskoj Uniji iznosi oko 7,5%, dok u zemljama Centralne i Istočne Evrope iznosi oko 2%).

Prema premiji po stanovniku, Srbija zauzima 68. mesto u svetu sa naplaćenih 78 evra po stanovniku (Švajcarska ima 7.800 dolara plaćene godišnje premije osiguranja po stanovniku, dok Slovenija ima 1.275 dolara, a Hrvatska 372 dolara).

Ukupna premija osiguranja plaćena u toku 2014. godine iznosi oko 70 milijardi dinara, što predstavlja rast od 8,4% u odnosu na 2013. godinu gde je ukupna premija iznosila je 64 milijarde dinara. Učešće premije neživotnih osiguranja iznosi 77%, dok premije životnih osiguranja (koje su naročito zanimljive zbog dugog roka na koji treba da budu uložene) učestvuju sa 23%.

U tabeli koja sledi je istaknut investicioni potencijal osiguravajućih društva za ulaganje u municipalne obveznice.

²⁸⁹ Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2014. godinu, Narodna banka Srbije, www.nbs.rs.

Tabela 32: Pregled investicionog potencijala osiguravajućih kuća u Srbiji na dan 31.12.2014. godine (u milionima dinara)

1	Generali	27.246	34.384
2	Wiener	18.137	20.717
3	Dunav	16.994	28.778
4	Grawe	13.691	17.149
5	DDOR Novi Sad	9.949	14.714
6	Uniq	9.146	13.188
7	Triglav	3.173	4.533
8	AMS	2.402	3.412
9	Sava	1.964	3.199
10	Milenijum	2.174	3.014
	Ostala osiguravajuća društva	3.838	24.812
	Ukupno	108.713	167.900

Izvor: www.nbs.rs

Imajući u vidu podatke navedene u prethodnoj tabeli, sa nešto ispod 1,4 milijarde evra ukupne imovine kojom raspolažu, osiguravajuća društva čine drugu grupu najvećih potencijalnih investitora u municipalne obveznice.

U ukupnoj sumi sredstava sa kojim finansijske institucije raspolažu (bilansna suma) na kraju 2014. godine, banke učestvuju sa 92% dok osiguravajuće kompanije učestvuju sa 5,2%.

Članom 115. Zakona o osiguranju i članom 3. stav 1. tačka 2. *Odluke o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje* propisano je da osiguravajuća društva mogu da investiraju maksimalno 10% od tehničkih rezervi životnih i 10% od tehničkih rezervi neživotnih osiguranja u obveznice lokalnih samouprava ukoliko je u odluci o izdavanju tih obveznica jasno naznačena namera uključivanja ovih obveznica na organizovano tržište (da su izdate putem javnog plasmana). To znači da je investicioni potencijal osiguravajućih društava za ulaganje u municipalne obveznice oko 90 miliona evra.

Međutim, ukoliko se uzme u obzir činjenica da osiguravajuća društva (naročito ona iz segmenta životnog osiguranja) imaju potrebu da plasiraju prikupljeni novac na što duži vremenski period (jer se premija životnog osiguranja plaća tokom života osiguranika, a osigurana suma se isplaćuje po isteku tog perioda), može se reći da je sektor osiguranja ubedljivo najznačajniji domaći izvor dugoročnih sredstava za investiranje u municipalne

obveznice. Na žalost, osiguravajuća društva do sada nisu uzela učešće ni u jednoj emisiji municipalnih obveznica u Srbiji.

U strukturi pasive (vrednost kapitala i svih obaveza osiguravajućih društava), tehničke rezerve učestvuju sa 69,7%, a kapital i rezerve sa 21%.

Posmatrano kumulativno za sva društva koja se bave poslovima osiguranja u Srbiji, tehničke rezerve neživotnih osiguranja najvećim delom bile su investirane u državne hartije od vrednosti (48,2%), depozite kod banaka i gotovinu (29,3%), investicione nekretnine (9,3%) i potraživanja za nedospеле premije osiguranja (5,8%).

U strukturi investicija tehničkih rezervi životnih osiguranja, dominantnu poziciju svakako ima ulaganje u državne hartije od vrednosti (91,5%), a postoje i depoziti kod banaka i gotovina (5,9%).

U segmentu životnog osiguranja, tri osiguravajuća društva čine preko 90% tržišta – Wiener Stadtische, Delta Generali i Grawe i raspolažu sa preko 300 miliona evra tehničkih rezervi koje mogu biti investirane na duži period, što je od naročitog značaja za lokalne samouprave.

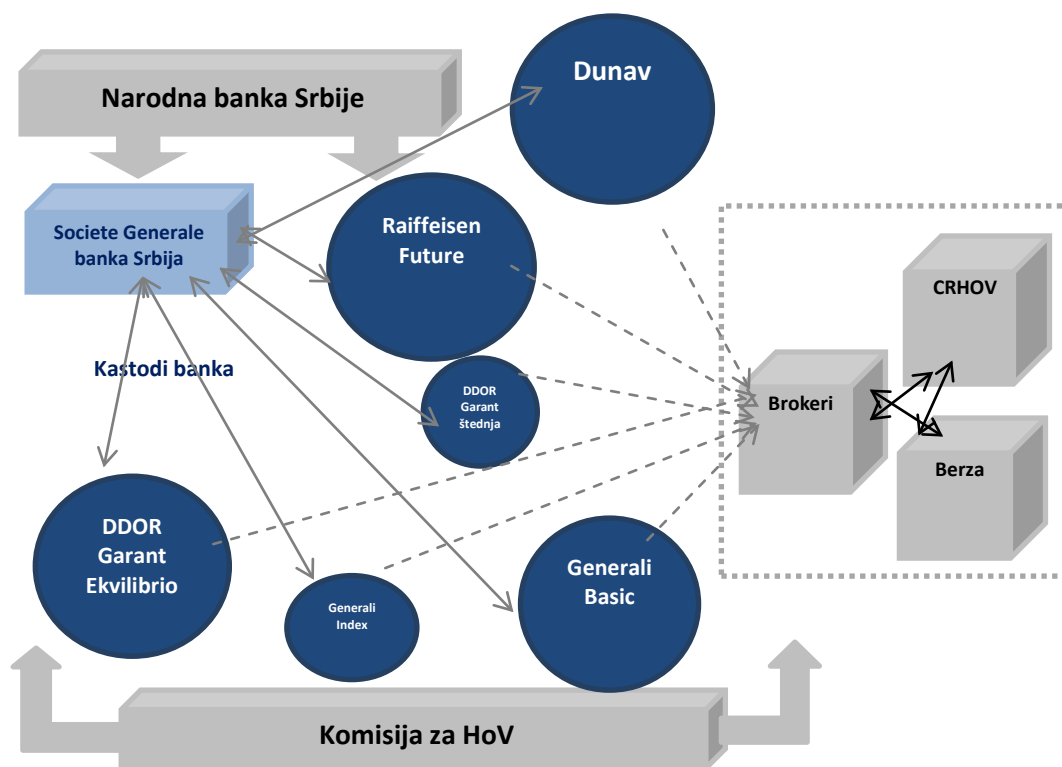
Grawe osiguranje je naročito aktivno na tržištu i u trenutku pisanja ovog rada, u pregovorima su sa nekoliko lokalnih samouprava da budu kupci njihovih municipalnih obveznica.

Privatni penzioni fondovi

Penzioni fondovi su finansijske institucije koje prikupljaju novčana sredstva od svojih članova, a koja će im biti isplaćivana kada dožive određeni broj godina, odnosno kada odu u penziju.

Dobrovoljni penzioni fondovi postoje 9 godina u Srbiji. Trenutno u Srbiji posluju četiri društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima (Dunav, Generali, Raiffeisen i DDOR Garant) koja upravljaju sa šest penzionih fondova. Pomenuti fondovi imaju 188 hiljada svojih članova.

Grafikon 24: Pregled učesnika na tržištu penzionih fondova



Izvor: Izveštaj za četvrto tromesečje 2014. godine za Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, NBS

Kao što se na prethodnom grafikonu vidi, penzione fondove nadgledaju dva supervizora, Narodna banka Srbije (u smislu usklađenosti strukture njihovih ulaganja) i Komisija za hartije od vrednosti (kada trguju na finansijskom tržištu).

Tabela 33: Pregled investicionog potencijala privatnih penzionih fondova u Srbiji, na dan 31.12.2014. godine (u 000 dinara)

1	DELTA GENERALI - BASIC	6.156.126
2	DELTA GENERALI - INDEX	329.572
3	RAIFFEISEN FUTURE	2.754.011
4	DDOR - GARANT Ekvilibrio	3.997.236
5	DDOR - GARANT Štednja	557.137
6	DUNAV	9.819.136
	Ukupno	23.613.218

Izvor: www.nbs.rs

Kao što prethodna tabela pokazuje, ukupna neto imovina penzionih fondova na kraju 2014. godine je iznosila nešto ispod 200 miliona evra, a ukupan rast u 2014. godini je bio nešto ispod 20%.²⁹⁰

U strukturi imovine dobrovoljnih penzionih fondova dominantnu poziciju u ukupnoj imovini imaju državne dužničke hartije od vrednosti sa čak 86,8%. Depoziti čine 8,8%, a ulaganja u akcije 3,9%. U stranim valutama se nalazi 15,5% ukupne imovine, a u dinarima se nalazi 84,5% ukupno imovine.

Kao što je iz strukture uložene imovine penzionih fondova evidentno, oni nemaju nikakva ograničenja u pogledu ulaganja u hartije od vrednosti koje izdaje Republika Srbija.

Međutim, da bi penzioni fond mogao da ulaže u municipalne obveznice, moraju se ispuniti određeni uslovi propisani članom 31. i 32. Zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima. Pre svega, procenat ulaganja u dužničke hartije od vrednosti jednog izdavaoca ne može da prelazi 10% imovine fonda. Pored toga, trenutna regulativa Narodne Banke Srbije²⁹¹ ograničava ukupna ulaganja u municipalne obveznice na 50% imovine fonda, ali takođe i zabranjuje penzionim fondovima investiranje u municipalne obveznice čije je obim emisije manji od 500 miliona dinara. Ukoliko municipalne obveznice nemaju kreditni rejting na nivou Republike Srbije, onda se u takve obveznice

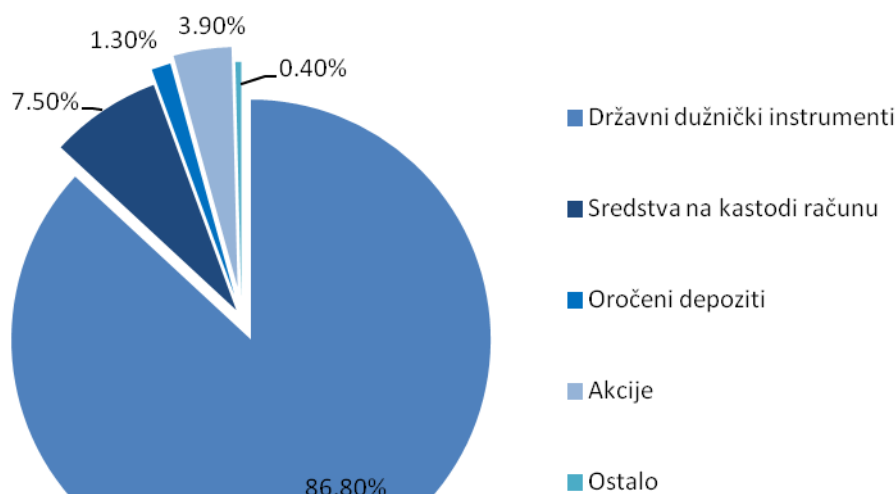
²⁹⁰ Izveštaj za četvrto tromesečje 2014. godine za Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, NBS.

²⁹¹ Odluka o bližim uslovima i maksimalnim visinama ulaganja imovine dobrovoljnog penzijskog fonda.

može uložiti do 5% imovine fonda. To znači da je investicioni potencijal penzionih fondova za ulaganje u municipalne obveznice oko 10 miliona evra.

Imajući u vidu sva pomenuta ograničenja, može se zaključiti da je Narodna Banka Srbije formalno dala mogućnost penzionim fondovima da ulažu u municipalne obveznice, ali se potrudila da suštinski sva sredstva ovih investitora usmeri ka državnim obveznicama, tako da se može očekivati da će se penzioni fondovi nešto kasnije uključiti u ovaj segment tržišta.

Grafikon 25: Struktura imovine penzionih fondova



Izvor: Izveštaj za četvrto tromesečje 2014. godine za Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, NBS

Kao i osiguranja i penzioni fondovi su veoma kvalitetan izvor sredstava za lokalne samouprave, kako u smislu stabilnosti njihovih sredstava, tako i u smislu planiranja dugih rokova dospeća. Najveći deo imovine penzionih fondova (preko 41%) je uložen u hartije od vrednosti sa rokom dospeća između 5 i 10 godina.

Afirmacija tržišta municipalnih obveznica može učiniti da municipalne obveznice zauzmu značajno mesto u strukturi ulaganja penzionih fondova.

Investicioni fondovi

Kao što je u radu već pomenuto, investicioni fond predstavlja zajedničko ulaganje više investitora da bi se iskoristila mogućnost angažovanja stručnjaka sa specifičnim znanjima koji mogu da ponude bolje prinose i adekvatnije upravljanje rizikom, manje transakcione troškove i manji rizik ulaganja.

U Srbiji, rad investicionih fondova je regulisan Zakonom o investicionim fondovima. Trenutno u Srbiji posluju 4 društva za upravljanje investicionim fondovima („nezavisna“ društva za upravljanje investicionim fondovima su FIMA Invest i Ilirika Invest, dok u okviru bankarskih grupacija posluju Raiffeisen Invest i Kombank Invest) koji upravljaju sa 13 investicionih fondova (12 otvorenih i 1 zatvoreni fond).

Zbog zakasnelog zakonskog okvira koji je usvojen tek 2006. godine, razvoj ovih finansijskih institucija je počeo u 2007. godini – neposredno pred početak svetske ekonomske krize. Posle dinamičnog rasta ovih finansijskih institucija u 2007. godini, usledio je dramatičan pad u kasnijim godinama.

Tek krajem 2014. godine imovina pod upravom ovih fondova je dostigla nivo iz 2007. godine kada je pod upravom investicionih fondova bilo 80 miliona evra. Međutim, struktura ovih fondova je dramatično promenjena.

U 2007-oj godini sva imovina pod upravom je bila investirana u fondove koji ulažu u rizičniju imovinu - akcije (fondovi rasta vrednosti imovine) i fondove koji ulažu u akcije i obveznice (balansirani fondovi), dok nisko rizični fondovi (fondovi očuvanja vrednosti imovine koji ulažu isključivo u obveznice i bankarske depozite – novčani fondovi) nisu ni postojali.

Sedam godina kasnije, 90% od ukupnih plasmana u investicione fondove je uloženo u novčane fondove, što pokazuje da su investitori okrenuti pre svega ka nisko rizičnim ulaganjima.

Tabela 34: Pregled investicionog potencijala otvorenih investicionih fondova u Srbiji, na dan 22.06.2015. godine

Naziv	Vrsta fonda	Datum osnivanja	Neto imovina fonda (miliona dinara)
1. Fima Invest	Društvo za upravljanje investicionim fondovima	21.03.2007.	144,7
1.1. Fima Proactive	otvoreni fond rasta vrednosti imovine	05.04.2007.	144,7
2. Ilirika	Društvo za upravljanje investicionim fondovima	20.09.2007.	680,4
2.1. Ilirika Dynamic	otvoreni fond rasta vrednosti imovine	8.11.2007	24,8
2.2. Triumph	otvoreni fond rasta vrednosti imovine	27.12.2007.	17,0
2.3. Ilirika Cash Euro	otvoreni fond očuvanja vrednosti imovine	24.3.2011	28,9
2.4. Ilirika Cash Dinar	otvoreni fond očuvanja vrednosti imovine	12.11.2009	472,6
2.5. Ilirika Balanced	otvoreni, balansirani fond	23.3.2009	137,1
3. Kombank Invest	Društvo za upravljanje investicionim fondovima	31.1.2008	565,7
3.1. Kombank IN Fond	otvoreni fond rasta vrednosti imovine	18.04.2008.	69,2
3.2. Kombank Novčani Fond	otvoreni fond očuvanja vrednosti imovine	31.5.2013	479,7
3.3. Kombank Devizni Fond	otvoreni fond očuvanja vrednosti imovine	14.11.2014.	16,8
4. Raiffeisen Invest	Društvo za upravljanje investicionim fondovima	31.5.2007	10.453,4
4.1. Raiffeisen Cash	otvoreni fond očuvanja vrednosti imovine	10.12.2009.	5.374,6
4.2. Raiffeisen Euro Cash	otvoreni fond očuvanja vrednosti imovine	25.10.2012	3.944,9
4.3. Raiffeisen World	otvoreni fond rasta vrednosti imovine	14.05.2010.	1.133,9
			11.844

Izvor: www.mojnovac.rs

Iz prethodne tabele je evidentno da društva za upravljanje investicionim fondovima koja posluju u okviru bankarskih grupacija (Raiffeisen banke i Komercijalne banke) zauzimaju dominantno tržišno učešće. Takođe, dominantno učešće imaju i vrste fondova koje mogu značajna sredstva ulagati u municipalne obveznice (fond očuvanja vrednosti imovine i balansirani fond).

Pravilnikom o investicionim fondovima koji donosi Komisija za hartije od vrednosti regulisana je materija ograničenja ulaganja investicionih fondova.

U skladu sa tim Pravilnikom, procenjen je ukupan maksimalni investicioni potencijal otvorenih investicionih fondova koji može biti namenjen za ulaganje u municipalne obveznice izdate na teritoriji Republike Srbije.

Tabela 35: Maksimalni investicioni potencijal otvorenih investicionih fondova u Srbiji na dan 22.06.2015. godine

Otvoreni investicioni fondovi					
Očuvanja vrednosti imovine	10.318	25,00%	2.579	10,00%	1.032
Rasta vrednosti imovine	1.390	25,00%	347	10,00%	139
Balansirani	137	35,00%	48	10,00%	14
TOTAL	11.844		2.975		1.184

Izvor: www.mojnovac.rs

U skladu sa važećim pravilnikom vidljivo je da je trenutni investicioni potencijal otvorenih investicionih fondova u RS prema municipalnim obveznicama izdatim na teritoriji Republike Srbije negde oko 25 miliona evra, dok je maksimalna izloženost prema jednom izdavaocu municipalnih obveznica (kada bi svaki fond uložio maksimalno moguća sredstva) oko 10 miliona evra.

U skladu sa zakonom, otvoreni investicioni fondovi imaju rok od 5 dana da isplate svoje članove od trenutka kada oni podnesu zahtev za izlazak iz fonda. U Srbiji je tržište organizovano na način da je novac obično na raspolaganju prodavcu hartija od vrednosti 3 dana od datuma trgovanja. To znači da su samo likvidne²⁹² hartije od vrednosti interesantne za investicione fondove.

²⁹² Likvidne hartije od vrednosti su one hartije koje se mogu vrlo brzo prodati na tržištu (svakog dana) bez značajnog umanjenja njene tržišne cene.

S tim u vezi, ovi investitori se mogu uključiti u kupovinu municipalnih obveznica tek u fazi kada je ovaj segment finansijskog tržišta prilično dobro razvijen, a do tada, glavni kupci municipalnih obveznica će biti banke i osiguravajuće kompanije.

Kao što je prethodno predstavljena analiza pokazala, postoji značajna baza potencijalnih domaćih institucionalnih investitora koji mogu u značajnoj meri finansijski podržati emisije municipalnih obveznica. Svakako najznačajniji investitori su banke i osiguravajuća društva koji u trenutku izrade ove analize raspoložu sa ukupnim investicionim potencijalom u iznosu od oko 1.3 milijarde evra (banke) i 90 miliona evra (osiguravajuća društva).

Tabela 36: Rezime pregleda strukture potencijalnih institucionalnih investitora

1	Banke	153.450	91,1%
2	Osiguravajuće kuće	10.871	6,5%
3	Penzioni fondovi	1.180	0,7%
4	Otvoreni investicioni fondovi	2.975	1,8%
	TOTAL	168.476	100,00%

Pored postojećeg investicionog potencijala, važno je i pitanje uslova pod kojima lokalne samouprave izdaju municipalne obveznice. Dosadašnji prinos koji nude municipalne obveznice je bio privlačan za banke koje su bile kupci svih emisija municipalnih obveznica izdatih putem privatnog plasmana (Grad Novi Sad, Grad Pančevo i Opština Stara Pazova). Takođe, banke su bile značajni učesnici i u emisijama obveznica koje su izdate putem javnog plasmana (Grad Šabac i Opština Stara Pazova).

Na žalost, ostali institucionalni investitori do sada nisu uzeli učešće kao kupci u dosadašnjim emisijama municipalnih obveznica.

Međutim, vrlo je ohrabrujuća činjenica da su građani bili značajni kupci u obe emisije municipalnih obveznica koje su izdate putem javnog plasmana. O tome će biti više reči u poglavlju koje sledi.

9.3. Stanovništvo

Izmene i dopune Zakona o javnom dugu iz 2011. godine po prvi put su omogućile da lokalne samouprave emituju hartije od vrednosti, municipalne obveznice, prema pravilima opšteg zakona koji uređuje tržište kapitala, dok je krug potencijalnih investitora (kupaca municipalnih obveznica) proširen sa Republike Srbije i finansijskih institucija na sva lica, domaća i strana, fizička i pravna. Time je tretman municipalnih obveznica izjednačen sa hartijama od vrednosti koje izdaju drugi učesnici (domaća i strana pravna lica) na tržištu kapitala.

Prema odredbama Zakona o tržištu kapitala, *javna ponuda hartija od vrednosti* je svako obaveštenje dato u bilo kom obliku i putem bilo kog sredstva, a koje daje dovoljno podataka o uslovima ponude i o hartijama od vrednosti iz ponude tako da se investitoru omogući donošenje odluke o kupovini ili upisu ovih hartija od vrednosti. Kako izdavaoci hartija od vrednosti uglavnom angažuju finansijske posrednike (banke ili brokersko-dilerska društva) da im pomognu u procesu izdavanja tih hartija od vrednosti, javnom ponudom se smatra i ponuda i prodaja hartija od vrednosti preko finansijskih posrednika, odnosno pokrovitelja i agenta emisije.²⁹³ Javna ponuda može biti učinjena kroz formu javnog plasmana i privatnog plasmana.

Najšire gledano, suština javnog plasmana jeste u tome što se javna ponuda za kupovinu hartija od vrednosti upućuje neodređenom broju lica, za razliku od privatnog plasmana kod koga se hartije od vrednosti izdaju tačno određenom krugu lica, obično profesionalnim investitorima. Javnu ponudu municipalnih obveznica građanima prati veća transparentnost postupka u odnosu na kreditno finansiranje s obzirom da uključuje i objavljivanje prospekta koji prethodno mora biti odobren od strane Komisije za hartije od vrednosti.

Uključivanje građana u krug potencijalnih kupaca municipalnih obveznica obezbeđuje veću konkurenciju na strani ponude sredstava, što sa aspekta lokalnih samouprava kao emitenata podrazumeva pristup jeftinijem finansiranju. S obzirom na trend opadanja kamatnih stopa na štednju u bankama, municipalne obveznice predstavljaju dobru alternativu za ulaganje viška novca građana. I najzad, “svako izdavanje municipalnih obveznica koje uključuje i građane kao potencijalne investitore predstavlja određenu vrstu „referenduma“, jer njihovo učešće ne doprinosi samo uspešnosti emisije i prikupljanju finansijskih sredstava, ono znači i odobrenje za zaduživanje od strane

²⁹³ Čl. 2 st. 1 tačka 37 Zakona o tržištu kapitala.

najšire lokalne zajednice (ne samo od strane lokalne skupštine) i odobrenje samog projekta.“²⁹⁴

Referendum je često (pod određenim uslovima) zakonska obaveza lokalnih vlasti za emisiju municipalnih obveznica u mnogim američkim državama. Ipak, tendencija jačanja ovakvog vida zaduživanja u odnosu na alternative doveo je i do i naglog opadanja broja sprovedenih referenduma.²⁹⁵

Dosadašnji spektar investiciono-štednih mogućnosti za prosečnog građanina Republike Srbije je uglavnom bio sačinjen od bankarskih štednih depozita, kao i od različitih rešenja sektora privatnih penzionih fondova, osiguravajućih kuća i u manjem obimu od ulaganja na domaćim i inostranim berzama - delom direktno, a delom preko institucija kolektivnog investiranja (investicionih fondova).

Naročitu popularnost među građanima izgradili su bankarski depoziti. Popularnost bankarskog depozita je posledica podizanja poverenje građana u bankarski sistem Republika Srbije. Međutim, i pored velikog broja pokušaja Narodne Banke Srbije i Vlade Republike Srbije da motivišu građane da štede u dinarima, štednja u evrima je i dalje dominantan oblik štednje. Loša iskustva sa hiperinflacijom tokom 90-tih godina 20. veka još uvek su u sećanju građana Srbije, tako da se ni u narednom periodu ne može očekivati značajna promena strukture štednje gde preko 96% ima devizna štednja.

Pored toga, poverenje u bankarski sistem jeste povraćeno, ali su građani i dalje na oprezu, pa više od 75% svoje štednje imaju oročeno sa rokom dospeća do jedne godine (kratkoročna štednja). Dugoročna štednja je nešto zastupljenija kada je u pitanju štednja u evrima (23%) a situacija je znatno nepovoljnija kada je u pitanju dinarska dugoročna štednja (oko 13% ukupne dinarske štednje). U tabeli u nastavku prikazan je osnovni pregled kretanja bazične dinarske, devizne i ukupne štednje građana Republike Srbije po godinama.

²⁹⁴ Dr Klaus Richter, Vladimir Pavlović, Milan Marinković, Vladimir Drašković, Aleksandar Bučić (2012), *Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, Vodič za opštine, dopunjeno izdanje*, MSP IPA 2007, Beograd.

²⁹⁵ Sedamdesete godine 20. veka (u Americi) obeležavaju početak oštrog rasta broja emisija municipalnih obveznica bez prethodno sprovedenog referenduma. Dok je samo 1968. godine polovina svih emisija bila prethodno odobrena na lokalnim referendumima, to je u periodu od 1975.-1977. godine svega 10-15% emisija municipalnih obveznica bilo prethodno podržano od birača. Vidi: Alberta M. Sbragia (1996), *Debt Wish: Entrepreneurial Cities, U.S. Federalism, and Economic Development*, University of Pittsburgh Press, Pittsburgh, str. 167.

Tabela 37: Pregled štednje stanovništva (u milionima RSD)

	Kratkoročna	Dugoročna	Ukupno dinarska štednja	Kratkoročna	Dugoročna	Ukupno devizna štednja	
2009	11.612	787	12.399	500.586	65.591	566.177	578.576
2010	9.658	3.702	13.360	614.314	117.755	732.069	745.429
2011	16.351	3.004	19.355	570.836	204.802	775.638	794.993
2012	16.257	1.374	17.631	731.381	178.469	909.850	927.481
2013	30.867	2.804	33.672	740.639	193.201	933.840	967.512
2014	34.424	3.634	38.057	777.830	220.471	998.301	1.036.358
April 2015	33.139	4.962	38.101	771.992	231.117	1.003.109	1.041.210

Izvor: www.nbs.rs

Nakon što su građani Srbije povukli značajan deo svoje štednje u 2008. godini nakon straha od bankrotstva banaka,²⁹⁶ primetan je trend konstantnog rasta obima ukupne štednje od 2009. godine., Krajem aprila 2015. godine ukupna štednja građana bila na nivou od 1.041.210 miliona dinara (oko 8,7 milijardi evra), što predstavlja uvećanje od čak 80% u odnosu na podatke iz 2009. godine.

Osnovna podela štednje je na oročenu i neoročenu. Uobičajeni periodi oročenja u Republici Srbiji su 1, 3, 6, 12 i 36 meseci.

Zbog činjenice da banke žele da obezbede izvore za finansiranje svojih klijenata sa što dužim rokom dospeća, one su spremne da za duži period oročenja sredstava ponude i veću kamatnu stopu.

U tabelama u nastavku dati su pregledi ponuda štednje pojedinih banaka, aktuelnih krajem aprila 2015. godine, koje posluju na tržištu Republike Srbije. Pregledi su dati po banci, prema dužini oročenja, kao i valuti u kojoj se štedni ulog polaže.

²⁹⁶ Nakon bankrotstva američke banke Lehman Brothers 2008. godine, bilo je spekulacija i o bankrotstvu evropskih banaka, pa su građani Srbije deo štednje opet povukli u „slamarice“.

Tabela 38: Efektivna kamatna stopa na oročene depozite

<i>Period na koji banka prima depozit</i>	<i>1m</i>	<i>3m</i>	<i>6m</i>	<i>12m</i>	<i>24m</i>	<i>36m</i>
Banka Intesa	5	6	6,5	/	/	/
Komercijalna banka	4,25	5,8	6,4	7	7,75	8,25
Sberbank	4,82	5,32	5,73	6,08	6,59	7,1
Unicredit banka	2,88	3,39	3,89	/	/	/
Hypo Alpe Adria banka	5,64	6,14	6,61	7	/	/

EKS (% na godišnjem nivou)- EUR štednja, pregled po bankama						
<i>Period na koji banka prima depozit</i>	<i>1m</i>	<i>3m</i>	<i>6m</i>	<i>12m</i>	<i>24m</i>	<i>36m</i>
Banka Intesa	0,34	0,6	0,77	1,28	1,45	1,7
Komercijalna banka	0,13	0,34	0,51	1,02	1,19	1,49
Sberbank (20 - 50.000 evra)	0,13	0,3	0,78	1,55	1,68	1,94
Unicredit banka	0,35	0,47	0,69	1,03	1,58	1,78
Hypo Alpe Adria banka	0,34	0,6	0,77	1,19	1,44	1,84

Izvor: web strane banaka

Kao što je već pomenuto, vidljivo je da su građani Republike Srbije u velikoj meri povratili poverenje u domaći bankarski sistem, kao i da značajan nivo sredstava u formi štednje građana je poveren domaćim poslovnim bankama. Međutim, kamate na oročene depozite su značajno pale u poslednjih 5 godina. Sa prosečnih 5 do 6% na godišnjem nivou, oročena štednja u evrima ne može da donese građanima više od 2% godišnje zarade (nakon čega sledi plaćanje poreza na prihod od kapitala u iznosu od 15%).

Upravo ova činjenica predstavlja mogućnost i veliku priliku za lokalne samouprave kao izdavaoce municipalnih obveznica da u narednom periodu ponude stanovništvu dobru zaradu uz razuman rizik pri ulaganju. Pored klasične bankarske štednje, do sada su građani u Srbiji veoma često plasirali svoj višak sredstava i u Obveznice stare devizne štednje. Ove obveznice su izdate sa ciljem namirenja obaveza koje je preuzela Republika Srbija, a odnose se na štedne depozite građana položenih kod banaka koje su poslovale tokom 90-tih godina prošlog veka. Za obaveze po osnovu Obveznica stare devizne štednje garantuje država, a prihodi po osnovu ovog finansijskog instrumenta su oslobođeni poreskih obaveza.

Obveznice stare štednje su dospevale na naplatu svake godine, i to 31. maja. Trenutno je aktuelna još samo jedna serija ovih hartija od vrednosti, i to A2016 (koja dospeva 31. maja 2016. godine). Prinos na ovu obveznicu u junu 2015. godine je bio ispod 3%.

Svakako da će investicioni potencijal građana Republike Srbije, koji je trenutno uložen u Obveznice stare devizne štednje, u narednih par godina potražiti uporedive alternative.

I to je prilika i za lokalne samouprave kao izdavaoce municipalnih obveznica koje predstavljaju sličnu investicionu alternativu i po pitanju rizika ulaganja, ali i zbog činjenice da su svi ti prihodi najčešće direktno i/ili indirektno garantovani od strane budžeta Republike Srbije.

U postupku izdavanja municipalnih obveznica Grada Šapca građani su po prvi put imali priliku da kupuju municipalne obveznice. Prinos koji je Grad Šabac ponudio građanima je 6%, a Odluka o emisiji obveznica je opredelila da građani mogu kupiti 50% emisije, a ako kupe manje, ostatak će kupiti pravna lica (banke, preduzeća...). Međutim, u slučaju Grada Šapca građani su „stidljivo“ zakoračili na tržište municipalnih obveznica i nisu iskoristili svih 50% emisije. Iznos od 25,6 miliona dinara je uplatilo 25 građana čime je kupilo nešto više od 6% emisije.²⁹⁷

U slučaju izdavanja municipalnih obveznica Opštine Stara Pazova koja je takođe ponudila prinos od 6%, učešće građana je već značajno više. Građani su iskoristili svih 50% emisije, a što je bilo opredeljeno za njih. Šta više, za ponuđenih 62,5 miliona dinara municipalnih obveznica Opštine Stara Pazova, 31 građanin je upisao oko 80 miliona dinara, pa su im sredstva srazmerno vraćena.

Pored povoljnog odnosa prinosa i rizika, municipalne obveznice mogu biti i likvidna investicija za građane. Ukoliko se neka od banaka odluči da zaključi ugovor o *market mejkingu* sa lokalnim samoupravama koje su listirale svoje municipalne obveznice na berzi (Grad Šabac i Opština Stara Pazova), onda će one biti u obavezi da svaki dan izdaju određeni broj kupovnih i prodajnih naloga na berzi.

Na ovaj način će građani (i ostali investitori) biti sigurni da svakog dana mogu da prodaju ili kupe municipalne obveznice, bez potrebe da značajno snize (ili povise) cenu municipalnih obveznica na berzi. Obezbeđivanje likvidnosti na sekundarnom tržištu (berzi) je važan naredni korak u razvoju tržišta municipalnih obveznica u Srbiji.

Poreski aspekt ulaganja u municipalne obveznice, odnosno oslobađanje građana od plaćanja poreza na prihod od kapitala i kapitalne dobitke u slučaju investiranja u municipalne obveznice predstavlja dodatni motiv za fizička lica da višak novca preusmere u municipalne obveznice.²⁹⁸

Ovakva poreska politika dovodi do situacije u kojoj ulaganje u municipalne obveznice, kao relativno sigurne investicione instrumente, donosi više prihoda građanima nego u slučaju plasiranja slobodnih sredstava u deviznu štednju, akcije ili u slučaju investiranja u druge hartije od vrednosti.

²⁹⁷ Od ukupnih 400 miliona dinara, građani su kupili 25,6 miliona dinara.

²⁹⁸ Zakon o porezu na dohodak građana.

Devizna štednja građana Srbije se iz godine u godinu uvećava, a kamate koje plaćaju banke na štedne uloge padaju. Paralelno sa tim, stopa poreza na prihode od kamate po osnovu devizne štednje (od početka ekonomske krize na ovamo) se uvećava (prvo je povećana sa 0% na 10%, pa zatim sa 10% na 15%). Ova poreska ušteda stvara direktan efekat na neto prinos od investiranja u municipalne obveznice, što ovu investicionu alternativu čini veoma atraktivnom na tržištu, naročito u segmentu individualnih investitora.

U nastavku će biti prikazana kalkulacija koja pokazuje nivo prinosa na neko drugo ulaganje koji je potreban da bi se postigao isti nivo realizovanog (neto ili efektivnog) prinosa kao u slučaju ulaganja u municipalne obveznice na koje se ne plaća porez od 15%.

U ovom primeru pošlo se od pretpostavke da municipalne obveznice nude prinos građanima od 6% na godišnjem nivou, uz evro valutnu klauzulu (kao što je bio slučaj sa municipalnim obveznicama Grada Šapca i Opštine Stara Pazova). Ovih 6% je istovremeno i bruto i neto (efektivni) prinos na ulaganje.

Sa druge strane, bankarski depozit bi morao da ponudi stopu bruto prinosa od 7,05% na godišnjem nivou, kako bi efektivni prinos bio 6% (7,05% umanjeno za poreze od 15%, odnosno 1,05 procentna poena daje efektivni prinos od 6%).

Kako ni jedna od prethodno posmatranih banaka ne nudi kamatne stope na devizne depozite koje su veće od 2%, nameće se zaključak da u narednom periodu građanima treba bolje predstaviti municipalne obveznice.

10. STUDIJE SLUČAJA

U nastavku teksta, predstavljeno je pet međunarodnih studija slučaja emisija municipalnih obveznica – američke i evropske lokalne samouprave. Analizirane su emisije države Njujork, kao i gradova Detroit i Portland (Sjedinjene Američke Države), grada Varšave (Republika Poljska) i grada Milana (Republika Italija). Obveznice države Njujork se nalaze među municipalnim obveznicama jer izdavalac nije federalna država, već niži nivo vlasti, pa se zbog toga takođe smatraju municipalnim obveznicama.

U sledećem poglavlju, analizirane su emisije municipalnih obveznica u regionu i Srbiji, i to kroz studije slučaja grada Splita i grada Rijeke (Republika Hrvatska), opštine Bijeljina (Republika Bosna i Hercegovina), kao i emisije grada Novog Sada, Pančeva i Šapca, kao i opštine Stara Pazova (Republika Srbija). Naročita pažnja će biti usmerena na izdavanje municipalnih obveznica grada Šapca i opštine Stara Pazova putem javnog plasmana.

10.1. Iskustva američkih i evropskih gradova

10.1.1. Država Njujork

Podaci o emitentu

Država Njujork se nalazi u severoistočnom delu SAD. To je treća najnaseljenija američka savezna država po broju stanovnika (oko 20 miliona). Država ima 62 okruga. Interesan je podatak da je glavni grad Olbani, dok je najveći grad Njujork (preko 8 miliona stanovnika).²⁹⁹ Država graniči sa kanadskim provincijama Ontario i Kvebek, gde se nalaze i Nijagarini vodopadi. Država Njujork privlači turiste svojom urbanom atmosferom grada Njujorka, gde se ističu visoke zgrade na Menhetnu, ali je privlačna i priroda sa puno šuma, reka, planina i jezera. Bruto društveni proizvod države Njujork iznosi preko hiljadu milijardi dolara, a prihod po glavi stanovnika od blizu 50 hiljada američkih dolara. Kada bi bio samostalna država, Njujork bi se svrstao u 15 najvećih država na svetu.

²⁹⁹ Izvor podataka: Internet prezentacija države Njujork.

Grad Njujork

Grad New York je lociran na istočnoj obali SAD-a.³⁰⁰

Grad ima pet oblasti:

- Menhetn (Manhattan)
- Bronks (The Bronx)
- Bruklin (Brooklyn)
- Kvins (Queens)
- Staten Ajland (Staten Island)

Kao što je već pomenuto, u gradu Njujorku živi oko 8,3 miliona ljudi (procena iz 2012. godine). Interesantno je pomenuti da se broj stanovnika od početka 20. veka udvostručio. Njujork je najveći industrijski i finansijski centar sveta.

Interesantno je pomenuti da je 108. po redu gradonačelnik Njujorka bio Michael Bloomberg (od 1. januara 2002. godine). Pre nego što je pobedio na lokalnim izborima, Bloomberg je promenio stranačku pripadnost i postao Republikanac, a poslednjih 6 godina svog mandata, od 2007. do kraja 2013. godine, funkciju Gradonačelnika je obavljao kao nestranački kandidat.

Zanimljiva je i činjenica da su pre ove dvojice Republikanaca koji su obavljali funkciju Gradonačelnika Grada Njujorka 20 godina (Giuliani i Bloomberg),³⁰¹ Demokrate takodje imale svog gradonačelnika u periodu od 20 godina. Izborom Bill de Blasio-a za novog Gradonačelnika, Demokrate su ponovo dobile svog Gradonačelnika New Yorka.

Obveznice države Njujork

Uzevši u obzir finansijske kapacitete i značajne potrebe za eksternim finansiranjem države Njujork, opravdana je činjenica da na tržištu postoji veoma veliki broj aktivnih emisija municipalnih obveznica ove države, ali i institucija/pravnih lica koje su u direktnoj/indirektnoj vezi sa državom Njujork (državni univerziteti i fondovi osnovani od strane države Njujork).³⁰²

U svrhu dalje analize, posmatrana emisija obveznica je izdata krajem marta 2013. godine, pomoću koje se država Njujork direktno zadužila na tržištu u iznosu od preko 560 miliona dolara. Cilj ove emisije je finansiranje infrastrukturnih projekata na

³⁰⁰ Izvor podataka: *Internet prezentacija grada Njujork.*

³⁰¹ Uz napomenu da je poslednjih 6 godina svog mandata Bloomberg bio nestranački kandidat.

³⁰² Podaci o tržištu municipalnih obveznica u SAD prikupljeni su sa internet prezentacije organizacije „Municipal Securities Rulemaking Board“ uz pomoć internet servisa „EMMA®-Electronic Municipal Market Access“.

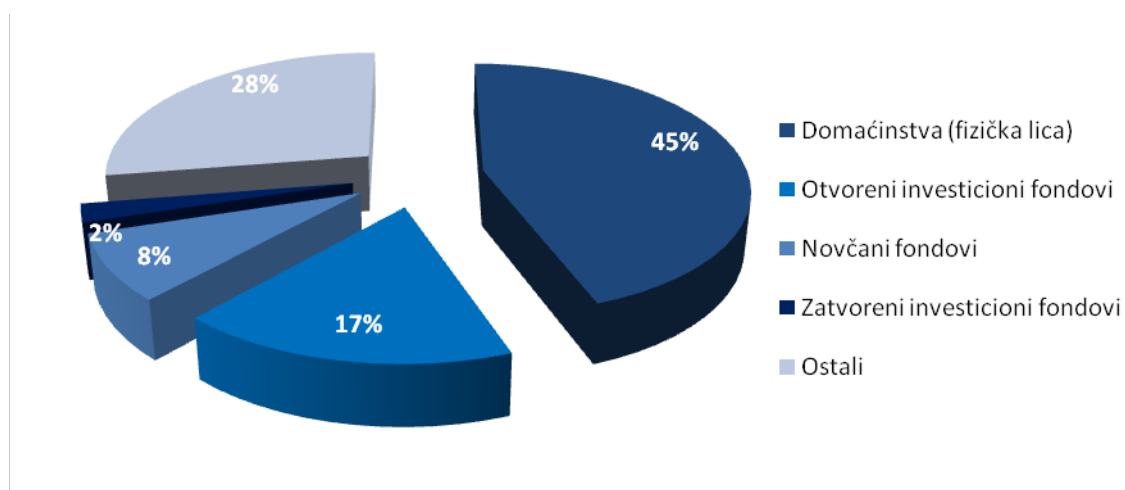
teritoriji države Njujork ali i refinansiranje postojećih obaveza. Radi se o relativno kompleksnoj strukturi emisije, sastavljene od nekoliko serija obveznica, različitog perioda dospeća i prinosa. Pored toga, sve serije obveznica u okviru ove emisije ne nose isti poreski tretman.

Iako konkretna struktura osnovnih tipova investitora (fizička lica, penzioni fondovi, investicioni fondovi itd.) koji su učestvovali u primarnoj emisiji razmatrane obveznice države Njujork nije poznata, na bazi dostupnih opštih statističkih podataka o visini i strukturi municipalnog duga lokalnih samouprava na teritoriji Severne Amerike,³⁰³ dobijen je prosečan podatak o učešću osnovnih tipova investitora na svim primarnim emisijama municipalnih obveznica emitovanih u Severnoj Americi.

Tu se prvenstveno izdvaja udeo fizičkih lica (domaćinstva), koja kao kupci učestvuju sa oko 50% celokupne vrednosti izdatih obveznica. Pored fizičkih lica, veliki udeo u primarnoj emisiji municipalnih obveznica istorijski su imali i investicioni fondovi, kao i ostali investitori.

Na grafikonu u nastavku prikazan je prosečna struktura tipova investitora koji su učestvovali na primarnoj emisiji municipalnih obveznica u Severnoj Americi, i to zaključno sa martom 2013. godine.

Grafikon 26: Struktura tipova investitora koji učestvuju na primarnoj emisiji municipalnih obveznica u Severnoj Americi, zaključno sa martom 2013. godine



Izvor: www.bondbuyer.com

³⁰³ Internet portal, specijalizovan za informacije na temu emitovanih municipalnih obveznica na teritoriji Severne Amerike: www.bondbuyer.com.

Struktura emitovane obveznice

Država Njujork izdala je 19. marta 2013. godine opšte obveznice, što je učinjeno kroz tri serije, u ukupnoj vrednosti od 566.560.000 dolara:³⁰⁴

- Series 2013A Tax-Exempt Bonds (serija oslobođena od poreza) –348.065.000 dolara;
- Series 2013B Taxable Bonds (serija koja nije oslobođena od poreza) – 47.810.000 dolara;
- Series 2013C Tax-Exempt Bonds (serija oslobođena od poreza) –170.685.000 dolara.

Prva serija, 2013A, predstavlja obveznice na koje se ne plaća odgovarajući federalni i lokalni porez i njihova nominalna vrednost iznosi 348.065.000 dolara. Raspored dospeća glavnice i pregled kamatnih stopa je prikazan u tabeli u nastavku.

Tabela 39: Serijska obveznica države Njujork (eng. Serial bond)

10,810,000\$	2014	2.00%	0.20%	GX2	11,965,000\$	2024	5.00%	2.15%	HH6
11,030,000\$	2015	3.00%	0.34%	GY0	12,565,000\$	2025	5.00%	2.25%	HJ2
11,360,000\$	2016	5.00%	0.47%	GZ7	13,195,000\$	2026	5.00%	2.35%	HK9
11,930,000\$	2017	4.00%	0.64%	HA1	13,855,000\$	2027	5.00%	2.44%	HL7
12,405,000\$	2018	5.00%	0.90%	HB9	14,550,000\$	2028	5.00%	2.52%	HM5
13,025,000\$	2019	5.00%	1.16%	HC7	14,865,000\$	2029	4.00%	2.83%	HN3
13,675,000\$	2020	5.00%	1.42%	HD5	15,460,000\$	2030	4.00%	2.88%	HP8
14,355,000\$	2021	5.00%	1.65%	HE3	16,080,000\$	2031	3.00%	3.15%	HQ6
15,080,000\$	2022	5.00%	1.85%	HF0	16,560,000\$	2032	3.00%	3.20%	HR4
15,830,000\$	2023	4.00%	2.15%	HG8	17,060,000\$	2033	3.00%	3.25%	HS2

³⁰⁴ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica države Njujork (Njujork, mart 2013. godine).

³⁰⁵ Jedinstvena oznaka svakog finansijskog instrumenta izdatog na teritoriji Severne Amerike, na bazi koje se uređuje procedura kliringa i saldiranja vlasništva nad tim finansijskim instrumentom.

U okviru prve serije emitovanih obveznica, emitovano je 20 manjih tranši sa različitim rokovima dospeća, koje se jednim imenom nazivaju serijske obveznice. Dospeća se kreću počev od marta 2013. godine, zaključno sa martom 2033. godine.

Svaka od pojedinačnih tranši, unutar emitovane serijske obveznice, pored roka dospeća, nosi i sopstveni prinos.

Tabela 40: Terminalska obveznica države Njujork (eng. Bullet bond)

32,845,000\$	2038	4.00%	3.50%	649791 HT0	39,565,000\$	2043	3.50%	3.65%	649791 HU7
--------------	------	-------	-------	---------------	--------------	------	-------	-------	---------------

U okviru prve serije emitovanih obveznica, emitovane su i dve tranše sa dospećem glavnice u martu 2038. i martu 2043. godine. Radi se o tranšama kojima celokupna glavnica duga dospeva na datum dospeća (terminalska obveznica).

Druga serija, 2013B, predstavlja obveznice koje nisu oslobođene poreske obaveze³⁰⁶ i nominalna vrednost njihove emisije iznosi 47.810.000 dolara.

Tabela 41: Serijska obveznica države Njujork (eng. Serial bond)

4,605,000\$	2014	0.29%	100	JR2	4,750,000\$	2019	1.40%	100	JW1
4,620,000\$	2015	0.39%	100	JS0	4,820,000\$	2020	1.75%	100	JX9
4,635,000\$	2016	0.54%	100	JT8	4,905,000\$	2021	2.02%	100	JY7
4,660,000\$	2017	0.82%	100	JU5	5,000,000\$	2022	2.25%	100	JZ4
4,700,000\$	2018	1.10%	100	JV3	5,115,000\$	2023	2.45%	100	KA7

³⁰⁶ Postoje situacije u kojima izdavalac prodaje oporezive (*taxable*) municipalne obveznice, odnosno obveznice koje nisu oslobođene od plaćanja federalnog poreza. Razlog za to je činjenica da federalna vlada neće da subvencionira finansiranje određenih aktivnosti koje ne pružaju značajnu korist za širu javnost. Primeri za finansiranje projekata koji nisu izuzeti od federalnog oporezivanja su stanogradnja ili izgradnja lokalnih sportskih objekata.

Unapred definisani delovi glavnice će dospevati svakog marta u godini, dok će prethodno definisana kamata dospevati dva puta godišnje i to u septembru i u martu svake godine.

Prikupljena sredstva od serija 2013A *Tax-Exempt Bonds* i 2013B *Taxable Bonds* su alocirana na investicije u oblasti unapređenja i očuvanja kvaliteta životne sredine (čiste vode, čistog vazduha, pijaće vode) i rekonstrukcije transportne infrastrukture.

Treća serija, 2013C, serija je oslobođena poreske obaveze i emitovana je u ukupnom nominalnom iznosu od USD 170.685.000. Radi se o tipu obveznice gde glavnica dospeva na isti datum u budućnosti, pa se takva obveznica naziva serijska obveznica.

Tabela 42: Serijska obveznica države Njujork (eng. Serial bond)

1,990,000\$	Okt. 2013	5.000%	0.19%	HV5	4,055,000\$	Apr. 2023	5.000%	2.07%	JF8
27,480,000\$	Apr. 2014	5.000%	0.20%	HW3	1,515,000\$	Apr. 2024	5.000%	2.17%	JG6
36,075,000\$	Apr. 2015	5.000%	0.34%	HX1	1,575,000\$	Apr. 2025	2.750%	100%	JH4
28,175,000\$	Apr. 2016	5.000%	0.47%	HY9	1,360,000\$	Apr. 2026	2.750%	2.85%	JJ0
10,015,000\$	Apr. 2017	5.000%	0.64%	HZ6	1,400,000\$	Apr. 2027	3.000%	2.94%	JK7
9,250,000\$	Apr. 2018	5.000%	0.88%	JA9	1,445,000\$	Apr. 2028	3.000%	3.02%	JL5
9,500,000\$	Apr. 2019	5.000%	1.16%	JB7	1,490,000\$	Apr. 2029	3.000%	3.08%	JM3
9,865,000\$	Apr. 2020	5.000%	1.42%	JC5	1,535,000\$	Apr. 2030	3.000%	3.13%	JN1
10,290,000\$	Apr. 2021	5.000%	1.64%	JD3	1,585,000\$	Apr. 2031	3.125%	3.18%	JP6
10,450,000\$	Apr. 2022	5.000%	1.85%	JE1	1,635,000\$	Apr. 2032	3.125%	3.23%	JQ4

Glavnica treće tranše dospeva prema prethodno utvrđenom rasporedu, dok kupon dospeva dva puta godišnje, i to u aprilu i u oktobru svake godine.

Seriya 2013C *Tax-Exempt Refunding Bonds* je izdata radi obezbeđenja sredstava za refinansiranje obaveza države nastalih u prethodnom periodu.

Da bi ostavili mogućnost da postojeće finansijske obaveze refinansiraju po povoljnijim uslovima u budućnosti (ako oni nastanu), izdavaoci mogu zadržati pravo na otkup dela ili celokupnog iznosa emisije – kupovna opcija. U ovom konkretnom slučaju, pravo na otkup dela ili celokupne emisije po nominalnoj vrednosti Izdavalac je zadržao u slučaju prve i treće serije, dok druga serija nema tu mogućnost.

Finansijsko poslovanje države Njujork i stanje duga države Njujork pre emitovanja razmatrane serije municipalnih obveznica

U finansijskim izveštajima države Njujork su obuhvaćene vladine i poslovne aktivnosti.³⁰⁷ Vladine aktivnosti obuhvataju obrazovanje, zdravstvenu zaštitu, javnu bezbednost, transport, očuvanje životne sredine, sport i rekreaciju, zakonodavne aktivnosti i funkcionisanje opšte države. Poslovne aktivnosti države obuhvataju lutriju, državni i gradski univerzitet i fond za nezaposlenost.

Nivo ukupnih obaveza države Njujork je u 2010. godini iznosio nešto preko 103 milijarde dolara, ali se u naredne tri godine iznos duga u velikoj meri uvećao, pa je tako na kraju fiskalne 2013. godine iznosio skoro 118 milijardi dolara (uvećanje od oko 15%). Značajan nivo obaveza je i predmet veoma čestih analiza, pa je tako Fiskalni kontrolor države Njujork u izjavi datoj početkom 2013. godine upozoravao na značajan iznos obaveza, kao i sve intenzivnije približavanje ukupnog nivoa obaveza države Njujork zakonski postavljenim granicama.³⁰⁸

Tabela 43: Bilans stanja države Njujork - kraj fiskalne 2012. i 2013. godine:

AKTIVA:						
Stalna imovina	32.954	29.447	12.109	11.958	45.063	41.405
Ostala imovina	84.822	83.696	13.087	11.746	97.909	95.442

³⁰⁷ Izvor podataka: Godišnji izveštaj Fiskalnog kontrolora Države New York (Thomas DiNapoli, State Comptroller (2013), *State of New York Basic Financial Informations and Other Supplementary Informations for fiscal year ended*, New York).

³⁰⁸ Aktom o reformi duga države Njujork iz 2000. godine (*New York State Debt Reform Act of 2000*) je ograničeno novo zaduživanje ove države. Naime, novo zaduživanje od 1. aprila 2000. godine ne može biti veće od 4% prihoda ove države i može biti korišćeno samo za kapitalne projekte.

Ukupna aktiva	117.776	113.143	25.196	23.704	142.972	136.847
PASIVA:						
Ukupne obaveze	91.658	86.956	26.221	24.420	117.879	111.376
NETO POZICIJA:						
Neto ulaganja u osnovna sredstva	67.162	65.875	1.390	920	68.552	66.795
Rezervisanja za plaćanje duga	3.489	3.151	1.222	1.345	4.711	4.496
Deficit	-44.380	-42.693	-3.534	-2.923	-47.914	-45.616
Ukupna neto pozicija	26.271	26.333	922	658	25.349	25.675

U strukturi obaveza, preko 70% čine obaveze sa rokom dospeća preko jedne godine, što u određenoj meri olakšava poziciju države Njujork u pogledu servisiranja svojih obaveza.

Sa druge strane, ukupni fiskalni prihodi države Njujork su tokom 2010. godine bili na nivou od 149 milijardi dolara, dok je tokom fiskalne 2013. godine taj iznos bio u nivou od oko 156 milijardi dolara (uvećanje od skoro 5%).

U strukturi prihoda dominiraju prihodi od poreza na dohodak (31%), zatim porez na potrošnju (11%) i porezi koji se naplaćuju kompanijama (6%). Federalni transferi čine manje od 32% prihoda države Njujork, dok prilivi od novog zaduživanja čine ispod 2%.

Tabela 44: Bilans uspeha države New York - za celu fiskalnu 2012. i 2013. godinu:

	2013	2012	2013	2012	2013	2012
PRIHODI:						
<i>Programski prihodi</i>	63.238	60.818	22.863	23.180	86.101	83.998
<i>Opšti prihodi</i>	70.088	67.413	750	841	70.838	68.254
Ukupni prihodi	133.326	128.231	23.613	24.021	156.939	152.252
TROŠKOVI:						
Troškovi školstva	31.125	30.828	0	0	31.125	30.828
Troškovi zdravstva	55.042	58.817	0	0	55.042	58.817
Ostali troškovi	45.139	38.155	25.594	25.596	70.733	63.751
Ukupni troškovi	131.306	127.800	25.594	25.596	156.900	153.396
Povećanje/smanjenje neto pozicije pre transfera	2.020	431	-1.981	-1.575	39	-1.144
Transferi	-2.082	-1.746	1.717	1.535	-365	-211
Promena u neto poziciji	-62	-1.315	-264	-40	-326	-1.355

Neto pozicija na početku godine	26.333	27.648	-658	-618	25.675	27.030
Neto pozicija na kraju godine	26.271	26.333	-922	-658	25.349	25.675

Prethodne konstatacije pokazuju da je nivo obaveza države Njujork u konstantnom i relativno intenzivnom rastu, dok je rast ukupnih prihoda države na znatno nižem nivou. Međutim, ako se uzme u obzir činjenica da ukupne obaveze države Njujork predstavljaju oko 75% ukupnih prihoda ove države, te da 70% tih obaveza čine dugoročne obaveze a 30% obaveze koje dospevaju u narednoj godini, dolazi se do zaključka da država Njujork treba da izdvoji 22,5% svojih prihoda za servisiranje svojih obaveza, ili da se jednim delom zaduži i refinansira svoje obaveze.

Ovaj procenat spada u regularne okvire za funkcionisanje države, pa i rejting agencije blagonaklono gledaju na rizik države Njujork – S&P je dodelio rejting AA+, Moody's Aa1, a Fitch AA+.

10.1.2. Grad Portland

Podaci o emitentu

Portland je grad koji se nalazi u američkoj državi Oregon, u blizini ušća reka Vilamet i Kolumbija. On je najnaseljeniji grad ove države, i po popisu iz 2010. godine, imao je oko 584 hiljade stanovnika, a do kraja 2014. godine, procenjuje se da je dostigao skoro 620 hiljada stanovnika.³⁰⁹

Grad ima komisioni model vlasti na čelu sa gradonačelnikom i četiri komesara. Grad je poznat po izuzetno dobrom planiranju izgradnje i efikasnom korišćenju zemljišta. Poznat je takođe i po svojim liberalnim političkim vrednostima i entuzijazmu ka kafi i pivu (Portland je „dom“ nezavisnih mikro pivara).

Lokacija Portlanda je korisna za mnogo industrijskih grana. Glavne komparativne prednosti su relativno niska cena energije, međunarodni vazdušni terminali, veliki objekti za morske isporuke i obe interkontinentalne železnice na zapadnoj obali. Američka konsultantska firma Mercer je 2009. godine rangirana Portland na 42. mesto u svetu po kvalitetu života.

Glavni faktori koji su uzeti u razmatranje u ovoj studiji su bili politička stabilnost i lična sloboda, komunalna opremljenost, nivo kriminalnih aktivnosti, prirodno okruženje, itd. Najveći poslodavac je kompanija Intel koja proizvodi komponente za računare. Ova kompanija zapošljava oko 15.000 zaposlenih.

³⁰⁹ Izvor podataka: Internet prezentacija grada Portlanda.

Kao i u slučaju Države Njujork, grad Portland ima veoma obimno i razvijeno tržište duga, što karakteriše veoma veliki broj izdatih finansijskih instrumenata grada. U analizi koja sledi, posmatrana je emisija prihodovnih municipalnih obveznica iz 2008. godine kojom je grad Portland finansirao rekonstrukciju kanalizacione mreže. U pitanju je relativno kompleksna struktura obveznice koju čine dve serije municipalnih obveznica.

Struktura emitovane municipalne obveznice

Grad Portland je 17. aprila 2008. godine izdao dve serije prihodovnih municipalnih obveznica, u ukupnom iznosu od 528.715.000 dolara. Obe serije obveznica su iskorišćene za finansiranje izgradnje sistema kanalizacije. Obe serije imaju vrednost pojedinačne obveznice od po 5,000 dolara, što čini ovu obveznicu dostupnom za kupovinu od strane građana.³¹⁰

Prva serija, 2008A, emitovana je u nominalnom iznosu od 333.015.000 dolara. Raspored dospeća glavnice i visina prinosa je prikazan u tabeli u nastavku.

Prva tranša prve serije obveznica je emitovana sa dospećem glavnice svakog juna od 2009. godine do 2030. godine, pa je nazivamo serijska obveznica.

Tabela 45: Serijska obveznica grada Portlanda (eng. Serial bond)

7,700,000\$	2009	5.00%	1.60%	PY7	8,275,000\$	2020	4.25%	4.16	QK6
10,670,000\$	2010	5.00%	2.37	PZ4	8,630,000\$	2021	4.25%	4.26	QL4
11,210,000\$	2011	5.00%	2.63	QA8	8,995,000\$	2022	4.50%	4.36	QM2
11,760,000\$	2012	5.00%	2.92	QB6	9,400,000\$	2023	4.50%	4.46	QN0
12,360,000\$	2013	5.00%	3.08	QC4	9,820,000\$	2024	4.75%	4.56	QP5
12,975,000\$	2014	5.00%	3.25	QD2	10,290,000\$	2025	4.75%	4.66	QQ3
13,620,000\$	2015	5.00%	3.41	QE0	10,780,000\$	2026	4.75%	4.73	QR1
14,305,000\$	2016	5.00%	3.58	QF7	11,290,000\$	2027	4.75%	4.79	QS9
15,010,000\$	2017	5.00%	3.82	QG5	11,825,000\$	2028	4.75%	4.84	QT7
58,060,000\$	2018	5.00%	3.96	QH3	12,385,000\$	2029	4.75%	4.88	QU4

³¹⁰ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Portland (Portland, april 2008. godine).

7,940,000\$	2019	4.25%	4.05	QJ9	12,975,000\$	2030	4.75%	4.89	QV2
-------------	------	-------	------	-----	--------------	------	-------	------	-----

Druga tranša je izdata kao obveznica čiji ukupan iznos glavnice dospeva u junu 2033. godine, pa se ovakva obveznica naziva terminska obveznica.

Tabela 46: Terminska obveznica grada Portlanda (eng. Bullet bond)

42,740,000\$	2033	4.75%	4.89%	98.02	736742QY6
--------------	------	-------	-------	-------	-----------

Na primeru ove terminske obveznice, može se uočiti i jedna zakonitost prisutna kod municipalnih (i svih drugih) obveznica. Naime, obveznice donose prinos svojim vlasnicima kroz kamatu koja se isplaćuje putem (godišnjih ili polugodišnjih) kupona.

Kada investitori zahtevaju prinos koji je identičan visini kupona, onda je cena municipalnih obveznica jednaka njihovoj nominalnoj vrednosti, i ona se tada označava kao „100“. Međutim, kada investitori zahtevaju veći prinos u odnosu na kamatu koju donosi kupon, onda se taj dodatni prinos postiže kroz umanjenje cene obveznice. U konkretnom primeru, da bi investitori ostvarili prinos od 4,89% na godišnjem nivou, obveznica koja ima kupon od 4,75% mora da se trguje po ceni manjoj od nominalne (manjoj od 100), što je u ovom konkretnom slučaju 98,02.

Sa druge strane, obveznice prve tranše serije A koje imaju kratke rokove dospeća i relativno veliki kupon od 5%, imaju zahtevani prinos između 2% i 3%, tako da je njihova cena u trgovanju iznad 100.

Druga serija, 2008B, emitovana je u ukupnoj nominalnoj vrednosti od 195.700.000 dolara.

Tabela 47: Serijska obveznica grada Portlanda (eng. Serial bond)

810,000\$	2009	5.00%	2.00%	QZ3	1,975,000\$	2018	5.00%	3.86%	RJ8
1,335,000\$	2010	5.00%	2.37%	RA7	7,445,000\$	2019	5.00%	4.02%	RK5
1,405,000\$	2011	5.00%	2.63%	RB5	6,930,000\$	2020	5.00%	4.13%	RL3

1,475,000\$	2012	5.00%	2.92%	RC3	7,625,000\$	2021	5.00%	4.23%	RM1
1,545,000\$	2013	5.00%	3.07%	RD1	60,900,000\$	2022	5.00%	4.33%	RN9
1,625,000\$	2014	5.00%	3.24%	RE9	63,970,000\$	2023	5.00%	4.43%	RP4
1,705,000\$	2015	5.00%	3.40%	RF6	2,645,000\$	2024	5.00%	4.56%	RQ2
1,790,000\$	2016	5.00%	3.56%	RG4	2,780,000\$	2025	5.00%	4.62%	RR0
1,880,000\$	2017	5.00%	3.72%	RH2	2,920,000\$	2026	5.00%	4.70%	RS8

Za obe ove obveznice, unapred definisan iznos glavnice duga dospeva svakog juna u godini, dok unapred definisana kamata, kao kupon obveznice, dospeva u junu i decembru svake godine.

Tabela 48: Termanska obveznica grada Portlanda (eng. Bullet bond)

6,280,000\$	2033	5.00%	4.80%	736742 RU3	11,740,000\$	2033	5.00%	4.88 %	73674 2RZ2
6,920,000\$	2033	5.00%	4.87%	736742 RW9					

U slučaju i serijske i termanske obveznice, kupon je veći od prinosa koji su zahtevali investitori, tako da su obe tranše serije B obveznica prodavane po ceni koja je iznad 100.

Investicioni projekti finansirani emisijom municipalnih obveznica

Sredstva od obveznica emitovanih 2008. godine usmerena su na unapređenje gradskog kanalizacionog sistema,³¹¹ i radi refinansiranja dospelih obaveza po osnovu obveznica emitovanih u cilju finansiranja gradskog kanalizacionog sistema, a koje su emitovane 1998. godine i 2003. godine. Očekujući dugi vremenski period sa niskim kamatnim stopama, grad Portland je odlučio da ove obveznice imaju kupon sa fiksnom kamatnom stopom, za razliku obveznica iz 2003. godine koje su imale kupon sa varijabilnom kamatnom stopom. Prva serija 2008A je kao sredstvo obezbeđenja imala zalogu prvog reda na finansiranim projektima. Serija 2008B obveznica je kao sredstvo obezbeđenja imala zalogu drugog reda na finansiranim projektima.

³¹¹ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Portland (Portland, april 2008. godine).

Finansijsko poslovanje Grada i stanje duga Grada pre emitovanja razmatrane serije municipalnih obveznica

U sledećim tabelama prikazani su finansijski izveštaji za grad Portland u periodu pre izdavanja municipalnih obveznica.³¹²

Kao što je već napomenuto, finansijski izveštaji imaju deo koji se odnosi na aktivnosti lokalne samouprave u užem smislu (javna bezbednost, uređenje parkova, rekreacija, kultura, transport i parking i razvoj lokalne samouprave) i poslovne aktivnosti lokalne samouprave (vodosnabdevanje, proizvodnja električne energije, golf, sportovi na vodi..).

Tabela 49: Bilans stanja grada Portlanda

AKTIVA:						
Stalna imovina	2.466	2.486	2.774	2.576	5.240	5.062
Ostala imovina	720	653	418	507	1.138	1.160
Ukupna aktiva	3.186	3.139	3.192	3.083	6.378	6.222
PASIVA:						
Dugoročne obaveze	1700	1650	1586	1571	3.286	3.221
Ostale obaveze	300	190	107	111	407	301
Ukupne obaveze	2.000	1.840	1.693	1.682	3.693	3.522
NETO POZICIJA:						
Neto ulaganja u osnovna sredstva	2.310	2.358	1.338	1290	3.648	3.648
Rezervisanja za plaćanje duga	163	92	11	10	174	102
Deficit/Suficit	-1.286	-1.152	148	100	-1.138	-1.052
Ukupna neto pozicija	1.187	1.298	1.497	1.400	2.684	2.698

Ukupne obaveze grada na dan 30. jun 2007. godine iznosile su 3.693 miliona dolara. Emisija municipalnih obveznica 17. aprila 2008. godine u ukupnom iznosu od 528 miliona dolara predstavlja povećanje postojećeg duga za 14,31%.

³¹² Izvor podataka: Finansijski izveštaji grada Portlanda za fiskalnu 2007. godinu (Ken Rust, Chief Administrative Officer, Office of Management and Finance, (2007), *Comprehensive Annual Financial Report For The Fiscal Year Ended June 30, 2007*, Portland).

Pošto se deo emitovanih obveznica koristio za refinansiranje dugova iz ranije emitovanih municipalnih obveznica, ukupan dug na kraju te fiskalne godine, tj. na dan 30. jun 2008. godine iznosio je 4.046 miliona dolara,³¹³ što je porast ukupnog duga grada za 9,54%.

Ukupan dug Grada po poslednje objavljenim finansijskim izveštajima, na dan 30. jun 2012. godine, iznosi 4.838 miliona dolara.³¹⁴ Tačnije primetan je skok ukupnih obaveza grada u iznosu od preko 790 miliona dolara, za četiri godine (2008-2012), tj. u proseku oko 197 miliona dolara godišnje.

Sa druge strane, Portland je jedan od gradova koji svojim stanovnicima daje vrlo transparentan uvid u budžet, kao i u proces usvajanja budžeta. Šta više, preko internet prezentacije grada, građani se mogu prijaviti za učešće u Savetodavnom komitetu za usvajanje budžeta (*Budget Advisory Committee*).³¹⁵

Tabela 50: Prihodi i rashodi grada Portlanda

PRIHODI:						
Programski prihodi	555	535	379	338	934	873
Naknade za komunalne usluge	494	439	371	332	865	771
Tekući doprinosi	33	52	3		36	52
Kapitalni doprinosi	28	44	5	6	33	50
Opšti prihodi	398	367	20	9	418	376
Porez na imovinu	355	335			355	335
Boravišne takse	18	16			18	16
Zarade od investiranja	24	16	20	9	44	25
Ostali prihodi	1				1	0
Ukupni prihodi	953	902	399	347	1.352	1.249
TROŠKOVI:						
Javna bezbednost	424	403			424	403
Uređenje parkova, rekreacija i kultura	65	56			65	56
Razvoj lokalne samouprave	128	117			128	117
Transport i parking	243	232			243	232
Troškovi zakonske/administrativne podrške	160	175			160	175

³¹³ Izvor: Zvanična prezentacija grada Portlanda (<http://www.portlandonline.com/?c=25777>).

³¹⁴ (<http://www.portlandonline.com/?c=25777>).

³¹⁵ <http://www.portlandoregon.gov/cbo/?c=52300>.

Troškovi kamata	49	47			49	47
Ostali troškovi			299	246	299	246
Ukupni troškovi	1.069	1.030	299	246	1.368	1.276
Prihodi umanjeni za troškove	-116	-128	100	101	-16	-27
Transferi	3	3	-3	-3		
Promena u neto poziciji	-113	-125	97	98	-16	-27
Neto pozicija na početku godine	1.299	1.424	1401	1303	2.700	2.727
Neto pozicija na kraju godine	1.187	1.298	1.497	1.400	2.684	2.698

Ukupni ostvareni prihodi u fiskalnoj 2007. godini su bili 1.352 miliona dolara, od čega je vrlo značajno napomenuti da prihodi iz poslovnih aktivnosti čine skoro 30% ukupnih prihoda. Naknade za komunalne usluge čine 52% prihoda lokalne samouprave (u užem smislu), dok porez na imovinu čini 37% tog prihoda.

Pre izdavanja ovih municipalnih obveznica, ukupne obaveze grada Portlanda su iznosili 3,7 milijardi dolara (od čega su dugoročne obaveze 90% tog iznosa), a ukupni prihodi su bili 1,4 milijarde dolara. Kako kratkoročne obaveze (koje se plaćaju u narednih 12 meseci) predstavljaju svega 10% ukupnih obaveza, Portland troši oko 26% svojih prihoda za servisiranje ovih obaveza. Ovo je razlog da rejting agencije visoko ocenjuju bonitet Portlanda, tako da *Moody's* i dalje ocenjuje Portland kao izdavaoca sa najboljim kreditnim rejtingom – Aaa.

10.1.3. Grad Detroit

Podaci o emitentu

Detroit je najveći grad u američkoj saveznoj državi Mičigen, a ujedno je i središte okruga Vejn. Osnovan je 1701. godine, a nalazi se neposredno uz američku granicu sa Kanadom.³¹⁶ Zbog oslabljene ekonomske situacije u Detroitu, broj stanovnika je već duži niz godina u padu. U 2012. godini u njemu je živelo oko 700 hiljada stanovnika, dok dve godine kasnije, taj broj se smanjio na oko 680 hiljada stanovnika. Najveći broj stanovnika, Detroit je imao 1950. godine, kada je u njemu živelo više od 1,8 miliona stanovnika.

Detroit je poznat kao središte automobilske industrije. U gradu Detroitu se nalazi središte multinacionalne kompanije General Motors, poznatije kao GM, a kompanija Ford se nalazi u susednom gradu Dearborn-u. GM posluje u okviru industrije proizvodnje automobila preko 100 godina i danas zapošljava oko 212 hiljada ljudi, dok Ford zapošljava oko 224 hiljade ljudi širom sveta.

Pored GM u Detroitu se nalazi još nekoliko većih kompanija, a neke od njih su sledeće:

- American Axle - proizvodi komponente i sisteme za automobile;
- DTE Energy – kompanija za razvoj i upravljanje energetske poslova širom zemlje;
- Miller, Canfield, Paddock & Stone – jedna od najvećih advokatskih kompanija u Americi.

Značaj studije slučaja izdavanja municipalnih obveznica grada Detroita je naročito važan zbog činjenice da je tokom 2013. godine dug grada postao neodrživ, što je rezultiralo pokretanjem stečajnog postupka nad gradom.

Struktura emitovanih municipalnih obveznica

Tržište duga grada Detroita se odlikuje velikim brojem različito strukturiranih municipalnih obveznica emitovanih u cilju finansiranja različitih potreba grada i sa njim povezanih institucija/pravnih lica.³¹⁷

Grad Detroit je 17. marta 2005. godine emitovao prihodovne municipalne obveznice sa ciljem finansiranja infrastrukturnih projekata na teritoriji grada. Emitovanje obveznica je vršeno kroz tri serije obveznica. Ukupna vrednost emitovanih municipalnih obveznica 376.730.000 dolara.

³¹⁶ Izvor podataka: Internet prezentacija grada Detroita.

³¹⁷ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Detroita (Detroit, mart 2005. godine).

Pokrovitelj ove emisije obveznica je bila Kompanija MBIA,³¹⁸ koja je bila dužna da organizuje upis i uplatu obveznica, kao i da otkupi preostali deo neprodatih obveznica.

Serijska A municipalnih obveznica je izdata u ukupnom nominalnom iznosu od 273.355.000 dolara, serija B u iznosu od 40.215.000 dolara i serija C u iznosu od 63.160.000 dolara.

Serijska A, emitovana je u nominalnom iznosu od 273.355.000 dolara. Raspored dospeća glavnice i plaćanje kupona je prikazan u tabeli u nastavku.

Tabela 51: Serijska obveznica grada Detroita (eng. Serial bond)

2.000.000	2008	2,75	2,85	5.450.000	2017	4,0	4,02
2.500.000	2009	2,9	2,95	5.550.000	2018	4,0	4,06
4.200.000	2010	3,0	3,1	8.300.000	2019	4,0	4,15
5.800.000	2011	3,25	3,35	8.600.000	2020	4,0	4,20
6.750.000	2012	3,4	3,5	9.050.000	2021	4,1	4,26
7.050.000	2013	3,5	3,65	9.250.000	2022	4,125	4,32
6.250.000	2014	3,6	3,77	9.700.000	2023	4,25	4,38
4.900.000	2015	3,7	3,86	9.900.000	2024	4,25	4,42
5.100.000	2016	3,75	3,94	25.000.000	2025	4,25	4,45

Prva tranša, izdata kao serijska obveznica, ima dospeće glavnice svakog jula do 2025. godine. Imajući u vidu finansijske poteškoće sa servisiranjem duga Detroita, može se primetiti da glavnica progresivno raste kroz vreme.

Šta više, kada se uzme u obzir i druga, terminska tranša serije A ove obveznice, dolazi se do zaključka da skoro polovina ukupne glavnice dospeva 25 godina nakon izdavanja obveznice, a da se u prvih 10 godina servisira samo 20% glavnice.

Tabela 52: Terminska obveznica grada Detroita (eng. Bullet bond)

³¹⁸ Ova kompanija je specijalizovana za izdavanje i osiguravanje municipalnih obveznica – videti www.mbia.com.

35.890.000	2030	5,00	4,47	13.945.000	2034	5,00	4,50
41.165.000	2033	5,00	4,48	47.000.000	2035	5,00	4,52

Pored potrebe da se nejednako rasporedi glavnica duga, serija A je strukturirana na način i da kupon ne bude jednak – on kreće od iznosa 2,75% na godišnjem nivou, pa se završava na 5% kod druge, terminske tranše. Takođe, prinos koji investitori zahtevaju kod prve tranše je veći od kupona, pa su ove obveznice prodavane uz diskont (cena manja od 100), dok je zahtevani prinos kod druge tranše bio manji od kupona, pa se ova tranša prodavala uz premiju (cena veća od 100).

Serija B, emitovana je u ukupnoj nominalnoj vrednosti od 40.215.000 dolara.

Tabela 53: Serijska obveznica grada Detroita (eng. Serial bond)

500.000	2012	3,40	3,50	8.010.000	2015	5,00	3,86
2.520.000	2013	5,00	3,50	10.420.000	2021	5,50	4,18
7.775.000	2014	5,00	3,77	10.990.000	2022	5,50	4,23

Kod serije B se takođe može videti da kroz vreme raste otplata glavnice, kao i rast vrednosti kupona. Kako je zahtevani prinos na ove obveznice bio manji od kupona, one su se prodavale uz premiju (cena veća od 100).

Zbog postojanja ranije izdatih municipalnih obveznica grada Detroita, može se primetiti da dospeća od 2025. do 2030. godine preskočena, jer u ovom periodu dospeva glavnica drugih obveznica.

Serija C, emitovana je u ukupnoj nominalnoj vrednosti od 63.160.000 dolara, i kao i prethodne serije ima rastući iznos glavnice koji se otplaćuje, i rastuću vrednost kupona.

Tabela 54: Serijska obveznica grada Detroita (eng. Serial bond)

195.000	2006	2,40	2,45	4.570.000	2016	5,00	3,94
100.000	2007	2,625	2,69	4.795.000	2017	5,00	4,01
2.265.000	2008	5,00	2,85	5.030.000	2018	5,00	4,06
3.320.000	2011	5,00	3,35	5.280.000	2019	5,00	4,11
3.760.000	2012	5,00	3,50	7.355.000	2020	5,00	4,15
3.940.000	2013	5,00	3,65	7.720.000	2021	5,00	4,20
4.140.000	2014	5,00	3,77	6.345.000	2025	5,00	4,39
4.345.000	2015	5,00	3,86				

Investicioni projekti financirani emisijom municipalnih obveznica

Projekti koji su se financirali izdavanjem ove obveznice obuhvataju popravku postojećeg stanja sistema vodovoda i kanalizacije, kao i refinansiranje dela prethodno nastalih obaveza prema kreditorima.³¹⁹

Projekat revitalizacija i unapređenja sistema vodovoda i kanalizacija je nazvan „*The Capital Improvement Program*“ i podeljen je na nekoliko faza:

- Izgradnja postrojenja
- Izgradnja presretača kanalizacionog sistema
- Izgradnja kombinovanog kanalizacionog sistema
- Zamena bočne kanalizacije
- Planiranje/administracija

Sistem za vodovod i kanalizaciju je u prethodnom periodu imao neka odstupanja van granica dozvoljenih zakonom. Od tada je napravljeno dosta operativnih i kapitalnih unapređenja, što je dovelo do toga da je sistem sada u skladu sa svim zakonskim propisima za ispravnost kvaliteta vode i vazduha, kao i načinom za odlaganje mulja.

³¹⁹ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Detroita (Detroit, mart 2005. godine).

„*Capital Improvement Program*“ je bio prvenstveno namenjen za poboljšanje pouzdanosti sistema kako bi zadovoljio sve standarde, ali za cilj ima i postizanje veće efikasnosti rada i održavanja sistema. Manji deo programa je posvećen unapređenju pružanja usluga.

Ukupna vrednost projekta je procenjena na 1,3 milijarde dolara, ali je samo deo finansiran sredstvima iz emitovanih municipalnih obveznica.

Finansijsko poslovanje Grada i stanje duga Grada pre emitovanja municipalnih obveznica

U nastavku je analizirano finansijsko stanje grada u 2003. i 2004. godini.³²⁰

Tabela 55: Bilans stanja grada Detroita – za kraj fiskalne 2003 i 2004. godine

	2004	2003	2004	2003	2004	2003
IMOVINA						
Obrtna i druga sredstva	781.052	853.956	1.384.886	1.724.722	2.165.638	2.578.678
Osnovna sredstva	1.194.050	1.116.516	4.593.455	4.096.202	5.787.505	5.212.718
Ukupna aktiva	1.975.100	1.970.472	5.978.341	5.810.974	7.953.141	7.781.446
OBAVEZE						
Dugoročne obaveze	1.300.807	982.419	4.077.927	3.997.752	5.378.734	4.980.171
Ostale obaveze	481.145	557.501	354.173	330.645	835.318	888.146
Ukupno obaveze	1.781.952	1.539.920	4.432.300	4.328.397	6.214.252	5.868.317
Neto imovina						
Investicije u osnovna sredstva	423.119	419.924	1.063.413	1.035.281	1.486.532	1.455.205
Rezervisanja za plaćanje duga	85.250	113.243	193.237	120.671	278.487	233.914
Deficit/Suficit	-315.219	-102.285	283.556	326.646	-31.663	223.361
Ukupna neto imovina	193.150	430.552	1.546.041	1.482.598	1.739.191	1.913.150

Iz bilansa stanja grada Detroita se može videti da grad nije imao značajan deficit u poslovanju u 2004. godini, te da dugoročne obaveze predstavljaju preko 90% ukupnih obaveza.

³²⁰ Izvor podataka: Finansijski izveštaji grada Detroita za fiskalnu 2004. godinu (Sean K. Werdlow, Chief Financial Officer/Finance Director City of Detroit, Michigan (2004), *Comprehensive Annual Financial Report For the Fiscal Year Ended June 2004*, Detroit).

Međutim, kada se uporedi iznos za servisiranje kratkoročnih obaveza sa ukupnim prihodima grada Detroita, dolazi se do zaključka da oko 35% ukupnih prihoda grad treba da izdvoji za servisiranje obaveza.

Sa druge strane, poslovne aktivnosti učestvuju sa 25% u ukupnim prihodima grada Detroita, a prihodi i rashodi su prilično ujednačeni, gde deficit iznosi svega 7% ukupnih prihoda.

Naknade za usluge učestvuju sa 32,5% u ukupnim prihodima, a porez na imovinu iznosi oko 10% ukupnih prihoda.

Tabela 56: Bilans uspeha grada Detroita – za fiskalnu 2003 i 2004. godinu

	2004	2003	2004	2003	2004	2003
PRIHODI						
Programski prihodi	749.387	672.198	169.448	654.903	590.443	1.327.101
Opšti prihodi	1.046.552	1.081.483	16.329	23.082	1.062.881	1.104.565
Ukupni prihodi	1.795.939	1.753.681	603.777	677.985	2.399.716	2.431.666
TROŠKOVI						
Javna bezbednost	755.816	593.346	0	0	755.816	593.346
Zdravstvo	172.602	194.876	0	0	172.602	194.876
Ekonomski razvoj	102.680	102.939	0	0	102.680	102.939
Unapređenje okruženja	267.233	273.248	0	0	267.233	273.248
Upravljanje razvojem	350.970	372.617	0	0	350.970	372.617
Kamata na dugoročne pozajmice	58.080	44.661	0	0	58.080	44.661
Ostali troškovi	248.852	230.144	617.442	732.543	866.294	962.687
Ukupni troškovi	1.956.233	1.811.831	617.442	732.543	2.573.675	2.544.374
Povećanje/smanjenje u neto imovini pre transfera i posebnih stavki	-160.294	-58.150	-13.665	-54.558	-173.959	-112.708
Transferi	-77.108	-78.019	77.108	78.019	0	0
Posebna stavka-casino	0	132	0	0	0	132
Promena u neto imovini	-237.402	-4.169	63.443	23.461	-173.959	19.292
Neto imovina-početak godine	430.522	434.721	1.482.598	1.459.137	1.913.120	1.893.858
Neto imovina-kraj godine	193.150	430.552	1.546.041	1.482.598	1.739.191	1.913.150

Zbog velikog iznosa duga, rejting agencije nisu blagonaklono gledale na rizik investiranja u municipalne obveznice grada Detroita.

Moody's je imao kreditni rejting sa ocenom Baa1 tokom 2004. godine, ali se on pogoršavao kroz vreme tako da je u 2012. godini bio ocenjen kao B3. Ovo pogoršanje je značilo da ovaj izdavalac nosi veliki kreditni rizik, što je predstavljalo uvod u stečajni postupak.

Stečajni postupak nad Detroitom

Grad Detroit je u julu 2013. godine pokrenuo stečajni postupak koji je ujedno i najveći u istoriji američkog pravosuđa.³²¹ Slično iskustvo je imao i grad Njujork 1975. godine, kada je za malo izbegao stečajni postupak.³²²

U proteklih deset godina grad je izgubio skoro 25% stanovništva (danas u njemu živi oko 680 hiljada ljudi). Velike kompanije su tokom pomenutog perioda takođe postepeno napuštale grad, a što je svakako imalo i negativne implikacije na javne prihode. Aktivna radna snaga je postala manjina u odnosu na penzionere (odnos koji je veći od 2:1), a kriminal je uzeo ozbiljno maha. U ovom trenutku, Detroit ima dugovanja prema više od 100.000 kreditora.

Detroit je 1960. godine imao najveći prihod po glavi stanovnika u celoj državi Mičigen i 296 hiljada radnih mesta u proizvodnji, dok pedeset godina kasnije ima malo više od 27 hiljada. Između 2000. i 2010. godine 48% radnih mesta u proizvodnji je izgubljeno, a manje od polovine stanovnika starijih od 16 godina ima zaposlenje.

U Detroitu su cene nekretnina strmoglavo pale jer postoji veliki broj napuštenih kuća koje se mogu kupiti za simboličan dolarski iznos.

Poslednja globalna finansijska kriza je imala značajan negativni efekat na automobilsku industriju, koja je ujedno i jedan od osnovnih privrednih temelja grada. Međutim, neophodno je napomenuti i činjenicu da je bilo prisutno i loše vođenje fiskalne politike što je dovelo grad u veoma tešku finansijsku poziciju. Dugovi Detroita su neprekidno rasli, a budžetski deficit je dostigao više od 380 miliona dolara.

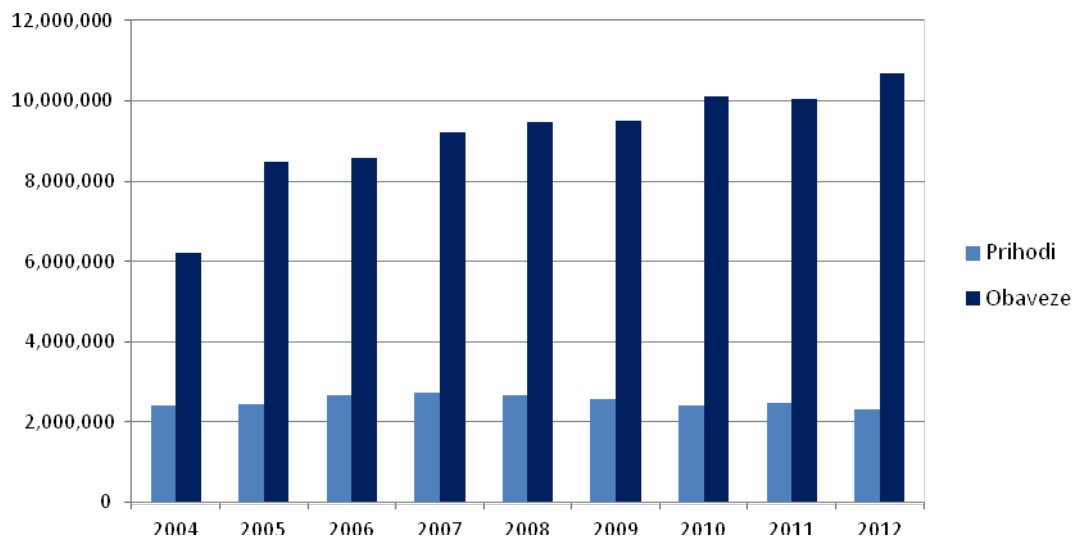
Dugoročne obaveze su porasle sa oko 6 milijardi dolara u 2004. godini na preko 10 milijardi u 2012. godini. Zbog ovakve situacije gradska uprava je morala da proglasi stečaj.

Stečajni postupak nije novina za američke gradove. Stečaj je zakonski posao moguć za gradove od 1937. godine, i u ovom postupku je bilo do sada oko 640 gradova i lokalnih zajednica. Stečaj Detroita je svakako najveći do sada.

³²¹ Izvori podataka: Finansijski izveštaji grada Detroita za fiskalni period od 2004-2012. godine; Informacioni portali BLOOMBERG i REUTERS.

³²² 17. oktobra 1975. godine grad Njujork nije imao sredstava da plati dospele obaveze, ali mu je pomogao sindikat učitelja investirajući 150 miliona dolara iz penzionog fonda u municipalne obveznice. Ubrzo zatim, i federalna država je podržala grad Njujork dajući mu zajam od 2,3 milijarde dolara.

Grafikon 27: Kretanje ukupnog duga i celokupnih ostvarenih prihoda Grada po godinama, za period od 2004 – 2012. godine (iznosi su u 000 dolara)



Izvor: Finansijski izveštaji Grada za period od 2004. do 2012. godine

Na prethodnom grafikonu vidljiv je konstantan i relativno intenzivan rast duga u prethodnom periodu, ali i stagnacija i blagi pad ukupnih prihoda grada, što jasno ukazuje na značajan nivo prezaduženosti i očigledne finansijske probleme sa kojima se grad Detroit susreo. Grad nije samo dužan bankama i ostalim finansijskim institucijama, već i penzionerima i zdravstvenom osiguranju. Stečajni postupak je započet u julu 2013. godine, a okončan je 7. novembra 2014. godine kada je usvojen Plan reorganizacije Detroita. Sve gradske nadležnosti grad Detroit je povratio tek 11. decembra 2014. godine kada je Plan reorganizacije počeo da se primenjuje.

Zaključak iz analize municipalnih obveznica američkih gradova

Na bazi prethodno obavljene analize gradova i države Njujork u Sjedinjenim Američkim Državama, napravljen je kratak presek odnosa obaveza i ostvarenih prihoda na kraju fiskalne 2012. godine.

Tabela 57: Odnos duga i ostvarenih prihoda u 2012. godini države Njujork, grada Portlanda i grada Detroita

	Prihodi	Obaveze	Obaveze/Prihodi
Njujork	152.252.000	111.376.000	0,73
Portland	1.529.674	4.838.901	3,16
Detroit	2.302.212	10.683.171	4,64

Izvor: Finansijski izveštaji za fiskalnu 2012. godinu

U prethodnoj tabeli vidljiv je značajan ukupan dug države Njujork, ali i veoma visok nivo prihoda koje je ova država ostvarila. Odnos ukupnih obaveza i ostvarenih prihoda ove države je manji od jedan, što govori da prihodi, ostvareni tokom fiskalne 2012. godine, pokrivaju celokupne obaveze koje su konstatovane na kraju fiskalne 2012. godine. Gradovi Portland i Detroit nisu u tako povoljnoj poziciji, pa su tako njihove ukupne obaveze značajno veće od ukupnih godišnjih prihoda. Grad Portland u nešto povoljnijoj situaciji s obzirom da je ukupan nivo duga oko 3 puta veći od ostvarenih godišnjih prihoda, a u slučaju Detroita, dug je skoro 5 puta veći od ostvarenih godišnjih prihoda. Ove odnose duga i ostvarenih prihoda treba imati u vidu kada se diskutuje oko zaduženja lokalnih samouprava u Srbiji, gde je zakonski limit za zaduživanje tako postavljen da se lokalne samouprave ne mogu zadužiti za više od polovine njihovih tekućih prihoda.

10.1.4. Grad Varšava

Podaci o emitentu

Varšava je grad u centralnoj Poljskoj u kome živi oko 1,8 miliona stanovnika. Od 1596. godine ovaj grad je i glavni grad Poljske, a takođe predstavlja i njen naučni, kulturni i politički centar. Varšava je najveći grad u Poljskoj i u njoj je sedište parlamenta, predsednika i centralnih vlasti.³²³

Zakonodavna vlast u Varšavi pripada gradskoj skupštini koja ima 60 odbornika. Oni se biraju na svake četiri godine, i to na neposrednim, proporcijalnim izborima. Gradonačelnik ima pravo veta na odluke skupštine.

Specifičnost Poljske je u činjenici da se gradonačelnici svih većih gradova (sa preko 100.000 stanovnika) nazivaju predsednicima. Do 2002. godine, predsednik Varšave je biran od strane skupštine, ali se od 2002. godine on bira neposredno od strane građana.

Varšava je podeljena na 18 distrikta, a svaki od njih ima svoja predstavnička tela.

Varšava, spada u najveće centre biznisa u Centralnoj Evropi. U njoj je registrovano više od 300 hiljada firmi. Varšava proizvodi preko 12% poljskog bruto domaćeg proizvoda i ima izuzetno malu stopu nezaposlenosti (ispod 5%).

Varšavska berza je jedna od najvećih u Centralnoj Evropi i na njoj se trguje sa hartijama od vrednosti više od 370 izdavalaca. Kroz proces privatizacije, neprekidno se smanjuje broj kompanija u državnom vlasništvu, dok sa druge strane broj kompanija u privatnom vlasništvu (čak sa većinskim stranim kapitalom) raste.

³²³ Izvor podataka: Internet prezentacija grada Varšave.

Struktura emitovane municipalne obveznice

Grad Varšava se odlučila da u aprilu 2009. godine izda prvu evro-obveznicu. Evro-obveznica je obveznica izdata na inostranom tržištu i u drugoj valuti u odnosu na domicilnu zemlju i domaću valutu (u ovom slučaju, ova obveznica je izdata u evrima i listirana na berzi u Luksemburgu). Pokrovitelji emisije su bile poznate investicione banke BNP Paribas i Deutsche Bank.³²⁴

Vrednost emisije iznosila je EUR 200 miliona, a kupci su bili osiguravajuća društva, penzioneri i investicioni fondovi iz Velike Britanije, Švajcarske, Češke i Nemačke.

Na bazi ocene rizika grada Varšave kao izdavaoca, Rejting agencija Moody's je dodelila A2 kreditni rejting gradu pri emisiji ovih obveznica. Ovaj kreditni rejting spada u gornju-srednju zonu i predstavlja nizak kreditni rizik emitenta.

U pitanju je kuponska obveznica koja fiksnu kamatu (6,85%) isplaćuje jednom godišnje (svakog 6. maja), a ceo iznos glavnice isplaćuje na kraju perioda. Zbog roka dospeća od 5 godina, ova obveznica se svrstava u srednjoročne obveznice.

Kako je cilj ove emisije bio da se privuku strani investitori i obezbedi kontinuitet finansiranja kapitalnih projekata, nominalna vrednost jedne obveznice je bila na relativno visokom nivou od 50.000 evra.

Važno je istaći da se u tom trenutku grad Varšava zaduživao po nižoj stopi na domaćem tržištu, ali zbog želje da proširi bazu investitora, grad je prihvatio i višu cenu na međunarodnom tržištu kapitala.

Tabela 58: Raspored isplata kupona i glavnice obveznica grada Varšave (za jednu obveznicu sa nominalnim iznosom od 50.000 evra)

1	06. maj 2010.	6,8750	3.437,5	
2	06. maj 2011.	6,8750	3.437,5	
3	06. maj 2012.	6,8750	3.437,5	
4	06. maj 2013.	6,8750	3.437,5	
5	06. maj 2014.	6,8750	3.437,5	50.000

³²⁴ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Varšave (Varšava, mart 2009. godine).

Investicioni projekti finansirani emisijom municipalnih obveznica

Priliv od emisije obveznica je korišćen od strane grada za investicione rashode koji nisu pokriveni prihodima budžeta.³²⁵ Varšava je investirala novac u velike infrastrukturne projekte, kao što su izgradnja podzemne železničke mreže, mosta u severnom delu grada, kao i na rekonstrukciju muzeja i naučnih centara .

Ova obveznica je bila samo deo ukupno planiranog iznosa od 1,3 milijarde evra za finansiranje razvojnih projekata grada. Sledeća tabela prikazuje obim i strukturu finansiranja planiranih projekata. Iz ovog pregleda se vidi da su predviđene investicije u periodu od 2008. do 2012. godine iznosile 15,6 milijardi zloti (PLN), što predstavlja oko 3,7 milijardi evra, a sredstva dobijena iz emisije euro-obveznica su činila oko 5,4% ukupnih planiranih investicija u ovom periodu.

Tabela 59: Planirani projekti grada Varšave za period od 2007. do 2012. godine (000 PLN)

Razvoj putne infrastrukture	10.899.579	2.132.601	6.022.964	2.744.014
Razvoj javnog saobraćaja	12.497.504	753.993	4.275.617	7.467.894
Zaštita okruženja i gradske usluge	218.624	69.345	149.279	0
Unapređenje javne bezbednosti	279.071	6.911	157.841	114.319
Sport i rekreacija	840.519	65.777	712.957	61.785
Socijalna pomoć	298.284	31.818	209.580	56.886
Razvoj kulturnih institucija	977.703	42.481	929.545	5.677
Stambena izgradnja i upravljanje nekretninama	787.825	103.082	620.993	63.750
Razvoj efikasnosti administracije	989.018	81.196	718.811	189.011
Razvoj školske infrastrukture	1.277.507	128.811	914.775	233.921
Zdravstvo	1.115.932	190.717	594.105	331.110
Zelenilo	317.533	45.163	211.020	61.350
Rezerve	135.310	0	135.310	0
Ukupno	30.634.409	3.651.895	15.652.797	11.329.717

³²⁵ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Varšave (Varšava, mart 2009. godine).

Finansijsko poslovanje Grada i stanje duga Grada pre emitovanja municipalnih obveznica

U tabelama koje slede, prikazana je finansijska pozicija grada Varšave pre izdavanja municipalnih obveznica.³²⁶

Tabela 60: Bilans uspeha grada Varšave za period 2005-2009. godine

Tekući prihodi	7.049	7.769	9.192	9.586	9.649
Kapitalni prihodi	287	807	582	673	468
Novo zaduživanje	820	1	-	430	2.007
UKUPNO	8.156	8.577	9.774	10.689	12.124
Tekući rashodi	6.447	6.850	7.386	8.426	9.247
Kapitalni rashodi	1.028	1.236	1.712	2.097	2.102
Otplata duga	239	220	270	448	208
UKUPNO	7.714	8.306	9.368	10.971	11.557
REZULTAT	442	271	406	(282)	567

Kao što se može iz prethodne tabele uočiti, tekući prihodi grada Varšave beleže konstantan rast u periodu od 2005. do 2009. godine, a suficit je prisutan u svim godinama osim u 2008. godini.

Što se strukture prihoda tiče, 83% prihoda čine izvorni i ustupljeni prihodi, a transferi čine samo 17%. Najveće učešće od 43% imaju poreski prihodi koji se dele sa centralnom državom (ustupljeni prihodi), dok izvorni prihodi od poreza i naknada učestvuju sa 16%. Prihodi od nepokretnosti su takođe značajni, i učestvuju sa oko 10% od ukupnih prihoda.

Sa druge strane, u funkcionalnoj strukturi tekućih rashoda najveće učešće zauzimaju rashodi za obrazovanje³²⁷ (24%) i transport i telekomunikacije (24%), dok su rashodi za stanogradnju (11%) i socijalnu zaštitu (7%) odmah iza njih. Sa aspekta ekonomske klasifikacije, troškovi za zaposleni čine 28% ukupnih rashoda.

Kapitalni rashodi su bili na nivou od oko 1 milijarde poljskih zlota (oko 230 miliona evra) u 2005. godini, ali su se do 2009. godine udvostručili. Najveći deo kapitalnih rashoda u 2009. godini čine rashodi za unapređenje transportnih i telekomunikacionih usluga (32%), dok su iza njih kapitalni rashodi za kulturu, sport i zaštitu nacionalnog nasleđa (25%).

³²⁶ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Varšave (Varšava, mart 2009. godine).

³²⁷ Varšava je jedan od gradova sa najvećim brojem visoko obrazovanih stanovnika – oko 23% ukupnog stanovništva.

Da bi se pratio ovakav rast kapitalnih investicija sa jedne, i otplata postojećih dugova sa druge strane, grad Varšava je od 2008. godine krenuo sa novim zaduživanjem. U 2008. godini se dodatno zadužio sa oko 100 miliona evra, a u 2009. godini sa oko 465 miliona evra (od čega su municipalne obveznice 200 miliona evra).

Tabela 61: Struktura duga grada Varšave u periodu 2005-2009. godina

Obveznice	23	23	18	18	1.428
Krediti	2.749	2.529	2.257	1.915	2.596
UKUPNO	2.772	2.552	2.275	1.933	4.024
Inostrani dug	1.463	1.456	1.405	1.381	3.115
Domaći dug	1.309	1.096	870	552	909
UKUPNO	2.772	2.552	2.275	1.933	4.024
Inostrani dug	53%	57%	62%	71%	77%
Domaći dug	47%	43%	38%	29%	23%

Zakonski limiti za zaduživanje lokalnih samouprava u Poljskoj obuhvataju ograničenje od 60% duga u odnosu na ukupne prihode, kao i 15% obaveza za servisiranje duga u odnosu na ukupne prihode.

Sa dugom od manje od 1 milijarde evra na kraju 2009. godine, grad Varšava je imala tek 40% duga u odnosu na ukupne prihode, a što je u skladu sa ocenom kreditnog rejtinga agencije Moodys (A2).

Izlazak na inostrano tržište je za grad Varšavu značilo dugoročno obezbeđenje finansiranja kapitalnih projekata, iako je trošak tog finansiranja kratkoročno bio viši. Takođe, grad se odlučio i da uravnoteži strukturu instrumenata finansiranja, pa su obveznice postale instrument za finansiranje više od 1/3 ukupnog duga grada Varšave.

10.1.5. Grad Milano

Podaci o emitentu

Milano je drugi po veličini grad u Italiji, i u njemu živi oko 1,3 miliona stanovnika, dok zajedno sa predgrađima grad broji više od 5 miliona stanovnika.³²⁸ Gradsko stanovništvo čine mahom pripadnici starije populacije sa relativno niskim prirodnim priraštajem, dok je veliki broj stanovnika, uglavnom mladih porodica, odlučio da naseli predgrađa sa boljim kvalitetom života. Grad danas ima značajan udeo imigrantskog stanovništva, čak 14% ukupne populacije Milana i to su doseljenici iz svih krajeva sveta.

Milano ima model jakog gradonačelnika. Predstavnički organ je gradska skupština koja se sastoji od 48 odbornika koji se biraju na izborima svakih pet godina po proporcionalnom sistemu, istovremeno sa izborima za gradonačelnika. Izvršni organ je gradonačelnik i gradski odbor, sastavljen od 16 odbornika koje postavlja gradonačelnik. Gradonačelnik predsedava sednicama gradskog odbora.

Grad Milano je trenutno podeljen na devet opština, a pre upravne reforme iz 1999. godine, imao ih je dvadeset. Svakom opštinom upravlja savet i predsednik, izabran kada i gradonačelnik. Milano je poslovni i modni centar Italije, i važi za jedan od privredno najznačajnijih gradova Evrope.

Grad je prepoznatljiv i po automobilskoj industriji, jer je 1910. godine u njemu osnovana fabrika automobila Alfa Romeo koja je danas deo Fijat Grupacije, a u njemu se nalazi i firma Pireli koja proizvodi automobilske gume. Procenjuje se da provincija Milano generiše preko 130 milijardi evra bruto domaćeg proizvoda, što čini oko 10% bruto domaćeg proizvoda Italije.

Struktura emitovane municipalne obveznice

Grad Milano je 29. juna 2005. godine izdao municipalne obveznice u ukupnom nominalnom iznosu od 1,68 milijardi evra. Obveznice su emitovane sa rokom dospeća od 30 godina i dospevaju 29. juna 2035. godine. Emisija je izvršena po fiksnoj kamatnoj stopi od 4,019% godišnje a isplata kupona se vrši jednom godišnje.³²⁹

³²⁸ Izvor podataka: Internet prezentacija grada Milana.

³²⁹ Izvor podataka: *Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Milana (Milano, Jun 2005. godine)*.

Zbog izuzetno velikog obima emisije, pokrovitelji emisije su bile renomirane investicione banke Depfa Bank, Deutsche Bank, JP Morgan i UBS Investment Bank.

Investicioni projekti finansirani emisijom municipalnih obveznica

Ova emisija municipalnih obveznica je urađena sa namerom da se refinansiraju postojeće finansijske obaveze. Imajući u vidu da je ukupan iznos duga bio oko 3,3 milijarde evra, ovom emisijom municipalnih obveznica je refinansirana polovina tog duga.

Finansijsko poslovanje Grada i stanje duga Grada pre emitovanja razmatrane serije municipalnih obveznica

Dug grada se pre emitovanja ovih obveznica uglavnom sastojao od kredita uzetih od *Cassa Depositi e Prestiti*³³⁰ (oko 935,6 miliona evra), italijanskih bankarskih institucija (oko 1.913,5 miliona evra), kao i od Evropske investicione banke (oko 103,6 miliona evra). U strukturi ukupnog duga su bile prisutne i obveznice izdate na italijanskom tržištu (oko 362 miliona evra).³³¹ Još jedan od razloga za izdavanje ovih municipalnih obveznica je bila želja grada da izbalansira deo duga koji nosi fiksnu kamatnu stopu sa delom duga koji nosi varijabilnu kamatnu stopu.

Tabela 62: Dug grada Milana u periodu od 2000. do 2004. godine

Dug sa fiksnom stopom	996,8	785,9	799,4	882,2	1.298,5
Dug sa varijabilnom stopom	1.911,5	2.079,0	2.103,7	2.067,8	2.039,9
Ukupno stanje duga	2.878,3	2.864,9	2.903,1	2.950,0	3.338,4

Iz prethodne tabele vidljivo je da je najveći procenat ukupnog duga grada pre ove emisije municipalnih obveznica imao varijabilnu kamatu. Kako je uvek veoma teško predvideti da li će se kamatne stope povećavati ili smanjivati, sasvim je opravdana bila odluka grada Milana da ujednači učešće duga sa fiksnom i učešće duga sa varijabilnom kamatnom stopom.

³³⁰ *Cassa Depositi e Prestiti* je finansijska institucija osnovana od strane italijanskog Ministarstva finansija i privatnih banaka. Ukupna imovina kojom ova institucija raspolaže iznosi preko 17,5 milijardi evra i isključivo finansira lokalne samouprave, regione i druge državne organizacije. Novac prikuplja preko svoje mreže poštanskih štedionica.

³³¹ Izvor podataka: *Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Milana (Milano, Jun 2005. godine)*.

U narednoj tabeli prikazan je trend kretanja prihoda i rashoda grada tokom 5 budžetskih godina pre emitovanja obveznica, kao i struktura finansiranja budžetskog deficita/suficita.

Tabela 63: Bilans uspeha Grada Milana u periodu od 2000. do 2004. godine

Tekući prihodi	1.712,60	1.770,50	1.802,90	1.817,40	1.790,00
Tekući rashodi	1.607,00	1.728,90	1.730,30	1.712,40	1.695,90
Tekuće suficit/deficit	105,60	41,60	72,60	105,00	94,10
Kapitalni prihodi	281,30	257,70	290,90	549,00	957,70
Kapitalni rashodi	639,70	456,00	536,40	821,10	1.526,70
Kapitalni suficit/deficit	- 358,40	-198,30	- 245,50	-272,10	- 569,00
Budžetski suficit/deficit	- 252,80	-156,70	- 172,90	-167,10	- 474,90
Nove pozajmice	416,10	303,00	254,90	228,40	253,50
Otplate duga	280,10	285,90	216,70	181,40	201,40
Ukupna sredstva	- 116,80	- 139,60	- 134,70	- 120,10	- 422,80

U skladu sa prikazanim podacima, vidljivo je da je nivo prihoda relativno stabilan. Sa druge strane, finansijske obaveze su u istom periodu bile u blagom rastu i premašile su iznos od 3,3 milijardi evra. I pored relativno visokog nivoa duga i velikih kapitalnih investicija, rejting agencija Moody's je dana 24. juna 2005. godine gradu Milanu dodelila rejting Aa2, upravo neposredno pre izdavanja pomenute municipalne obveznice.

Obrazloženje za ovaj kreditni rejting (Aa2) se pre svega baziralo na stabilnom političkom okruženju i njegovoj jakoj i dinamičnoj privredi koja čini grad Milano najbogatijim italijanskim gradom u smislu prihoda po glavi stanovnika.

Grad Milano na vrlo sofisticiran način upravlja svojim budžetom sa visokom fleksibilnosti prihoda (preko 30% su izvorni prihodi). On ima dobru likvidnost i dodatne prihode od aktivnog upravljanja imovinom.

Naredna tabela sumira odnos i kretanje tekućeg prihoda grada i visine ukupnih obaveza u petogodišnjem periodu pre emisije municipalnih obveznica.

Tabela 64: Odnos ostvarenih prihoda grada Milana i ukupnog nivoa duga za period od 2000. do 2004.

--

Finansijski dug	2.878,3	2.864,9	2.903,1	2.950,0	3.338,4
Tekući prihod	1.712,6	1.770,5	1.802,9	1.817,4	1.790,0

Izvor: Finansijski izveštaji grada za period od 2000. do 2004. godine

Na bazi prikazanih finansijskih rezultata grada u periodu od 2000. do 2004. godine, vidljivo je da ukupan dug grada prevazilazi ukupan nivo ostvarenih tekućih prihoda grada, tj. vidljivo je da ostvareni godišnji tekući prihodi grada čine u proseku oko 60% ukupnog duga na kraju svake fiskalne godine, odnosno dug čini preko 180% tekućih prihoda.

Ovako visok nivo zaduženja grada Milana je postojao sve do 2011. godine, da bi se kasnije postepeno smanjivao i u 2014. godini je iznosio 154%.

Razlog za relativno visok nivo duga u odnosu na prihode italijanskih opština leži u činjenici da zakonski okvir nije ograničavao nivo ukupnog duga, već samo odnos plaćenih kamata i tekućih prihoda. Sa generalnim padom kamatnih stopa, lokalne samouprave u Italiji su dobile prostor da se dodatno zaduže za potrebe finansiranja kapitalnih projekata, a što su one obilato iskoristile.

Upravo je visoki nivo duga bio razlog za smanjenje kreditnog rejtinga grada Milana. Prvo je kreditni rejting smanjen na Aa3 u toku 2008. godine, da bi posele serije novih smanjenja, u 2014. godini iznosio Baa2.

10.2. Iskustva u izdavanju prvih municipalnih obveznica u regionu i Srbiji

U poglavljima koja slede, predstavljene su studije slučaja izdavanja municipalnih obveznica u zemljama bivše SFR Jugoslavije. Iako su ostale bivše republike počele ranije sa izdavanjem municipalnih obveznica, lokalne samouprave Republike Srbije su od 2011. godine počele sa ovim načinom finansiranja.

10.2.1. Republika Hrvatska – Gradovi Split i Rijeka

Dodatno zaduživanje lokalnih samouprava na teritoriji Republike Hrvatske je uređeno Zakonom o budžetu Republike Hrvatske. Članom 106 je propisano da ukupna godišnja obaveza za servisiranje duga može iznositi najviše 20% ostvarenih prihoda u godini koja prethodi godini u kojoj se jedinica lokalne samouprave zadužuje.

Pod ostvarenim prihodima podrazumevaju se prihodi umanjeni za domaće i inostrane pomoći i donacije, prihodi iz posebnih ugovora (npr. samodoprinos) te prihodi od domaćih i inostranih zajmova. U iznos ukupne godišnje obaveze moraju biti uključena sva zaduženja, jemstva, dospele a neizmirene obaveze iz prethodnog perioda.

Pored opšteg ograničenja propisanog članom 106. Zakona o budžetu RH, da bi se dodatno kontrolisalo zaduživanje države i lokalnih samouprava, postoje i posebna ograničenja za zaduživanje koja su propisana **Zakonom o izvršavanju Državnog budžeta Republike Hrvatske za 2008. godinu.**

Ta dodatna ograničenja za 2008. godinu su bila da se može izdati saglasnost za zaduživanje samo one lokalne samouprave koja je u finansijskom izveštaju za drugu polovinu 2007. godine iskazala suficit u poslovanju. Ako lokalna samouprava ispuni prethodni uslov, može se zadužiti u tekućoj godini najviše do 2,3 % ukupno ostvarenih prihoda prethodne godine.

Kao i u slučaju Srbije, zahtev za izdavanje saglasnosti za zaduživanje podnosi se Ministarstvu finansija Republike Hrvatske koje daje prethodno mišljenje. Na bazi prethodne saglasnosti Ministarstva finansija, konačnu saglasnost daje Vlada Republike Hrvatske u roku od 40 dana od dana podnošenja zahteva.

Grad Split

Podaci o emitentu

Split je najveći grad u Dalmaciji, a posle Zagreba je drugi po veličini grad u Hrvatskoj. On je i značajno je istorijsko i kulturno mesto Hrvatske.³³² Prema rezultatima popisa iz 2011. godine, šire područje Splita (Splitsko-dalmatinska županija) je brojalo oko 350 hiljada stanovnika, dok u samom Gradu je živelo oko 180 hiljada stanovnika.

Predstavnički i zakonodavni organ grada Splita je Gradsko veće koje se sastoji od 35 većnika koji se biraju na izborima. Izvršni organ je gradonačelnik koji se bira na neposrednim izborima.³³³ Što se tiče industrije grada Splita, u njemu su najviše zastupljene prehrambeno-prerađivačka industrija, građevinarstvo i brodogradnja.

Zahvaljujući tome što se na području Županije nalazi velika količina primarnih građevinskih sirovina (kamen, cement), građevinarstvo takođe predstavlja veoma značajnu privrednu granu. Na teritoriji Županije posluje 250 kompanija za izvođenje radova i još 150 za projektovanje niskogradnje i visokogradnje, kao i kompanije za proizvodnju cigle, cementa, kamena i gvožđa. Najveće kompanije u ovoj oblasti su Konstruktor-Inženjering Split, Lavčević Split i Cestar Split.

Pored pomenutih industrija, turizam je grana koja je takođe jako razvijena. Par godina unazad, broj turista koji su posetili Splitsko-dalmatinsku županiju je u konstantnom porastu. Na to utiče duga turistička tradicija kao i savremeni razvoj turizma.

Struktura emitovane municipalne obveznice

Grad Split je u toku 2006. do 2008. godine emitovao tri serije municipalnih obveznica. Prva serija je emitovana tokom 2006. godine (podeljenu u dve tranše, nominalne vrednosti od po 4 miliona evra), drugu seriju tokom 2007. godine ukupne nominalne vrednosti 8,1 miliona evra i treću seriju tokom 2008. godine, ukupne nominalne vrednosti 8,2 miliona evra.

Tadašnji gradonačelnik Grada Splita, Zvonimir Puljić, izjavio je 2006. godine, uoči izdavanja prve emisije obveznica: *“Projekti koji će se obveznicama finansirati pokrenuće snažan investicioni ciklus u gradu i učiniće realnim ambicije Splita da postane turistička metropola, te da ga osposobi za najbrži privredni iskorak koji će građani osetiti kroz veći standard i veću mogućnost zapošljavanja. Municipalne*

³³² Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Splita (Split, jul 2008. godine).

³³³ Statut Grada Splita, član 53.

*obveznice za građane Splita su sigurna štednja, a i zadovoljstvo, jer na ovaj način mogu sudjelovati u razvoju svoga grada.”*³³⁴

Za potrebe dalje analize studije slučaja, odabrana je posljednja emisija, realizovana tokom 2008. godine. Pokrovitelj ove emisije obveznica je bila Zagrebačka banka d.d. Zagreb. Kamatna stopa na ovu obveznicu je fiksnih 6% godišnje, a njena isplata se vrši putem kupona koji dospevaju polugodišnje. Datum dospeća je kroz 8 godina od emitovanja, odnosno 2017. godina je godina dospeća.

Emitent (grad Split) ima pravo da u bilo koje vreme ponudi otkup obveznica, jednog dela ili celog iznosa, uz to da ta ponuda bude dostupna svim vlasnicima obveznica. Vlasnik obveznica nije u obavezi da prihvati tu ponudu. U slučaju kašnjenja isplate glavnice, grad ima obavezu da isplati vlasnicima obveznica zakonsku zateznu kamatu od dana dospeća kupona do njegove isplate.

Kapitalni projekti finansirani emisijom municipalnih obveznica

Kapitalni projekti koji su planirani da budu pokrenuti od strane grada Splita i koji bi bili finansirani sredstvima prikupljenim od emitovanja municipalnih obveznica, imaju za cilj poboljšanje saobraćajne infrastrukture grada, bolje uslove za turizam i izgradnju sportskih sala.

Izgradnja stambeno-poslovnog i garažnog objekta “Centar Dobri”

Zbog problema koji je nastao nedostatkom parking mesta u samom centru grada, bilo je neophodno da se u što skorije vreme reši taj problem. Delimično rešenje je izgradnja garažnog prostora, koji je već duže vreme u planu, na teritoriji starog dela grada u Svačićevoj ulici na otvorenom parkiralištu. Ova lokacija je jako atraktivna s obzirom na blizinu turističkog naselja Riva i centra Splita.

Stambeno-poslovni i garažni objekat obuhvata 9.600 m² garažnog prostora, 11.200 m² poslovnog prostora i 11.840 m² stambenog prostora. Komunalna infrastruktura oko planiranog objekta je dotrajala, pa je bilo neophodno i rekonstruisanje iste.

Ukupna vrednost ovog projekta je 217 miliona kuna, i projekat je finansiran jednim delom iz emisije obveznica, dok je ostatak finansiran iz prodaje stanova, poslovnog prostora i garažnih mesta.

Izgradnja Manderove ulice

Zbog sporog saobraćaja i sve većih saobraćajnih gužvi u užem centru grada, neophodno je bilo izvršiti i rekonstrukciju Manderove ulice. Završetkom ovog projekta se dolazi do najkraćeg puta koji vodi do izlaza iz gusto naseljenog dela grada sa uskim ulicama. Plan je da Manderova ulica ima dužinu od 200 m i da bude jednosmerna ulica sa dve kolovozne trake širine 6,5 m uz trotoare sa obe strane ulice ukupne širine 3 m.

³³⁴ Izvor: Poslovni dnevnik, 17.07.2006. godine.

Finansiranje projekta je bilo kompletno iz sredstava dobijenim emitovanjem obveznica, a ukupna vrednost ovog projekta je 23 miliona kuna.

Izgradnja Vukovarske ulice

Nastavak dalje izgradnje Vukovarske ulice je od velikog značaja za promet saobraćaja grada Splita, jer je to najveća i najprometnija ulica u gradu. Ulica prolazi kroz stari deo grada, koji je izgrađen početkom prošlog veka, nastavlja dalje kroz novi deo grada, uglavnom stambeno-poslovnog sadržaja, i na kraju prolazi kroz potpuno nova prigradska naselja. Ova ulica, spajanjem izgrađenog i planiranog dela, dobiće jedinstvenu celinu koja će povezati najudaljenije delove grada Splita, od centra do oboda grada na istoku čime će se dobiti mogućnost daljeg razvoja prigradskih naselja.

Uz izgradnju ulice, urađeni su i određeni komunalni radovi kao što su vodovodni, kanalizacioni i telekomunikacioni. Planirano je da Vukovarska ulica bude dvosmerna ulica, sa dve kolovozne trake u oba smera.

Procenjena vrednost celokupne izgradnje Vukovarske ulice sa prilaznim putevima i nadvožnjacima je oko 150 miliona kuna, a sredstvima prikupljenim emitovanjem municipalnih obveznica, finansiran je samo jedan deo u visini od 60 miliona kuna.

Rekonstrukcija/uređenje Ulice Kralja Tomislava

Ulica Kralja Tomislava je ranije korišćena za zaprežni promet. Isključenjem zaprega iz prometa, Ulica je postala pešačka zona. Trenutno stanje ulice je uglavnom zapušteno sa malim delom koji je obnovljen i preuređen. Rekonstruisanjem ulice Kralja Tomislava bi se zaokružila celina sa najstarijim parkom grada, parkom J.J.Strossmayera (Đardina). Uređenjem ove ulice došlo bi do zaokruživanja pešačkog prstena grada kojim dnevno prođe veliki broj stanovnika i turista. Rekonstrukcija obuhvata veći deo ulice površine 3.930 m².

Ukupna vrednost ovog projekta je 10 miliona kuna, i ceo projekat je finansiran sredstvima prikupljenim od emitovanja municipalnih obveznica.

Izgradnja pasarele na uglu ulica Matice Hrvatske i Ruđera Boškovića

Ulica Ruđera Boškovića, koju popularno nazivaju i Univerzitetska ulica, je u potpunosti izgrađena 1970. godine i trebala je pešačkim prometom da povezuje južni sa severnim delom na kome se nalazi novoizgrađeni univerzitetski kampus. Ova pešačka zona je prekinuta ulicom Matice Srpske, pa je u što kraćem roku bila potrebna izgradnja pasarele kako bi se nastavio neometan pešački promet.

Izgradnja ove pasarele donosi mnogo sigurniji promet svih učesnika, pogotovo studenata Univerzitetskog kampusa i đaka srednjih škola koja se nalaze u blizini. Dužina pasarele je 49 m, a širina 8 m.

Ukupna vrednost ovog projekta je 5 miliona kuna, i celokupna investicija je finansirana iz sredstava prikupljenim emitovanjem municipalnih obveznica.

Izgradnja sportskih dvorana

Grad je zainteresovan za izgradnju sportskih dvorana ukupne površine od 1.300 m² do 2.200 m². Čija bi vrednost bila 47.3 miliona kuna. Plan je bio da se ovaj projekat realizuje i uz pomoć privatno-javnih partnerstava.

Ovim projektom obuhvaćeno je sedam sportskih dvorana od kojih je jedna već izgrađena.

Uređenje Doma omladine

Cilj uređenja bivšeg Doma omladine je da se Dom pretvori u prostor u svrhu za multimedijalnu i kulturnu projekciju, time bi se obezbedio prostor za izvođenje pozorišnih predstava, projekciju filmova edukativnog i zabavnog sadržaja, organizaciju muzičkih i edukativnih programa, kao i za urbane sportske sadržaje.

Dom je zamišljen kao fleksibilan prostor sa mogućnošću brze promene namene da bi ispunio sve potrebne zahteve izvođenja raznih programa. Rekonstrukcija je planirana u tri faze. Prva faza obuhvata zaštitu i sanaciju prostora, druga opremanje prostora i treća instalacija dodatne opreme.

Ukupna vrednost ovog projekta je 10,2 miliona kuna, i finansiranje projekta je iz sredstava prikupljenih emitovanjem municipalnih obveznica i pomoći iz državnog budžeta.

Tabela 65: Rezime realizovanih projekata u gradu Splitu

1	Izgradnja stambeno-poslovnog i garažnog objekta "Centar Dobri"	217.000.000,00	Municipalne obveznice i ostali izvori
2	Izgradnja Mandžerove ulice	23.000.000,00	Municipalne obveznice
3	Izgradnja Vukovarske ulice	150.000.000,00	Municipalne obveznice i ostali izvori
4	Rekonstrukcija/uređenje Ulice Kralja Tomislava	10.000.000,00	Municipalne obveznice
5	Izgradnja pasarele na uglu ulica Matice Hrvatske i Ruđera Boškovića	5.000.000,00	Municipalne obveznice
6	Izgradnja sportskih dvorana	47.300.000,00	Municipalne obveznice i ostali izvori
7	Uređenje doma omladine	10.200.000,00	Municipalne obveznice i ostali izvori
	Ukupno	462.500.000,00	

Finansijsko poslovanje Grada i stanje duga Grada pre emitovanja razmatrane serije municipalnih obveznica

U tabelama koje slede, biće prikazani bilans stanja i bilans uspeha grada Splita

Tabela 66: Bilans uspeha grada Splita za period 2002. do 2008. godina (u kunama)

	2002	2003	2004	2005	2006	I-IX 2007
PRIHODI I PRILIVI	547.500.939	561.616.831	564.809.824	594.374.790	715.712.799	512.801.681
Prihodi od poreza	227.472.593	268.887.604	306.023.236	306.257.561	359.893.799	295.540.169
Prihodi od administrativnih naknada	197.489.912	157.778.290	155.047.754	177.313.106	198.540.176	157.350.491
Ostalo	122.538.434	134.950.937	103.738.834	110.804.123	157.278.824	59.911.021
RASHODI I IZDACI	542.017.212	530.836.802	560.786.452	536.965.910	626.637.800	511.477.726
Rashodi za zaposlene	102.595.409	113.545.505	128.979.935	136.013.994	147.831.329	118.701.907
Materijalni rashodi	203.057.191	172.931.349	170.277.343	176.527.101	163.048.349	121.694.152
Ostalo	236.364.612	244.359.948	261.529.174	224.424.815	315.758.122	271.081.667
SUFICIT	5.483.727	30.780.029	4.023.372	57.408.880	89.074.999	1.323.955

U prethodnoj tabeli se vidi da je Split beležio stalne stope rasta prihoda i priliva, odnosno da je u svim posmatranim godinama ima suficit u budžetu. Najveće učešće u prihodima imaju porezi (50%) i prihodi od administrativnih naknada (38%), dok svi ostali prihodi imaju učešće od 12%.

Sa druge strane, u strukturi rashoda najvažnije stavke su materijalni rashodi (26%) i troškovi za zaposlene (19%).

Tabela 67: Bilans stanja grada Splita

Nefinansijska imovina	1.027.250.313	1.115.832.538	1.207.738.819	1.315.516.671	1.637.430.718
Finansijska imovina	365.841.174	411.043.026	397.501.824	921.033.497	936.189.795
UKUPNO AKTIVA	1.393.091.487	1.526.875.564	1.605.240.643	2.236.550.168	2.573.620.513
Obaveze	100.420.119	82.974.379	73.721.102	103.595.018	216.005.289

Sopstveni izvori	1.292.671.368	1.443.901.185	1.531.519.541	2.132.955.150	2.357.615.224
UKUPNO PASIVA	1.393.091.487	1.526.875.564	1.605.240.643	2.236.550.168	2.573.620.513

Iz bilansa stanja, jasno se može uočiti da se bilans stanja gotovo udvostručio u posmatranom periodu. Trend rasta su imale sve bilansne stavke, nefinansijska i finansijska imovina, kao i obaveze i sopstveni izvori.

U nastavku je prikazan obračun mogućnosti novog zaduživanja Grada, aktuelan u trenutku izdavanja municipalnih obveznica, preuzet iz Prospekta Grada.

Tabela 68: Obračun mogućnosti novog zaduživanja grada Splita

Ostvareni prihodi i prilivi u prethodnoj godini	547.500.940	561.616.831	564.809.824	594.374.790	713.749.972
Umanjenja u skladu sa zakonom	31.624.773	8.061.167	33.330.497	49.405.279	114.745.487
Osnovica za obračun	515.876.167	553.555.664	531.479.327	544.969.511	599.004.485
Moguće zaduženje (20% prihoda iz prethodne godine)	103.175.233	110.711.133	106.295.865	108.993.902	119.800.897
Ukupna godišnja obaveza za servisiranje duga	47.836.084	53.168.414	46.018.986	44.295.182	53.562.551
Zaduženost grada (u %)	9,27%	9,60%	8,66%	8,13%	8,94%

Na bazi prikazanih podataka, može se doći do zaključka da i za vreme izdavanja ove obveznice, grad Split nije bio prezadužen, jer je imao kapacitet da se još značajno zaduži (ukupna godišnja obaveza za servisiranje finansijskih obaveza je ispod 10%, u odnosu na zakonom dozvoljenih 20%). Međutim, iako je Grad realizovao sve tri prethodno pomenute emisije i finansirao navedene kapitalne projekt, preovlađujuće mišljenje je da planirani i realizovani projekti nisu doprineli rastu prihoda budžeta, iako je nivo duga grada tada značajno uvećan. Ovaj finansijski dug u velikoj meri otežava trenutno poslovanje grada, naročito u godinama u kojima značajan iznos duga dospeva na naplatu, što je dobra poruka za lokalne samouprave da kada planiraju finansiranje kapitalnih projekata obavezno kombinuju projekte koji će doprineti privrednom rastu i povećanju prihoda budžeta sa projektima koji su usmereni na poboljšanje uslova života.

Grad Rijeka

Podaci o emitentu

U gradu Rijeci živi oko 1,3 miliona stanovnika (prema popisu stanovništva iz 2011. godine), dok u širem području grada živi oko 270 hiljada stanovnika. Rijeka je najveća morska luka u Hrvatskoj.³³⁵ Predstavnički organ grada je gradsko veće koje broji 35 članova. Zastupljenost pripadnika italijanske i srpske manjine u gradskom veću osigurava se biranjem određenog broja članova veća iz redova ovih nacionalnih manjina.³³⁶ Gradonačelnik se bira na neposrednim izborima i ima dva zamenika. Jedan od zamenika mora biti pripadnik nacionalne manjine.³³⁷

U privredi Primorsko-goranske županije najzastupljenija je trgovina, dok turizam i građevinarstvo takođe beleže konstantan rast. U gradu se nalaze i dva velika brodogradilišta sa dugom tradicijom, a to su 3. Maj i Viktor Lenac.

Prema visini ostvarenog prihoda, najznačajnije delatnosti u Primorsko-goranskoj županiji su trgovina (40,9% ukupno ostvarenih prihoda); sledi industrija (23,4%); zatim saobraćaj (9,1%); pa građevinarstvo (8,4%); nekretnine (7,4%); turizam (4,5%) i ostale delatnosti (6,3%).

Nakon izrade i izglasavanja strategije razvoja grada, gradska uprava je objavila plan za dalji razvoj grada koji podrazumeva sledeće prioritete:

- rešavanje saobraćajnih čvorova;
- nastavak razvoja komunalne infrastrukture;
- obnavljanje starih industrijskih prostora;
- unapređenje zdravstva i socijalne pomoći;
- izgradnja novih stanova za građane Rijeke;
- ulaganje u obrazovanje mladih i stvaranje nove kulturne scene Rijeke;
- dalji razvoj gradske uprave i razvoj sporta i rekreacije.

Za potrebe izvršenja navedenih planova, grad je odlučio da emituje municipalne obveznice kojima bi se finansirao jedan deo realizacije pomenutih strateških ciljeva.

³³⁵ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica grada Rijeke (Rijeka, april 2008. godine).

³³⁶ Statutom grada Rijeke je definisano da gradsko veće ima 33 člana, a da se taj broj članova može povećati za još dva člana ukoliko na izborima u gradsko veće nisu izabrani pripadnici italijanske i srpske nacionalne manjine (član 45. Statuta grada Rijeke).

³³⁷ Pravo na zamenika ima ona nacionalna manjina koja učestvuje sa više od 5% populacije u ukupnom stanovništvu (Član 57. Statuta grada Rijeke).

Struktura emitovane obveznice

Vlada Republike Hrvatske je na sednici aprila 2006. godine donela odluku o davanju saglasnosti gradu Rijeci za zaduženje putem izdavanja municipalnih obveznica u ukupnom iznosu od 24.574.513 evra (180 miliona kuna, po srednjem kursu narodne banke Hrvatske na dan obrade zahteva). Obveznice su se emitovale u tri tranše od 2006. do 2008. godine. Međutim, godinu dana ranije, grad Rijeka nije dobila saglasnost Vlade da izda municipalne obveznice, uz obrazloženje da se grad Rijeka zaduživao u 2004. godini, a da će se u 2005. godini zaduživati neke druge lokalne samouprave.³³⁸ Shodno odluci Vlade, grad Rijeka je jula 2006. godine izdala prvu tranšu, maja 2007. godine drugu tranšu i aprila 2008. godine treću tranšu. Treća tranša emisije obveznica, kao i prethodne dve, je bila u visini od 8.191.505 evra (60 miliona kuna). Ova tranša je emitovana 2008. godine sa dospećem u 2016. godini.

Kamatna stopa na ovu obveznicu je fiksna i iznosi 4,125% godišnje, a isplaćuje se putem polugodišnjih kupona. U slučaju kašnjenja isplate kupona, emitent će plaćati zakonski propisanu zateznu kamatu. Glavnica za ovu obveznicu se ne isplaćuje prve tri godine, sledeće četiri godine se isplaćuje 5% glavnice svakih pola godine, a poslednje tri godine se isplaćuje 10% glavnice svakih pola godine.

Emitent ima mogućnost da vlasnicima da ponudu za otkup obveznica, s tim da svi oni imaju jednake uslove i tretman. Vlasnici nisu u obavezi da tu ponudi i prihvate, niti su u obavezi prodati emitentu bilo koji broj obveznica koje poseduju.

Pokrovitelj emisije je Privredna banka Zagreb d.d. Zagreb (PBZ). PBZ je kao pokrovitelj treće tranše organizovala izdavanje obveznica, pripremila svu dokumentaciju i uključila emisiju na Zagrebačku berzu.

Ceo postupak izdavanja municipalnih obveznica je bio izuzetno dobro medijski praćen, sa mnoštvom članaka u lokalnim i nacionalnim novinama, velikim brojem pojavljivanja na televizijskim stanicama, itd...

U trenutku emitovanja prve tranše obveznica, u ime Grada Rijeke, ugovor o uključivanju obveznica na Zagrebačku berzu potpisao je Gradonačelnik Vojko Obersnel, i tom prilikom izjavio: *‘Možemo biti zadovoljni i ponosni što Grad Rijeka danas izlazi na Zagrebačlu berzu, jer se ovako na najočitiji način dokazuje da je Grad Rijeka spreman za investicijski ciklus i da ima ljude koji su spremni odraditi i najsloženije projekte. Opredelili smo se za izdavanje obveznica, jer kao grad lider u razvoju jedinica lokalne samouprave moramo podsticati i promicati nove oblike investiranja’*.

Dodao je kako je Grad Rijeka zadovoljan velikim interesovanjem za obveznice, ali je još jednom izrazio žaljenje zbog nerazumevanja Vlade: *„Da je bilo razumevanja, mogli*

³³⁸ Izvor: Novi list, 27.04.2005. godine.

smo još protekle godine izdati obveznice. Takođe, nismo dobili saglasnost za izdavanje obveznica u visini od 300 miliona kuna, a da jesmo, verujemo da bi interes stranih investitora bio još veći, čime bismo dodatno oživeli tržište vrednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Uprkos restriktivnoj politici Vlade prema jedinicama lokalne samouprave, naše čvrsto opredjeljenje je da su gradovi jedan od pokretača razvoja zemlje, što Grad Rijeka svojom investicionim aktivnostima i dokazuje.“³³⁹

Direktor Direkcije tržišta kapitala PBZ-a, Goran Kursan, je tom prilikom rekao kako su bili pozitivno iznenađeni velikim interesovanjem građana i investitora za prvu tranšu riječkih obveznica, u kojima su se s najvećim procentom, od 39,49% vrednosti emisije, upisali najkvalitetniji investitori, penzioni fondovi. Slede strani investitori sa 21,97%, osiguravajuća društva sa 19,84%, banke sa 12,87%, investicioni fondovi sa 4,15% i fizička lica sa učešćem od 1,68%.

Važno je napomenuti da je vrednost jedne obveznice iznosila 1 evro, tako da je veliki broj građana Rijeke uzeo učešće u ovoj emisiji municipalnih obveznica, i na taj način podržao finansiranje projekata za koje se odlučila gradska vlast. Ovo je odličan primer za participaciju građana u procesu donošenja investicionih odluka lokalne samouprave.

Druga i treća tranša municipalnih obveznica su takođe uspešno realizovane. Tada je ne mali broj poznatih riječki sportista i osoba iz kulturnog života grada Rijeke dao svoj doprinos uspešnoj realizaciji projekta izgradnje kompleksa zatvorenih bazena.

Sredinom 2008. godine otvoren je novi Bazenski kompleks na Kantridi, a gradonačelnik grada Rijeke, Vojko Obersnel, otvaranje je obeležio skakanjem u bazen.

Vojko Obersnel je i danas gradonačelnik grada Rijeke.

Kapitalni projekt koji se finansira emisijom municipalnih obveznica - kompleks bazena

Izgradnjom kompleksa bazena, Rijeka je dobila jedan od najmodernijih plivačkih centara, dok je centralni objekat - zatvoreni bazen jedan od najmodernijih u Evropi.

Projekat podrazumeva izgradnju i rekonstrukciju više objekata, i to zatvorenog bazena, elektrane, sistema garaža i parkirališta, rekonstrukciju restorana i pomoćnih prostora, rekonstrukciju opreme postojećeg bazena, uređenje plažnog pojasa, rekonstrukciju ulica sa infrastrukturom, rekonstrukciju pešačke zone sa trgovom, rekonstrukciju postojećeg bazena i bazena za skokove u vodu.

³³⁹ Izvor: Jutarnji list, 24.07.2006. godine.

Zatvoreni bazen

Novi zatvoreni bazen je najveći deo riječkog kompleksa i sadrži tri celine. Prva celina je olimpijski bazen sa 1.200 mesta na tribinama uz sve prateće prostore, svlačionice, prvu pomoć, sanitarne prostorije, prostorija za sudije itd. Druga celina je spona između otvorenog i zatvorenog bazena. U donjoj etaži se nalazi oprema za filtriranje bazena. Na srednjoj etaži su svlačionice i sanitarne prostorije, dok je na vrhu recepcija, kafe bar, poslovne prostorije itd. Treća celina u sebi sadrži zatvoreni bazen dimenzija 25x10 i mali bazen dimenzija 10x5, ostali prostor je popunjen opremom za pripremu sportista, fitnes prostor, sala za masažu. Ukupna površina sa terasama iznosi 12.089,40 m².

Elektrana

Namena elektrane je da snabdeva ceo kompleks električnom energijom, kao i da zagrejava vodu u bazenima. Površina objekta je 280 m² i sa tri kotla imaće ukupnu snagu od 3.780 KW. Prva faza izgradnje završena je 2006. godine, izvršen je tehnički pregled, dobijene su sve neophodne dozvole i pogon je pušten u rad. U drugoj fazi je ugrađen još jedan kotao (2008. godine).

Garaža

Garaža sadrži četiri sprata, od kojih su tri sprata namenjena za parking mesta, dok se u prizemlju nalazi fitnes centar. Kapacitet garaže je 148 parking mesta, a ukupna površina objekta je 6.625 m². Ovaj objekat se finansirao putem operativnog lizinga i izgradnja je završena.

Ostali, manji projekti

U sklopu kompleksa se nalaze dva pešačka pristupa sa infrastrukturom ukupne površine 3.470 m² koji su bili predviđeni za rekonstrukciju. Pristupni putevi oko kompleksa i njihova infrastruktura je takođe rekonstruisana, a sagrađena je i nova infrastruktura koja je bila potrebna za novoizgrađene objekte kompleksa. Plažni pojas koji obuhvata 300 m plažne površine je takođe uređen.

Ukupna vrednost projekata je oko 180 miliona kuna i najveći deo (99%) je finansiran iz emisije municipalnih obveznica, dok se manji deo finansirao iz lokalnog budžeta grada.

Finansijsko poslovanje Grada i stanje duga Grada pre emitovanja municipalnih obveznica

U narednim tabelama je predstavljeno finansijsko stanje grada pre izdavanja municipalnih obveznica, sa naročitim osvrtom na pokazatelje zaduženosti grada.

Tabela 69: Bilans uspeha grada Rijeke za period 2004-2006. godina

PRIHODI POSLOVANJA	482.303.941	559.585.068	608.635.582
Prihodi od poreza	222.409.927	234.890.303	297.703.203
Prihodi od imovine	106.937.817	147.181.201	136.006.487
Prihodi od administrativnih taksi	148.833.309	171.244.758	171.723.124
Ostali prihodi	4.122.888	6.268.806	3.202.768
PRIHODI OD PRODAJE NEFINANSIJSKE IMOVINE	25.727.157	32.283.444	70.431.548
PRILIVI OD FINANSIJSKE IMOVINE I ZADUŽIVANJA	68.721.514	2.662.142	58.934.120
VIŠAK PRIHODA IZ PRETHODNE GODINE (preneseni)	13.384.900	21.172.345	5.012.744
UKUPNO PRIHODI (1+2+3+4)	590.137.512	615.702.999	743.013.995
RASHODI POSLOVANJA	466.747.999	486.123.662	528.283.671
Rashodi za zaposlene	150.519.912	155.341.929	162.713.453
Rashodi za materijal	173.661.553	179.578.191	190.824.292
Ostali rashodi	142.566.534	151.203.542	174.745.926
RASHODI ZA NABAVKU NEFINANSIJSKE IMOVINE	85.367.690	106.788.268	169.008.644
IZDACI ZA FINANSIJSKU IMOVINU I OTPLATE ZAJMOVA	17.425.417	17.778.324	27.977.554
Izdaci za otplatu glavnice	14.215.417	14.243.324	19.900.870
Ostali izdaci	3.210.000	3.535.000	8.076.684
UKUPNO RASHODI (5+6+7)	569.541.106	610.690.254	725.269.870

Iz bilansa uspeha grada Rijeke može se videti da grad ostvaruje suficit u svom poslovanju, a da prihodi iz poslovanja ostvaruju značajan rast. Najveće učešće u prihodima od poslovanja imaju prihodi od poreza (49%) od kojih su najznačajniji porezi na dohodak (65% od ukupnih poreza) i porezi na dobit (23% ukupnih poreza). Prihodi od imovine čine oko 22% ukupnih poslovnih prihoda grada Rijeke. U strukturi rashoda, najveće učešće imaju rashodi poslovanja sa 73%. Od tih rashoda, gotovo jedna trećina su rashodi za zaposlene. Izdaci za finansijsku imovinu i otplatu zajmova čine ispod 5% ukupnih rashoda.

Tabela 70: Bilans stanja grada Rijeke za period 2004-2006. godina (u 000 kuna)

AKTIVA – IMOVINA	3.769.475	3.784.132	3.977.030
Nefinansijska imovina	2.397.225	2.456.825	2.559.421
Finansijska imovina	1.372.250	1.327.307	1.417.609
PASIVA - OBVEZE I SOPSTVENI IZVORI	3.769.475	3.784.132	3.977.030
Obaveze	159.547	165.444	259.047
Sopstveni izvori	3.609.928	3.618.688	3.717.983
VANBILANSNE OBAVEZE	240.370	228.588	386.287

Iz bilansa stanja grada Rijeke se vidi da obaveze nisu značajna stavka u bilansu stanja. Međutim, zaduženost grada se najbolje vidi iz odnosa obaveza za servisiranje duga i prihoda grada, a što je prikazano u tabeli koja sledi.

Tabela 71: Učešće godišnjih obaveza za servisiranje duga u prihodima od poslovanja grada Rijeke

I. Krediti	23.706.059	23.165.117	22.625.103	17.090.710	9.410.446
II. Jemstva	12.547.268	12.004.098	11.461.037	10.917.829	7.406.050
III. Preuzete obaveze	4.326.253	6.623.948	7.961.854	7.723.752	6.337.326
IV. Municipalne obveznice	1.237.450	3.712.450	6.187.450	16.425.000	24.868.125
Ukupno godišnje obaveze	41.817.030	45.505.613	48.235.444	52.157.291	48.021.947
Udeo godišnjih obaveza u poslovnim prihodima iz 2005. godine	7,5%	8,1%	8,6%	9,3%	8,6%

Prethodna tabela takođe potvrđuje konstataciju da se grad Rijeka nije prezaduzila izdavanjem municipalnih obveznica. Naime, učešće godišnjih obaveza za servisiranje svih dugova u poslovnim prihodima je manje od 10%, pa imajući i vidu zakonski limit od 20%, može se zaključiti da grad Rijeka ima potencijal da udvostruči svoje zaduženje. Međutim, imajući u vidu da su finansirani projekti imali više za cilj poboljšavanje uslova života stanovnika grada Rijeke nego unapređenje privredne aktivnosti, nova zaduženja bi trebalo da budu okrenuta ka podsticanju privredne aktivnosti kako se dugoročno ne bi došlo u problematičnu situaciju oko servisiranja duga.

10.2.2. Bosna i Hercegovina – Opština Bijeljina

Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske („Službeni glasnik RS“, broj: 30/07), uređuje se način i postupak zaduživanja, izdavanja garancija i emisija hartija od vrednosti, lokalnih samouprava na teritoriji Republike Srpske. U skladu sa članom 48. navedenog Zakona, opština odnosno grad se može zadužiti samo ako ukupan iznos duga koji dospeva za otplatu, po osnovu novog zaduživanja i celokupnom dospelom neizmirenom postojećem dugu, u bilo kojoj narednoj godini ne prelazi 18% iznosa redovnih prihoda ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini. U skladu sa članom 49. navedenog Zakona, kratkoročni dug ni u jednom trenutku ne može prelaziti 5% redovnih prihoda ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini.

Opština Bijeljina

Podaci o emitentu

Bijeljina je opština u severoistočnom delu Republike Bosne i Hercegovine, sa oko 150 hiljada stanovnika. Ona je centar i istorijsko središte Semberije i pobrđa Majevice, a kao plodan ravničarski grad, on je centar za proizvodnju i trgovinu hranom.³⁴⁰

Najveći nosioci privredne delatnosti na teritoriji opštine Bijeljine su:

- Žitopromet a.d. Bijeljina - prerada žitarica;
- Semberija PD a.d. Bijeljina - poljoprivredno dobro;
- Panafleks a.d. Bijeljina - fabrika savitljivih cevi i vratila (ranije poznata pod imenom Mladost);
- Elvako a.d. Bijeljina - fabrika armaturnih mreža, elektroda i procesne opreme;
- Drina UP a.d. Bijeljina - industrija građevinskog materijala.

Postojeća strategija razvoja opštine za period do 2015. godine, obuhvata nekoliko osnovnih strateških ciljeva, i njihovo bliže definisanje kroz definisanje jasnih operativnih aktivnosti. Strategija razvoja je usmerena na podizanje kvaliteta života na teritoriji opštine, ali i na uvećanje privredne aktivnosti koja je u uslovima globalne finansijske krize u velikoj meri usporena.

U tom smislu, definisani su sledeći strateški ciljevi opštine:

- Dinamički ekonomski razvoj i zapošljavanje
- Razvoj poljoprivrede

³⁴⁰ Izvor podataka: Prospekt javne emisije municipalnih obveznica opštine Bijeljina (Banja Luka, jun 2009. godine).

- Razvoj ljudskih resursa
- Unapređenje uslova u oblasti obrazovanja, sporta, kulture, zdravstvenog i socijalnog osiguranja
- Podizanje kvaliteta usluga opštinske administracije
- Poboljšanje urbanog razvoja radi zaštite i unapređenja kvaliteta životne sredine

U cilju realizacije prethodno definisanih strateških ciljeva, opština je emitovala municipalne obveznice tokom 2009. godine. U nastavku su prikazane osnovne karakteristike emitovane municipalne obveznice kao i lista konkretnih projekata koji su finansirani sredstvima od emisije.

Struktura emitovane municipalne obveznice

Na bazi odgovarajuće odluke Ministarstva finansija Republike Srpske, sredinom 2009. godine, gradu je odobreno novo zaduženje u ukupnom iznosu od 11 miliona konvertibilnih maraka, tj. oko 5,5 miliona evra. Odlukom skupštine opštine Bijeljina, na dan 27.05.2009. godine, odlučeno je da se ovaj nivo zaduženja realizuje kroz prvu emisiju municipalnih obveznica opštine u ukupnom dozvoljenom iznosu. Odlučeno je da se ova emisija realizuje kroz postupak javnog plasmana, čime je omogućeno svim građanima da direktno učestvuju u finansiranju projekata koji imaju za cilj razvoj i podizanje kvaliteta života na teritoriji opštine. Nakon emisije, municipalne obveznice opštine su uključene na listing Banjalučke berze.

Zaduženje je strukturirano sa rokom dospeća od 10 godina (2019. godina – godina dospeća), sa fiksnom kamatnom stopom u visini od 6,75% godišnje. Isplate pripadajuće glavnice i kamate se vrše kroz polugodišnje kupone. Opština Bijeljina, kao emitent municipalnih obveznica, može ponuditi otkup obveznice svim vlasnicima, pri čemu ni jedan vlasnik obveznica nije dužan prihvatiti ponudu o prevremenom otkupu.

Investicioni projekti finansirani emisijom municipalnih obveznica

Na bazi prethodno definisanih strateških ciljeva, opština je definisala projekte koji su se pokazali kao prioritetni za realizaciju, pa su ti projekti određeni za finansiranje sredstvima prikupljenim emisijom municipalnih obveznica.

Izgradnja toplovodne mreže i montiranje kotla

Toplana u Bijeljini i sistem toplovodnih cevi izgrađeni su pre 25 godina i nisu zadovoljavali potrebe građana Bijeljine. Opštinska toplana ima dva kotla na čvrsto gorivo, snage od po 3,6 MW i greje ukupno 50.000 m² stambenog i poslovnog prostora na teritoriji opštine. Isključena je bila bilo kakva mogućnost proširivanja grejne mreže priključivanjem novih korisnika, s obzirom da je oprema dotrajala, rokovi upotrebe bliže se kraju, a zastoji u toku sezone su bili sve češći.

S obzirom na stanje toplovodne mreže u trenutku izdavanja municipalnih obveznica, odlučeno je da je ovaj projekat primaran i da bi trebalo što pre finansirati prelazak sa zastarelog na savremeni sistem toplovoda, odnosno trebalo bi za sve grupe korisnika uraditi podstanice. Ovaj projekat je takođe u tom trenutku bio prelazno rešenje, sve dok se u budućnosti ne stvore uslovi za realizaciju finalnog projekta gasifikacije cele opštine.

Osnovni cilj ovog projekta je uređivanje i modernizacija grejnog sistema u opštini. Sređivanjem sistema grejanja i drugih velikih infrastrukturnih sistema, stvorili bi se uslovi za razvoj ekonomskih, društvenih i ekoloških odnosa u Opštini.

Ukupna vrednost ovog projekta je 1,5 miliona konvertibilnih maraka, tj. oko 750.000 evra.

Uređenje zemljišta u okviru Regucionog plana

U periodu od 1992. godine na teritoriju opštine doselio se značajan broj stanovnika, usled migracije stanovništva iz drugih krajeva Bosne i Hercegovine. Zbog potreba postojećeg i novopridošlog stanovništva da reše svoje stambeno pitanje ili ulože svoj kapital u neku privrednu aktivnost, opština je pristupila izradi regulacionog plana „Knez Ivo od Semberije“ i „Industrijska zona 2 i 3“.

Imajući ovo u vidu, opština je odlučila da i ovaj projekat bude označen kao prioritetan, i da bude finansiran emisijom municipalnih obveznica.

Definisani regulacioni planovi su prošli kroz javnu raspravu i usvojeni su od strane Skupštine opštine Bijeljina. Realizacijom ovih regulacionih planova bi se omogućilo potencijalnim investitorima izgradnja stambenih, stambeno-poslovnih objekata, otvaranje proizvodnih pogona, trgovina i sl, a istovremeno bi se sprečila haotična i neplanska izgradnja istih, a naročito uz putne koridore.

Imajući u vidu različitu namenu objekata koji se planiraju, kao i izraženu potrebu stanovništva i investitora, istovremeno bi oba regulaciona plana trebalo realizovati. Realizacija bi se trebala vršiti u fazama, zbog veličine ali i broja predviđenih objekata, kao i provere zainteresovanosti tržišta. Osnovni cilj projekta je obezbeđenje parcela za plansku izgradnju stambenih i poslovnih objekata.

Ukupna vrednost ovog projekta je 4,5 miliona konvertibilnih maraka, tj. oko 2,25 miliona evra.

Izgradnja Centra za kulturu

Na području opštine Bijeljina, duži niz godina stanje objekata institucija kulture ocenjivani se kao veoma poražavajući. Svi objekti institucija kulture, u tom trenutku su izgrađeni pre skoro 50 godina. Iako su neki delimično adaptirani iz sredstava budžeta

opštine, većina ih je u veoma lošem stanju. Iz tog razloga, opština je odlučila da i ovaj projekat primarno finansira emisijom municipalnih obveznica

Postojeći objekat Doma kulture je u velikoj meri zastareo, i iz današnje perspektive, a posebno uzimajući u obzir sve promene koje su se u opštini desile u poslednjoj deceniji, stvorile su se potrebe za novim sadržajima. Postojeći kapaciteti postali su nedovoljni za sve nove potrebe i sadržaje koje gradska sredina ovog tipa i veličine zahteva.

Ukupna vrednost ovog projekta je 5 miliona konvertibilnih maraka, tj. oko 2,5 miliona evra.

Tabela 72: Rezime realizovanih projekata opštine Bijeljina

1	Izgradnja toplovodne mreže i montiranje kotla	750.000,00	Municipalne obveznice
2	Uređenje zemljišta u okviru Regulacionog plana	2.250.000,00	Municipalne obveznice
3	Izgradnja Centra za kulturu	2.500.000,00	Municipalne obveznice
	Ukupno	5.500.000,00	

Finansijsko poslovanje opštine i stanje duga opštine pre emitovanja municipalnih obveznica

U tabeli u nastavku prikazana je realizacija prihoda i rashoda budžeta opštine, za tri fiskalne godine pre izdavanja municipalnih obveznica. Iznosi su izraženi u evrima.

Tabela 73: Realizacija prihoda i rashoda budžeta opštine Bijeljina za tri fiskalne godine pre izdavanja municipalnih obveznica

UKUPNO						
PORESKI	13.623.931,46	13.475.639,99	15.556.009,50	15.497.509,05	17.596.559,14	16.220.238,17
PRIHODI						
UKUPNO						
NEPORESKI	3.115.218,64	2.686.720,52	3.780.160,46	3.442.051,68	5.667.975,80	5.792.892,01
PRIHODI						
UKUPNO	16.739.150,10	16.162.360,51	19.336.169,96	18.939.560,73	23.264.534,93	22.013.130,18
PRIHODI						
UKUPNI budžetski PRIHODI	16.980.351,6	16.439.072,5	19.540.634,2	19.584.752,0	24.296.279,6	22.951.333,5
UKUPNA	16.980.351,61	16.439.072,53	23.625.248,00	23.679.952,02	27.890.165,90	26.534.633,56

budžetska SREDSTVA						
Tekući troškovi	11.432.135,38	11.432.135,38	15.340.287,80	15.243.687,16	17.202.636,70	17.168.373,31
Kapitalni troškovi	5.663.360,70	5.542.454,24	8.530.429,00	8.327.258,12	9.992.924,92	9.614.519,55
Otplata dugova	106.394,08	106.393,41	115.970,52	115.968,62	0	0
UKUPNO RASHODI	17.201.890,1	17.080.983,0	23.986.687,3	23.686.913,9	27.195.561,6	26.782.892,8

Kao što se iz navedene tabele vidi, budžet opštine Bijeljina beleži konstantne stope rasta u posmatranom periodu. Pored toga, vidljivo je da opština vrlo dobro i transparentno planira svoj budžet, jer su plan i izvršenje budžeta sa vrlo malim odstupanjima. U strukturi prihoda dominantno mesto zauzimaju poreski prihodi sa učešćem između 70% i 80%. U strukturi rashoda, tekući rashodi su oko dve trećine ukupnih rashoda, dok opština Bijeljina izdvaja na kapitalne rashode oko jednu trećinu svog budžeta.

U tabeli u nastavku prikazan je bilans stanja opštine, za tri fiskalne godine pre izdavanja municipalnih obveznica. Iznosi su izraženi u evrima.

Tabela 74: Bilans stanja opštine Bijeljina

	31.12.2006.	31.12.2007.	31.12.2008.
I AKTIVA			
A. Gotovina, kratkoročna potraživanja i razgraničenja i zalihe mat. i robe	1.196.393,74	861.459,11	1.725.899,52
B. Stalna sredstva	68.227.888,15	88.662.630,03	113.967.527,09
UKUPNA AKTIVA	69.424.281,89	89.524.089,14	115.693.426,61
II PASIVA			
A. Kratkoročne obaveze i razgraničenja	1.217.028,43	1.027.117,11	2.091.710,93
B. Dugoročne obaveze i razgraničenja	141.744,60	4.124.239,58	10.309.970,07
V. Izvori sredstava	68.065.508,86	84.372.732,45	103.291.745,60
UKUPNA PASIVA	69.424.281,89	89.524.089,14	115.693.426,61

Kao što je iz prethodne tabele vidljivo, opština se krajem 2008. godine zadužila kod NLB Banke u iznosu od 10,3 miliona evra, sa godišnjim anuitetom u iznosu od oko 1 milion evra nakon isteka grejs perioda od dve godine (zbog grejs perioda nije bilo

obaveza za plaćanje kredita u 2008. godini). Ova kreditna obaveza je nastala u svrhu finansiranja kapitalnih projekata, a trenutku izdavanja municipalnih obveznica, opština nije imala kratkoročna finansijska zaduženja.

Uzevši u obzir nivo ostvarenih redovnih prihoda opštine u 2008. godini (skoro 23 miliona evra), kao i nivo postojećeg duga (oko 10 miliona evra sa plaćanjem godišnje rate od 1 milion evra), jasno je da je opština imala kapacitet za dodatno zaduživanje.

Iz zakonske perspektive, servisiranje postojećeg duga je iznosilo oko 1 milion evra, ili 4,3% ostvarenih prihoda u 2008. godini, dok novo zaduživanje putem izdavanja obveznica je nosilo godišnje servisiranje duga u iznosu od oko 750 hiljada evra, ili 3,2% prihoda iz 2008. godine. Ukupne godišnje obaveze za servisiranje duga su činile oko 7,5% ostvarenih prihoda iz 2008. godine, što je značajno manje u odnosu na zakonski limit od 18%.

Iz finansijske perspektive, tekući troškovi čine ispod 80% ostvarenih prihoda opštine Bijeljina u posmatranom periodu, što znači da preko 20% tekućih prihoda stoji na raspolaganju za kapitalne izdatke i servisiranje finansijskih obaveza.

Na kraju, potrebno je istaći da je opština Bijeljina balansirala projekte iz oblasti unapređenja kvaliteta života i poboljšanje uslova za razvoj privrede, što bi trebalo pozitivno da utiče na dalji rast prihoda opštine i dugoročnu sposobnost da servisira preuzete finansijske obaveze.

10.2.3. Republika Srbija

Kao što je već pomenuto, pre početka procesa zaduživanja, lokalna samouprava je u obavezi da obezbedi pozitivno Mišljenje uprave za javni dug,³⁴¹ koja posluje u okviru Ministarstva Finansija, a na bazi odredbi člana 36. Zakona o javnom dugu („Sl. Glasnik RS, br. 61/2005, 107/2009, 78/2011“) kojima se definiše granica dugoročnog zaduživanja lokalnih samouprava u Republici Srbiji.

Iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja za kapitalne investicione rashode ne može biti veći od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini. Takođe, iznos glavnice i kamate koji dospeva u svakoj godini na sva neizmirena dugoročna zaduživanja za finansiranje investicionih rashoda ne može biti veći od 15% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne samouprave u prethodnoj godini.

Od 2011. godine, nekoliko međunarodnih projekata usmerenih na podršku razvoju lokalne samouprave (MSP IPA 2007, Exchange 3 i Exchange 4) finansirali su pripremu gradova i opština za postupak izdavanja municipalnih obveznica. Do trenutka izrade ovog rada, četrnaest lokalnih samouprava je dobilo podršku iz ove oblasti, i to Novi Sad, Užice, Pančevo, Beograd, Stari Grad (Opština grada Beograda), Aranđelovac, Kikinda, Pirot, Požarevac, Ruma, Valjevo, Brus, Stara Pazova i Šabac.

Sledeći primer ovih gradova i opština, opština Mionica je prva lokalna samouprava koja je sredinom 2015. godine odlučila da iz sopstvenih sredstava finansira postupak pripreme izdavanja municipalnih obveznica. Iako se na kraju procesa opština Mionica nije izdala municipalne obveznice, ona je odličan primer kako i manje lokalne samouprave mogu da prepoznaju prednosti ovog načina finansiranja kapitalnih projekata. Sa druge strane, od četrnaest lokalnih samouprava koje su dobile besplatnu podršku za pripremu za izdavanje municipalnih obveznica, samo njih 6 je zapravo ušlo u taj proces. Municipalne obveznice su izdali grad Novi Sad, grad Pančevo, opština Stara Pazova i grad Šabac.

Užice je sprovelo postupak pribavljanja ponuda za finansiranje svojih kapitalnih projekata (izgradnje zatvorenog bazena) putem izdavanja municipalnih obveznica i putem kredita, ali je finansiranje putem kredita bilo nešto jeftinije, pa se Užice odlučilo da ne izdaje municipalne obveznice.

Iz političkih razloga (promena opštinske vlasti), opština Brus je odustala od postupka zaduživanja i finansiranja svojih kapitalnih projekata.

³⁴¹ Ukoliko Uprava za javni dug ne da saglasnost za zaduživanja, nit bilo kakvo mišljenje u roku od 15 dana od dana dostavljanja zahteva za mišljenje od strane lokalne samouprave, smatra se da je Uprava za javni dug dala saglasnost za zaduživanje lokalnoj samoupravi.

U postupku odlučivanja o načinu finansiranja kapitalnih projekata (kredit ili obveznice) gradovi Novi Sad, Pančevo i opština Stara Pazova (za prvu tranšu municipalnih obveznica) su kao jedini kriterijum imali troškove finansiranja, tj. visinu kamatne stope. Kod ovih lokalnih samouprava municipalne obveznice su „na mala vrata“ uvedene kao instrument za finansiranje kapitalnih projekata, a jedini kupci tih obveznica su bile banke koje su kao pokrovitelj emisije otkupile te obveznice.

Grad Šabac, opština Stara Pazova (kod izdavanja druge tranše municipalnih obveznica početkom 2015. godine) su „hrabro“ doneli odluku da svoje kapitalne projekte finansiraju isključivo izdavanjem municipalnih obveznica. Upravo zbog činjenice da su ove lokalne samouprave odlučile da municipalne obveznice izdaju putem javnog plasmana i da ih ponude svim građanima i privrednim subjektima, kriterijumi za izbor pokrovitelja emisije su bili nešto drugačiji. Naime, pored cene za izradu Prospekta (i ostale dokumentacije) i cene za kupovinu neprodatog dela emisije municipalnih obveznica, kao dodatni kriterijum za ocenu pristiglih ponuda je uzet u obzir i broj ekspozitura i filijala u kojima će građani moći da upišu i uplate municipalne obveznice.

Zbog suštinskih razlika u procesu izdavanja municipalnih obveznica, posebno će se razmatrati lokalne samouprave koje su obveznice izdale putem privatnog plasmana, a posebna pažnja će biti usmerena na lokalne samouprave koje su se za finansiranje kapitalnih projekata obratile svojim građanima - izdavanje municipalnih obveznica putem javnog plasmana.

Privatni plasmani - grad Novi Sad i Pančevo i opština Stara Pazova

Kao što je već pomenuto, grad Novi Sad, grad Pančevo i opština Stara Pazova su prvi izdavaoci municipalnih obveznica na teritoriji Republike Srbije. Ove lokalne samouprave su „stidljivo“ odlučile da uporede uslove finansiranja putem kredita i putem izdavanja municipalnih obveznica, ali su jedini kreditori svakako ostale banke.³⁴²

Međutim, od izuzetne je važnosti da su ove lokalne samouprave dale primer dobre prakse ostalim gradovima i opštinama u Srbiji da nastave da istražuju i druge mogućnosti koje pružaju municipalne obveznice.

³⁴² Preporuka Svetske Banke je da se svakako uključi što veća konkurencija između različitih vidova finansiranja lokalne samouprave – vidi J. Petersen (2000), *Linkages between local governments and financial markets*, World Bank, Washington DC, str. 81.

Grad Novi Sad

Podaci o emitentu

Novi Sad je posle Beograda, drugi grad u Srbiji po broju stanovnika. On je takođe i centar pokrajinske vlasti. Na administrativnoj teritoriji Novog Sada živi oko 350 hiljada stanovnika, dok u samom gradu živi oko 250 hiljada stanovnika.

Predstavnički organ je skupština, a izvršni organi vlasti su gradonačelnik i gradsko veće.

Novi Sad je industrijski i finansijski centar Vojvodine, najplodnije poljoprivredne regije u Srbiji.

Struktura emitovane municipalne obveznice

Grad Novi Sad je imao priliku da mu međunarodni programi podrške lokalnim samoupravama (koje finansira Evropska unija) pomognu u izdavanju prvih municipalnih obveznica u Srbiji.

Program MSP IPA 2007 je angažovao eksperte koji su strukturirali samu obveznicu, organizovali posete investitorima i prezentacije (eng. *Road Show*) i organizovali postupak dostavljanja ponuda za pružanje usluga pokrovitelja emisije.

Tadašnji Gradonačelnik Novog Sada, Igor Pavličić potpisao je 8. jula 2011. godine *Ugovor o pružanju usluga pokrovitelja emisije u postupku izdavanju municipalnih obveznica* sa predsednikom izvršnog odbora UniCredit Banke,³⁴³ Klausom Priveršekom. Tom prilikom, gradonačelnik Novog Sada je izjavio: „*U poslednjih šest meseci, programi koje finansira Evropska unija, a sprovodi Stalna konferencija gradova i opština, aktivno su učestvovali u procesu podrške gradu Novom Sadu da postane prva lokalna samouprava u Srbiji koja svoje razvojne projekte neće finansirati putem standardnih bankarskih kredita, već izdavanjem dugoročnih opštinskih obveznica. Zadovoljstvo nam je što ćemo sarađivati sa UniCredit bankom, koja je izabrana za pokrovitelja prve emisije municipalnih obveznica u Srbiji, u ukupnom iznosu od 35 miliona evra. Zajedničkim snagama, uz veliku podršku mnogobrojnih partnera grada, stvorićemo uslove za brži razvoj grada kroz priliv stranih investicija. Mi ćemo povlačenjem ovog strateškog poteza nastaviti da ulažemo u infrastrukturu i završićemo izgradnju kanalizacije u prigradskim naseljima i Bulevara Evrope.*”³⁴⁴

³⁴³ Pored UniCredit banke koja je dala najbolju ponudu, u procesu za izbor pokrovitelja emisije su učestvovali i Banca Intesa, Komercijalna Banka, Societe Generale Banka, Erste Banka i brokersko dilersko društvo Citadel Securities.

³⁴⁴ Izvor: http://skgo.org/upload/imgs/potpisivanje_ugovora_o_obveznicama7_8jul.jpg.

Gospodin Pavličić je takođe istakao da je grad izborom ovog izvora finansiranja uštedeo oko 4,5 miliona evra.³⁴⁵

Ovaj događaj je medijski prilično dobro praćen, a potpisivanju prvog ugovora su prisustvovali visoki zvaničnici Evropske Unije (gospodin Vinsent Dežer, šef Delegacije Evropske unije u Beogradu), predstavnici Američke agencije za međunarodni razvoj (Suzan Fric, direktorka i Aleksandar Đureinović). Na potpisivanju ovog ugovora su bili prisutni i predstavnici Svetske banke, Međunarodne finansijske korporacije (IFC) koja je trebalo da kupi jednu tranšu obveznica.³⁴⁶

Pomenuti učesnici su uložili vanredni napor da se pronađu donatorska sredstva za podršku gradu Novom Sadu kako bi se izdale prve municipalne obveznice u Srbiji, a predstavnici grada Novog Sada i UniCredit banke su pokazali nesvakidašnju saradnju privatnog i javnog sektora u pomenutom procesu.

Ukupna vrednost celokupnog planiranog plasmana je 35 miliona evra, podeljenog u tri tranše, sa rokom dospeća od 12 godina i 2 godine grace perioda tokom koga lokalna samouprava isplaćuje jedino kamatu u godišnjem iznosu od 6,25%. Kuponi se isplaćuju polugodišnje.

Izdavanje prve tranše opštih municipalnih obveznica realizovano je krajem 2011. godine, a druga tranša je izdata u 2012. godini. Obe tranše su izdate kroz proces emisije privatnim plasmanom, gde je UniCredit Banka iz Beograda otkupila celokupan iznos emisije, i to u iznosu od 29 miliona evra.

Preostali iznos emisije koji je odobrila Skupština Novog Sada, grad planira da izda u toku 2015. godine. Za treću tranšu ovih obveznica, Američke agencije za međunarodni razvoj (USAID) je od američkog Trezora obezbedila garanciju koja pokriva iznos od 50% glavnice treće tranše. Ova tranša municipalnih obveznica je pre svega namenjena nebankarskim finansijskim institucijama i građanima.³⁴⁷

Investicioni projekti finansirani emisijom municipalnih obveznica

Projekat „Izgradnja Bulevara Evrope (IV etapa)“

Projekat izgradnja Bulevara Evrope spada u projekat izgradnje zapadne obilaznice oko grada. Ona će omogućiti efikasno i bezbedno povezivanje državnih puteva prvog i drugog reda na sremskoj i bačkoj strani Novog Sada.

³⁴⁵ Paralelno sa izborom pokrovitelja emisije, grad je imao i javni tender za nabavku kredita gde je najbolja ponuđena kamatna stopa bila 7,5%.

³⁴⁶ Zbog načina izbora izvođača radova (javni tender sa prethodnom kvalifikacijom izvođača), IFC je kasnije odustao od kupovine municipalnih obveznica grada Novog Sada.

³⁴⁷ Nakon promene vlasti u Novom Sadu, novo rukovodstvo je usporilo izdavanje treće tranše municipalnih obveznica iz razloga što novac od prve dve tranše nije blagovremeno utrošen za projekte za koje je bio namenjen. Glavni razlog za kašnjenje u realizaciji ovih projekata su problemi sa izvođačem radova, tako da je ovaj aspekt u određenoj meri „bacio senku“ na prvo izdavanje municipalnih obveznica u Srbiji.

Četvrta etapa izgradnje uključuje deo Bulevara od Rumeničke ulice do petlje Novi Sad Sever na Autoputu E75 u ukupnoj dužini od 3.100 m sa više objekata (nekoliko nadputnjaka, nadvožnjak i most na kanalu Dunav-Tisa-Dunav). Prethodne tri etape koju se već izgrađene su formirale moderan izgled Bulevara Evrope.

Prema procenama studije saobraćaja, projekat će imati višestruki efekat na gradski saobraćaj, pre svega rasterećenje gradskog jezgra jer će biti izmešten tranzitni saobraćaj na pravcu Bačka Palanka-Novni Sad-Zrenjanin, što će dovesti do uštede vremena i troškova prevoza.

Studija saobraćaja nije obuhvatila nekolicinu drugih efekata, kao što su dodatni prihodi grada koje će ostvarivati realizacijom projekta. Ključni efekat je omogućavanje potpunog korišćenja izgrađenih delova Bulevara Evrope u prve tri etape i povećanje atraktivnosti površine oko njega. Ukupna površina zemljišta na toj deonici je oko 900 ha, od čega je za izgradnju slobodno 150 ha, što dovodi do velike količine prihoda koji će biti ostvareni od naknade za uređenje građevinskog zemljišta i od poreza na imovinu.

Potreba za realizacijom ovog projekta je više nego očigledna, jer će imati i socijalnu i ekonomsku opravdanost kroz poboljšanje konkurentnosti grada kao poslovne destinacije i regionalnog privrednog centra.

Vrednost izgradnje četvrte etape se procenjuje na oko 30 miliona evra.

Projekat „Izgradnja kanalizacione mreže“

U okolini Novog Sada od 15 prigradskih naselja, kanalizacija delimično postoji samo u 4 naselja - u Futogu, Veterniku, Petrovaradinu i Sremskoj Kamenici. Na teritoriji grada, na sedam lokacija nije izgrađena ili ne postoji kanalizaciona mreža, pa se dolazi do toga da na skoro 20% ukupne površine građevinskog područja Novog Sada ne postoji ili nije završena izgradnja kanalizacione mreže. Pored toga nedostaju i prateći objekti koji bi na odgovarajući način tretirali otpadne vode. Planirana izgradnje kanalizacionog sistema je u dužini od 100 km.

Realizacijom ove investicije bi od 7.000 do 8.000 domaćinstava, tj. oko 30.000 stanovnika dobilo priključak za kanalizacionu mrežu. Prihod koji bi grad ostvarivao na kraći rok zavisi od naknade za priključenje, dok bi se na duži rok postigao indirektan efekat rezultiran uticajem poboljšanja higijenskih i opštih uslova života. Cena jednog priključka na kanalizacionu mrežu iznosi oko 250 evra, pa bi na osnovu toga JKP Vodovod i kanalizacija ostvarilo prihod od 1,87 miliona evra, plus naknada za uslugu na mesečnom nivou od 1.000 dinara koju plaća svako domaćinstvo. Pored pomenutog, značajna je i činjenica da domaćinstva neće morati i do dva puta godišnje da prazne septičke jame, što je značajna ušteda.

Ukupna vrednost izgradnje planiranih 100 km kanalizacionog sistema iznosi 11 miliona evra.

Finansijsko poslovanje grada i stanje duga grada pre emitovanja municipalnih obveznica

U tabeli u nastavku prikazan je budžet grada, za period od 2010. do 2012. godine.

Tabela 75: Izvršenje budžeta grada Novog Sada (u 000 dinara)

Opis	2010	2011	2012
Prihodi i primanja	11.977.746	13.035.211	16.242.829
Tekući prihodi	11.973.689	13.028.169	15.534.512
Porez na imovinu	1.002.035	1.047.749	1.179.919
Lokalne takse i naknade	1.731.348	1.986.364	2.206.159
Naknada za korišćenje građevinskog zemljišta	1.034.753	1.068.473	964.762
Naknada za uređenje građevinskog zemljišta	2.179.676	1.575.778	1.227.271
Ustupljeni porez na dohodak	4.054.248	5.217.798	8.110.737
Ostali ustupljeni porezi i naknade	931.586	922.857	926.082
Tekući transferi	1.012.799	1.051.155	860.964
Ostalo	27.244	157.995	58.618
Kapitalni prihodi	4.057	7.042	708.317
Rashodi i izdaci	11.602.525	13.392.225	15.436.185
Tekući rashodi	9.470.412	10.513.599	12.363.646
Rashodi za zaposlene	2.415.068	2.982.054	3.342.651
Rashodi za robu i usluge	2.606.452	3.141.409	3.412.889
Subvencije	2.159.290	1.893.424	2.670.063
Donacije, dotacije i transferi	1.329.911	1.550.308	1.506.392
Ostali tekući rashodi	959.691	946.404	1.431.651
Kapitalni rashodi	2.132.113	2.878.626	3.072.539
Neto nabavka nefinansijske imovine	-2.128.056	-2.871.584	-2.364.222
Budžetski suficit/deficit	375.221	-357.014	806.644
Račun finansiranja			
Primanja od zaduživanja i finansijske imovine	54.554	1.526.054	1.623.408
Otplata duga i nabavka finansijske imovine	30	44.433	0
Fiskalni suficit/deficit	429.745	1.124.607	2.430.052
Suficit ranijih godina	1.158.902	1.633.095	2.721.958
Ukupan suficit/deficit	1.588.647	2.757.702	5.152.010

Evidentan je trend rasta tekućih prihoda, generisan prvenstveno povećanjem prihoda od poreza na dohodak građana koji je sa 4 milijarde dinara porastao na preko 8 milijardi

dinara. Sa druge strane, tekući transferi³⁴⁸ i naknada za korišćenje građevinskog zemljišta su zabeležili pad u posmatranom periodu. Izvorni prihodi i primanja grada činili su oko 45% ukupnih prihoda i primanja u 2012. godini, što govori o stabilnim osnovama za buduće poslovanje grada.

U strukturi rashoda grada u posmatranom periodu dominantni tekući rashodi su rashodi za zaposlene (28%) kao i rashodi za nabavka roba i usluga (28%). Kapitalni rashodi predstavljaju oko 20% ukupnih rashoda i finansiraju se delom iz tekućeg suficita, a delom iz pozajmljenih izvora (municipalne obveznice).

U posmatranom periodu vidljivo je postojanje suficita (tekućeg, budžetskog, fiskalnog i ukupnog suficita), a što je u velikoj meri uticao na povoljne ocene kreditora (kupaca municipalnih obveznica).

Pored strukture i trendova kretanja budžetskih prihoda i rashoda grada, u trenutku emitovanja municipalnih obveznica grad nije imao značajan nivo obaveza, što je takođe u velikoj meri uticalo na povoljnu ocenu kreditora.

Naime, povoljni trendovi u izvršenju budžeta i mala zaduženost grada doprineli su da 2010. godine grad Novi Sad dobije od agencije Moody`s kreditni rejting Ba3, što je u tom trenutku predstavljalo bolji kreditni rizik od same Republike Srbije³⁴⁹ koja je od strane S&P rejting agencije imala kreditni rejting BB- (komplementarnost sa B1 agencije Moody`s).³⁵⁰

Ova dobra ocena kreditnog rizika grada Novog Sada uslovila je i dobijanje vrlo povoljnih izvora finansiranja (prinos od 6,25%), tako da se grad Novi Sad zadužio po nižoj kamatnoj stopi u odnosu na obveznice Republike Srbije emitovane u tom trenutku.³⁵¹

U tabeli u nastavku prikazana je struktura bilansa stanja grada.

³⁴⁸ Odmah po povećanju učešća lokalnih samouprava u porezu na dohodak građana, centralna vlast je donela odluku o smanjenju transfera lokalnim samoupravama.

³⁴⁹ I u svetu ima primera da je kreditni rejting nekog grada viši od kreditnog rejtinga države – vidi World Bank (1999), *Credit ratings and bond issuing at the subnational level*, Washington DC, str 6-24.

³⁵⁰ Nakon izdavanja rejtinga Republici Srbiji 2013.godine, Moody`s je smanjio kreditni rejting gradu Novom Sadu i izjednačio ga sa kreditnim rejtingom države, i to sa ocenom B1.

³⁵¹ U septembru 2011. godine Republika Srbija je izdala 1 milijardu dolara obveznica sa prinosom od 7,25% na godišnjem nivou.

Tabela 76: Bilans stanja grada Novog Sada (u 000 RSD)

Opis	Stanje na dan 31.12.		
	2010.	2011.	2012.
Aktiva	30.995.734	35.358.350	49.566.218
Nefinansijska imovina	26.984.683	29.601.440	30.594.233
Stalna sredstva	26.905.959	29.532.676	30.511.934
Zalihe	78.724	68.764	82.299
Finansijska imovina	4.011.051	5.756.910	18.971.985
Dugoročna finansijska imovina	266.504	438.230	11.123.799
Novčana sredstva, potraživanja i plasmani	3.094.631	4.542.339	6.916.530
Aktivna vremenska razgraničenja	649.916	776.341	931.656
Vanbilansna aktiva	3.407.617	3.209.255	3.315.426
Pasiva	30.995.734	35.358.350	49.566.218
Obaveze	1.771.507	4.262.753	6.073.539
Dugoročne obaveze	2.783	1.572.126	3.300.084
Kratkoročne obaveze	-	-	-
Obaveze po osnovu rashoda za zaposlene	234.282	121.825	161.456
Ostale obaveze po osnovu zaposlenih	3.513	9.465	3.666
Obaveze iz poslovanja	520.979	773.063	643.381
Pasivna vremenska razgraničenja	1.009.950	1.786.274	1.964.952
Kapital, rezultat poslovanja i vanbilansna evidencija	29.224.227	31.095.597	43.492.679
Kapital	27.603.671	29.188.171	39.984.970
Suficit	1.347.697	1.620.554	3.263.579
Neraspoređeni višak prihoda i primanja iz ranijih godina	314.202	333.872	286.099
Deficit ranijih godina	-41.343	-47.000	-47.509
Vanbilansna pasiva	3.407.617	3.209.255	3.315.426

Iz bilansa stanja se može uočiti da je najveći rast u aktivni zabeležila pozicija dugoročni plasmani, a u pasivi pozicija kapital. To se desilo u 2012. godini kada je po nalogu revizora grad proknjižio ulaganja u javna preduzeća, što do tog trenutka nije bio slučaj. Takođe, primetan je i rast dugoročnih obaveza na 3,3 milijarde dinara i to kao posledica izdavanja municipalnih obveznica.

Međutim, ni posle izdavanja municipalnih obveznica finansijska pozicija grada nije bila ugrožena. U narednoj tabeli je predstavljen odnos finansijskog duga i tekućih prihoda, kao i odnos obaveza za servisiranje duga i ukupnih prihoda, odnosno suficita.

Tabela 77: Upravljanje dugom grada Novog Sada

Opis	2010.	2011.	2012.
ZADUŽENOST SAGLASNO ZAKONU O JAVNOM DUGU			
Tekući prihodi iz prethodne godine	11.281.733	11.973.688	13.028.170
Obaveze po osnovu duga na kraju godine	2.783	1.572.126	3.300.084
Racio 1. Učešće obaveza po osnovu dugova u tekućim prihodima (≤ 50%)	0,02%	13,13%	25,33%
Rashodi za kamate i naknade	405	1.515	205.036
Izdaci za otplatu duga	30	44.433	0
Ukupni izdaci i rashodi po osnovu duga	435	45.948	205.036
Racio 2. Učešće rashoda i izdataka po osnovu duga u tekućim prihodima (≤ 15%)	0,00%	0,38%	1,57%
OTPLATA DUGA IZ TEKUĆEG SUFICITA			
Tekući prihodi	11.973.689	13.028.169	15.534.512
Tekući suficit	2.503.277	2.514.570	3.170.866
Racio 3. Učešće rashoda i izdataka po osnovu duga u tekućem suficitu	0,02%	1,83%	6,47%
Neto tekući suficit	2.502.842	2.468.622	2.965.830
Racio 4. Učešće neto tekućeg suficita u tekućem suficitu	99,98%	98,17%	93,53%

Iz prethodne tabele se vidi da zaduženje grada Novog Sada nakon izdavanja municipalnih obveznica nije ugrozilo njegovu finansijsku stabilnost, jer ukupan dug u poređenju sa tekućim prihodima iz prethodne godine se nalazi na nivou od 25% (zakonom dozvoljeno 50%), dok su obaveze za servisiranje dugova na 1,57% od tekućih prihoda (zakonom dozvoljeno 15%). Sa druge strane, učešće rashoda i izdataka za servisiranje duga u tekućem suficitu je i nakon zaduživanja ispod 6,5% u 2012. godini, što znači da grad Novi Sad slobodno raspolaže sa preko 93% tekućeg suficita za finansiranje novih kapitalnih projekata. Međutim, činjenica da kapitalni projekti zbog kojih su izdate municipalne obveznice još nisu završeni, te činjenica da Novi Sad na svom računu još uvek ima značajan iznos neutrošenih sredstava, dovode Novi Sad u situaciju da odloži novo zaduživanje i izdavanje treće tranše municipalnih obveznica.

Treća tranša koja se planira da bude izdata putem javnog plasmana, sa željom da je kupe građani i druge finansijske institucije, na žalost neće biti obrađena u ovom radu.

Grad Pančevo

Podaci o emitentu

Pančevo je četvrti grad po veličini u Vojvodini u kome živi oko 80 hiljada stanovnika, a na široj teritoriji grada Pančeva živi preko 120 hiljada stanovnika. Predstavnički organ grada je gradska skupština, a izvršnu vlast predstavlja gradonačelnik i gradsko veće. Pančevo ima dugu tradiciju zanatstva i industrijske proizvodnje. Kada posmatramo po delatnostima, najveći broj preduzeća je iz oblasti industrije (35%), sledi trgovina (10%), potom poljoprivreda (7%), saobraćaj (7%), građevinarstvo (5%) i finansijski sektor (3%). Pančevo je jedan od važnih industrijskih centara u Vojvodini i Srbiji i ima značajne komparativne prednosti. Razvijen je drumski, rečni i železnički saobraćaj, a sam grad je udaljen 18km od Beograda, a blizu je i rumunske granice. Pančevo leži na tri reke (Dunav, Tamiš, Nadel) i ima luku na Dunavu. Deo jadranskog naftovoda prolazi kroz grad.

Struktura emitovane municipalne obveznice

Nakon dobijanja pozitivnog Mišljenja ministarstva finansija i donošenja Odluke o zaduživanju, grad Pančevo je tokom 2012. godine ušao u proceduru izdavanja municipalnih obveznica. Planirani iznos emisije je bio oko 6 miliona evra, a planirano je da se izdavanje municipalnih obveznica realizuje fazno, u tri tranše.

Prva emisija opštih municipalnih obveznica grada je realizovana tokom 2012. godine, emitovanjem prve tranše opštih municipalnih obveznica ukupne vrednosti 1 milion evra. Emisija je realizovana putem privatnog plasmana, a pokrovitelji emisije su bili Komercijalna Banka ad Beograd i Banca Intesa ad Beograd. Ove banke su ujedno bili i jedini kupci ovih obveznica.

Prva tranša je emitovana sa efektivnom kuponskom stopom od 9,5% godišnje. Isplata kupona se vrši polugodišnje. Ukupna ročnost prve tranše je sedam godina, u koje je uključen i period počeka (grace period) u trajanju od godinu dana tokom koga grad plaća jedino ugovorenu kamatu. Grad Pančevo ima i opciju da nakon 18 meseci od izdavanja municipalnih obveznica iste otkupi po nominalnoj vrednosti. U junu 2012. godine promovisano je emitovanje prve tranše municipalnih obveznica grada Pančeva. Među gostima su bili i predstavnici brojnih gradova i opština za koje se u tom trenutku očekivalo da će se takođe upustiti u ovaj poduhvat. Vesna Martinović, tadašnja

gradonačelnica Pančeva, iskazala je svoje zadovoljstvo što se Pančevo odlučilo na primenu nečeg novog i boljeg.³⁵²

Prisutnima su se obratili i predstavnici Banca Intese (Sladana Jelić) i Komercijalne Banke (Lidija Sklopić), kao i tadašnji predsednik Komisije za hartije od vrednosti, gospodin Milko Štimac. Pomenuti učesnici su u ranijem periodu dali veliki doprinos da se izmeni Zakon o javnom dugu i da se dozvoli da i građani mogu da kupuju municipalne obveznice. Gospodin Klaus Richter je predstavio tim MSP IPA 2007 koji je podržao grad Pančevo u emisiji ovih municipalnih obveznica i istakao da još deset lokalnih samouprava radi na izradi dokumentacije za izdavanje municipalnih obveznica.³⁵³

Investicioni projekti finansirani emisijom municipalnih obveznica

Novcem prikupljenim od emisije municipalnih obveznica, grad je planirao realizaciju četiri kapitalna projekta.

Izgradnja projektne tehničke dokumentacije za infrastrukturno opremanje industrijske zone „Grinfilđ 2“

Projekat obuhvata izradu projektne tehničke dokumentacije u cilju infrastrukturnog opremanja pančevačke industrijske zone. U to je uključena izrada projektne dokumentacije za izgradnju saobraćajnica za srednji i težak saobraćaj, izradu projektne tehničke dokumentacije za izgradnju nadvožnjaka, izradu projektne tehničke dokumentacije za izgradnju pešačko biciklističkih staza, izradu projektne tehničke dokumentacije za izgradnju vodovodne mreže, izradu projektne tehničke dokumentacije za izgradnju fekalne kanalizacije, izradu projektne tehničke dokumentacije za izgradnju atmosferske kanalizacije, izradu projektne tehničke dokumentacije za izgradnju javnog osvetljenja i izradu projektne tehničke dokumentacije za ozelenjavanje.

Procenjena vrednost projekta je 2.472.525.881,25 dinara.

Rekonstrukcija Kajmakčalanske ulice

Ovim projektom biće obuhvaćena rekonstrukcija saobraćajnice širine 5m u dužini od 937m sa pešačkim stazama sa obe strane i izgradnja nove kanalizacione mreže u dužini od oko 1.100 m.

Učešće u izgradnji gradobrana u kasarni Rastko Nemanjić

Projekat obuhvata rekonstrukciju i modernizaciju strelišta u kasarni „Rastko Nemanjić“ u Pančevu i treba da omogući redefinisavanje balističkih uslova i da obezbedi da se sadašnje zaštitne zone svedu na minimalno potrebne. Na taj način je velika površina

³⁵² <http://rtvpancevo.rs/Vesti/Lokal/grad-obezbedio-milion-evra-za-investicije.html>.

³⁵³ Na žalost, do sredine 2015. godine, niko od ovih deset lokalnih samouprava nije izdao municipalne obveznice.

gradskog građevinskog zemljišta oslobođenja zabrane gradnje, odnosno omogućio se razvoj privrede i preduzetništva na trenutno neaktiviranoj teritoriji Pančeva. Naime, trenutnim uslovima zaštite strelišta utvrđena je zona zabranjene gradnje površine 4500h, a nakon rekonstrukcije i modernizacije strelišta mogla bi da se svede na 500h. Ministarstvo odbrane, Sektor za materijalne resurse, Uprava za infrastrukturu, je pribavilo Glavni projekat za izvođenje radova na rekonstrukciji i modernizaciji strelišta u kasarni „Rastko Nemanjić“ u Pančevu.

Ukupna vrednost ove investicije je 53.450.000 dinara, a grad Pančevo će delom učestvovati u izvršenju ovog projekta.

Izrada projektne tehničke dokumentacije za infrastrukturno opremanje severne industrijske zone

Izradom odgovarajućeg urbanističkog plana stvoriće se preduslovi da se utvrdi obim potrebnih investicija za opremanje industrijske zone neophodnim infrastrukturnim sistemima. Nakon što se iz urbanističkog plana utvrde koridori za saobraćajnice i ostale infrastrukturne sisteme prvi korak u realizaciji podrazumeva proveru i po potrebi rešavanje imovinskih odnosa. Kada se utvrde javne površine, grad će pristupiti izgradnji projekata. Predviđena sredstva namenjena su prvenstveno za rešavanje imovinsko-pravnih odnosa. Ukoliko sredstva budu preostala nakon rešavanja imovinsko-pravnih odnosa, biće namenjena za prvu fazu izrade projektne dokumentacije za saobraćajnice i infrastrukturnih sistema koji su u nadležnosti JP Direkcija Pančevo.

Finansijsko poslovanje grada i stanje duga grada pre emitovanja municipalnih obveznica

U tabeli u nastavku prikazana je struktura budžetskih prihoda i rashoda ostvarenih tokom 2009. do 2011. godine.

Tabela 78: Izvršenje budžeta grada Pančeva za 2009. do 2011. godine (u 000 dinara)

(u 000 dinara)	2009	2010	2011
Prihodi i primanja	2.816.245	2.949.126	3.477.542
Tekući prihodi	2.811.270	2.940.674	3.473.243
Porezi	1.752.124	1.908.594	2.340.612
Donacije i transferi	346.746	402.328	432.469
Ostali prihodi	712.400	629.752	700.162
Primanja od prodaje nefinansijske imovine	4.975	8.452	4.299
Rashodi i izdaci	2.905.819	2.800.060	3.413.771

(u 000 dinara)	2009	2010	2011
Tekući rashodi	2.667.509	2.670.416	3.041.622
Rashodi za zaposlene	733.190	737.033	811.648
Rashodi za robu i usluge	555.690	575.358	771.571
Subvencije	678.398	764.307	744.008
Donacije, dotacije i transferi	443.211	317.882	381.638
Ostali tekući rashodi	257.020	275.836	332.757
Izdaci za nabavku nefinansijske imovine	238.310	129.644	372.149
Neto nabavka nefinansijske imovine	-233.335	-121.192	-367.850
Budžetski suficit/deficit	-89.574	149.066	63.771
Račun finansiranja	-22.708	-37.751	-77.207
Primanja od zaduživanja i finansijske imovine	133.477	163.665	148.507
Otplata duga i nabavka finansijske imovine	156.185	201.416	225.714
Fiskalni suficit/deficit	-112.282	111.315	-13.436
Suficit ranijih godina	441.551	329.269	440.585
Ukupan suficit/deficit	329.269	440.584	427.149

U prikazanoj tabeli, primetan je trend rasta tekućih prihoda, gde poreski prihodi učestvuju sa oko 65% ukupnih tekućih prihoda.

Izvorni prihodi i primanja čine skoro 42% ukupnih prihoda i primanja grada Pančeva, a lokalne takse i naknade su polovina navedenog iznosa.

U tekućim rashodima vrlo slično učešće imaju rashodi za zaposlene, rashodi za robu i usluge i subvencije (po oko 25%).

Budžetski suficit je ostvaren u 2010. i 2011. godini, ali je kao posledica značajnih sredstava potrebnih za otplatu postojećeg duga fiskalni suficit zabeležen samo u 2010. godini.

Bilans stanja je predstavljen u sledećoj tabeli.

Tabela 79: Bilansa stanja grada Pančeva (u 000 dinara)

Opis	Stanje na dan 31.12.		
	2008.	2009.	2010.
Aktiva	8.165.768	8.517.893	9.711.331
Nefinansijska imovina	5.934.968	6.339.583	6.555.671
Stalna sredstva	5.929.053	6.333.464	6.549.632
Zalihe	5.915	6.119	6.039

Opis	Stanje na dan 31.12.		
	2008.	2009.	2010.
Finansijska imovina	2.230.800	2.178.310	3.155.660
Vanbilansna aktiva	165.039	173.397	122.935
Pasiva	8.165.768	8.517.893	9.711.331
Obaveze	1.583.202	1.612.575	2.558.670
Dugoročne obaveze	759.660	723.400	722.359
Kratkoročne obaveze	7	0	3.164
Obaveze iz poslovanja	242.805	119.890	451.604
Pasivna vremenska razgraničenja	580.676	769.285	1.381.543
Kapital, rezultat poslovanja i vanbilansna evidencija	6.582.566	6.905.318	7.152.661
Kapital	6.042.496	6.454.795	6.613.763
Suficit	350.224	381.291	480.800
Neraspoređeni višak prihoda i primanja iz ranijih godina	189.987	71.120	65.052
Deficit ranijih godina	141	1.888	4.034
Vanbilansna pasiva	165.039	173.397	122.935

Važno je istaći da grad Pančevo ima stabilan iznos dugoročnih obaveza, upravo iz razloga što se zaduživao u svakoj od posmatranih godina.

Da bi se sagledala finansijska stabilnost grada, potrebno je uporediti nivo duga, kao i godišnje obaveze za servisiranje duga sa tekućim prihodima.

Tabela 80: Upravljanje dugom grada Pančeva (u 000 dinara)

Opis	2009.	2010.	2011.
Zaduženost saglasno zakonu o javnom dugu			
Tekući prihodi iz prethodne godine	3.457.780	2.811.270	2.940.674
Obaveze po osnovu duga na kraju godine	723.400	722.359	633.115
Racio 1. Učešće obaveza po osnovu dugova u tekućim prihodima (≤ 50%)	20,92%	25,70%	21,53%
Rashodi za kamate i naknade	35.135	29.129	31.159
Izdaci za otplatu duga	156.185	201.416	225.714
Ukupni izdaci i rashodi po osnovu duga	191.320	230.545	256.873
Racio 2. Učešće rashoda i izdataka po osnovu duga u tekućim prihodima (≤ 15%)	5,53%	8,20%	8,74%

Opis	2009.	2010.	2011.
Otplata duga iz tekućeg suficita			
Tekući prihodi	2.811.270	2.940.674	3.473.243
Tekući suficit	143.761	270.258	431.621
Racio 3. Učešće rashoda i izdataka po osnovu duga u tekućem suficitu	133,08%	85,31%	59,51%
Neto tekući suficit	-47.559	39.713	174.748
Racio 4. Učešće neto tekućeg suficita u tekućem suficitu	N/A	14,69%	40,49%

Za razliku od grada Novog Sada koji je pre izdavanja municipalnih obveznica bio praktično nezadužen, grad Pančevo je imao priličan iznos duga. Učešće duga u tekućim prihodima iz prethodne godine je iznosilo 21,53% (zakonom dozvoljeno 50%), dok su obaveze za servisiranje duga u odnosu na tekuće prihode iznosile 8,74% (zakonom dozvoljeno 15%).

Sa druge strane, u 2009. godini tekući suficit nije bio dovoljan da pokrije ukupne izdatke i rashode po osnovu duga, dok u 2010. i 2011. godini učešće rashoda za servisiranje duga u tekućem suficitu iznosi 85% i 60%.

Upravo veća zaduženost grada Pančeva i veće obaveze za servisiranje duga su uslovile manju zainteresovanost kreditora³⁵⁴ i značajno veću kamatnu stopu pri zaduživanju Pančeva (9,5%) u odnosu na kamatnu stopu pri zaduživanju Novog Sada (6,25%).

Republika Srbija – javni plasmani - grad Šabac i opština Stara Pazova

Za razliku od gradova Novog Sada i Pančeva koji su proveli paralelni proces nabavke kredita i nabavke usluga pokrovitelja emisije municipalnih obveznica, grad Šabac i opština Stara Pazova su se odmah odlučili da svoje kapitalne projekte finansiraju izdavanjem municipalnih obveznica.

Jedan od razloga za ovakvu odluku je bio stav lokalne vlasti u Šapcu i Staroj Pazovi da žele da dobiju podršku svojih građana za zaduživanje i finansiranje određenih projekata.

Sa druge strane, izdavanjem municipalnih obveznica putem javnog plasmana značajno se širi krug potencijalnih investitora, pa su pored banaka u ovom procesu učestvovali i građani i pravna lica.

³⁵⁴ Ponudu za finansiranje su dali samo konzorcijum Banca Intesa i Komercijalna Banka.

Oba grada su odlučila da među kriterijume za izbor pokrovitelja emisije uključe i broj filijala i ekspoziura na kojima će građani moći da upišu i uplate municipalne obveznice.

Da bi građani lakše razumeli prednosti investiranja u municipalne obveznice, oba izdavaoca su ponudila fiksnu kamatnu stopu od 6% i evro valutnu klauzulu.³⁵⁵

Grad Šabac

Podaci o emitentu

Grad Šabac je smešten na severozapadu Srbije, u blizini je velikih gradova Beograda i Novog Sada. Grad ima preko 115 hiljada stanovnika, dok u samom gradu, sa prigradskim naseljima, živi oko 70 hiljada stanovnika.³⁵⁶

Predstavnički organ je gradska skupština, a izvršnu vlast predstavlja gradonačelnik i gradsko veće.

Privredni razvoj grada Šapca je dinamičan, i on je rezultat razvijenog preduzetništva i prisustva stranih investitora koji su sa sobom doneli ne samo kapital, već i nova znanja.

U Šapcu posluje veliki broj privrednih subjekata (preko 4 hiljade od čega je najveći broj preduzetnika).

Struktura emitovane municipalne obveznice

Obveznice prve emisije grada Šapca izdate su u dinarima ali imaju evro valutnu klauzulu, sa rokom dospeća od sedam godina i dve godine grejs perioda tokom koga će se isplaćivati kamata. Nakon isteka grejs perioda glavnica će se u jednakim ratama isplaćivati u pet godina.

Da bi ove municipalne obveznice bile što interesantnije za stanovništvo, nominalna vrednost jedne obveznice iznosi 10.000 dinara. Obveznice su tokom javne ponude izdate po emisionoj ceni od 10.000,00 dinara, odnosno kupci su platili 100% nominalne vrednosti obveznice.

Kamatna stopa na obveznice je fiksna i iznosi 6,00% na godišnjem nivou. Obračun kamate se vrši na neotplaćeni iznos glavnice izražen u evrima. Obaveza po kuponu se na dan dospeća množi sa zvaničnim srednjim kursom Narodne banke Srbije na taj dan i isplaćuje u dinarima.

Prinos na obveznice, izražen u evrima, može biti manji (u slučaju diskonta) ili veći (u slučaju premije) od 6,00% u slučaju da imaoći obveznica koji su kupili obveznice u

³⁵⁵ Svakako nije zanemarljiva ni činjenica da se prihodi od kapitala prilikom investiranja u municipalne obveznice ne oporezuju.

³⁵⁶ Podaci su preuzeti iz Prospekta za izdavanje municipalnih obveznica.

javnoj ponudi odluče da ih prodaju pre roka dospeća, što će zavisiti od uslova na sekundarnom tržištu u momentu prodaje.

Investicioni projekti finansirani emisijom municipalnih obveznica

Plan grada Šapca bio je da se uz pomoć sredstava dobijenih iz emisije obveznica realizuje rekonstrukcija, sanacija, adaptacija i dogradnja zatvorenog bazena.

Bruto površina prizemlja starog bazena iznosila je 1.928,75 m², dok će budući bazen u osnovi zauzimati 3.260,61 m², a ukupna bruto kvadratura novoprojektovanog objekta iznosi 4.048,54 m². Pored postojećeg bazena, površine 700 m² (33,33 x 21,00 m), formiran je novi manji bazen za neplivače. Mali bazen ima površinu 300 m² (25 x 12 m), dubine od 0,8 m do 1,20 m. Novi objekat imaće i spa centar kao i zaseban administrativni deo. Povećanjem tribina formiran je i sprat na severnoj strani, iznad garderobnog dela i svlačionica.

U prizemlju su formirane 4 funkcionalne celine :

1. Prvu celinu čini garderobni prostor i ulazni hol,
2. Drugu celinu čini administrativni deo koji je smešten sa zapadne strane objekta,
3. Treću celinu čini spa centar,
4. Četvrtu celinu čini sam prostor bazena sa sunčalištem.

Pored bazenske hale, na južnoj strani formirana je prostrana terasa za sunčanje i odmor posetilaca, površine 872,24 m². U jednom delu ove terase formiran je kafe sa pripadajućim delom terase gde bi se postavili stolovi i stolice, i kao takav on bi leti bio u funkciji, dok bi zimi bio otvoren mali šank koji je orijentisan ka unutrašnjosti bazenske hale. Na spratu je predviđena teretana sa zasebnim svlačionicama, kafe bar i tribine za 330 gledališnih mesta, kao i poseban sanitarni čvor.

Priprema za izdavanje municipalnih obveznica

U skladu sa članom 33. i članom 36. Zakona o javnom dugu („Sl. Glasnik RS“, br. 61/05, 107/09 i 78/11), Ministarstvo finansija Republike Srbije, Uprava za javni dug je izdalo mišljenje broj: 401-532/2014-001 od 02.04.2014. godine kojim se daje saglasnost Izdavaocu za zaduženje emisijom municipalnih obveznica u ukupnom iznosu od 400 miliona dinara u 2014. godini za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda, a u skladu sa budžetom grada Šapca za 2014. godinu.

Uz podršku ekspertskeg tima projekta Exchange 4, u aprilu 2015. godine je svim bankama i brokersko-dilerskim društvima koja imaju licencu za pružanje usluga pokrovitelja emisije upućen poziv za dostavljanje Ponude za pružanje usluge pokrovitelja emisije municipalnih obveznica grada Šapca.

Kriterijumi za izbor najbolje ponude su bili naknada za pripremu dokumentacije (najmanja ponuda je dobila 30 poena), naknada za otkup neprodatog dela emisije

(najmanja ponuda je dobila 40 poena) i broj filijala i ekspozitura u kojima građani mogu da izvrše upis i uplatu municipalnih obveznica (najbolji ponudilac je dobio 30 poena).

Ponudu za pružanje usluge pokrovitelja emisije su dostavili UniCredit banka i Banca Intesa. Obe ponude su podrazumevale da nema naknade za pripremu dokumentacije i imale su sličan broj upisnih mesta. Međutim, Banca Intesa je imala nižu naknadu za otkup neprodatog dela emisije, tako da je nakon otvaranja ponuda 30. maja 2014. godine proglašena za najboljeg ponuđača.

Nakon što su svi uslovi u Ugovoru o pružanju usluga pokrovitelja emisije municipalnih obveznica dogovoreni, dana 24. jula 2014. godine gradonačelnik Šapca, Nebojša Zelenović i član Izvršnog odbora Banca Intese, Slađana Jelić potpisali su ovaj ugovor.

Tom prilikom gospođa Jelić je izjavila: „*Ponosni smo na to što je Banca Intesa izabrana za pokrovitelja prve javne emisije municipalnih obveznica na našem tržištu. Ova transakcija je značajna kako u pogledu razvoja Grada Šapca i kvaliteta življenja njegovih stanovnika, tako i sa aspekta razvoja domaćeg finansijskog tržišta. U okolnostima u kojima lokalne vlasti sve teže dolaze do potrebnih sredstava, municipalne obveznice predstavljaju veoma važan, ali i nedovoljno iskorišćen izvor povoljnog finansiranja za opštine, koji pritom daje snažan podsticaj tržištu kapitala i stavlja ga u funkciju privrednog rasta zemlje.*“³⁵⁷

Na ovom potpisivanju su prisustvovali i predsednik Komisije za hartije od vrednosti, gospodin Zoran Ćirović i predstavnici Stalne konferencije gradova i opština, gospodin Aleksandar Bučić i Đorđe Stanišić.

Nakon potpisivanja Ugovora o pružanju usluga pokrovitelja emisije, gospodin Zelenović je sve učesnike poveo u obilazak bazena i obale Save, iako je bio izuzetno vruć dan.

Dalje aktivnosti na pripremi emisije municipalnih obveznica je slikovito predstavila gospođa Ljiljana Zipovski, direktor brokersko dilerskog odeljenja u Banca Intesi, u svojoj prezentaciji koju je prikazivana na događajima namenjenim za upoznavanje investitora sa municipalnim obveznicama.

³⁵⁷ http://www.sabac.org/index_srb.php?page=11vis&ind=3066.



Slika 6: Dalje aktivnosti na pripremi emisije municipalnih obveznica grada Šapca

Izvor:

[http://www.ufas.rs/Download/BIB_municipalne_obveznice_grad_Sabac%205%20\(2\).p
ptx](http://www.ufas.rs/Download/BIB_municipalne_obveznice_grad_Sabac%205%20(2).pptx)

Neposredno pred objavljivanje Prospekta i početak upisa i uplate municipalnih obveznica, održano je nekoliko promotivnih skupova koji su imali cilj da upoznaju građane i druge investitore sa mogućnošću za ulaganje u municipalne obveznice.

Pred najavu prve prezentacije municipalnih obveznica grada Šapca u beogradskom hotelu Hajat, načelnica Odeljenja za finansije gradske uprave grada Šapca, Marijana Kostadinović, objasnila je da je emisija municipalnih obveznica novi način za obezbeđenje primanja budžeta: „*Opredelili smo se za ovaj vid obezbeđivanja sredstava u budžetu jer je jeftinije u odnosu na komercijalne bankarske kredite, a građani imaju mogućnost da pomognu u realizaciji ovog kapitalnog objekta, što je obostrani interes. Kupovinom hartija od vrednosti moći će da prihoduju u većem iznosu nego kada bi sredstva oročili u poslovnoj banci. Građani tako mogu da zarade više, a grad da plati manje. Zajednički cilj je da Šabac dobije zatvoreni bazen.*“³⁵⁸

Nakon što je Komisija za hartije od vrednosti dala saglasnost za objavljivanje Prospekta, u hotelu Hajat u Beogradu, dana 24. novembra 2014. godine je održana prva prezentacija municipalnih obveznica.

³⁵⁸ http://www.sabac.org/index_srb.php?page=11vis&ind=3250.

Za ceo postupak izdavanja municipalnih obveznica je bilo vrlo važno to što je Komisija za hartije od vrednosti, kao regulator na tržištu kapitala, pružila veliku podršku samom procesu i ohrabrila građane i druge investitore da razmotre mogućnost investiranja u municipalne obveznice.

Na pomenutoj promociji municipalnih obveznica u hotelu Hajat, predsednik Komisije za hartije od vrednosti, gospodin Zoran Ćirović je izjavio: „*Ovo je prva javna ponuda municipalnih obveznica u Srbiji, a naročito je važno što će hartije od vrednosti biti uključene u trgovinu Beogradske berze. Grad Šabac će emitovati obveznice u ukupnoj vrednosti od 400 miliona dinara. Odlukom o emitovanju, polovina emisije biće ponuđena građanima. Tako će građani imati priliku da pomognu razvoj svoje lokalne samouprave, istovremeno dobijajući bolje prihode nego da taj novac stave na štednju.*“³⁵⁹

Neposredno pre početka upisa i uplate municipalnih obveznica, 2. decembra 2014. godine u hotelu Sloboda u Šapcu je održan još jedna promocija municipalnih obveznica pod nazivom *Javna ponuda obveznica - istorijski događaj na tržištu kapitala*. Na tom skupu je gradonačelnik Šapca, Nebojša Zelenović izjavio: „*Šabac je prvi grad u Srbiji koji će javnom ponudom emitovati obveznice namenjene finansiranju izgradnje zatvorenog bazena u Šapcu. Kupovinom obveznica građani pomažu razvoj lokalne zajednice i istovremeno ostvaruju bolje prihode u odnosu na klasičnu štednju u banci. Pozivam građane i privrednike da budu deo novog modela poslovanja grada u kome će dobro zaraditi oni koji budu investirali u obveznice, a istovremeno, grad će pod najpovoljnijim uslovima doći do novca za završetak izgradnje bazena.*“³⁶⁰

Sve citirane izjave upućuju na veliku važnost participacije građana u proces izdavanja municipalnih obveznica, a pošto se očekivala velika tražnja za njihovu kupovinu, na sugestiju Banca Intese čitava emisija je podeljena na dva dela – **50% emisije je bilo namenjeno za kupovinu od strane građana, a 50% je bilo namenjeno za pravna lica**. U slučaju manje tražnje za bilo koji deo emisije, druga grupa investitora ima pravo da kupi neprodani deo emisije.

Način objavljivanja Prospekta

Izdavalac i pokrovitelj su na svojim internet stranicama 2. decembra 2014. godine objavili Prospekt, a u dnevnom listu Politika je 3. decembra 2014. godine je objavljeno Obaveštenje o javnoj ponudi municipalnih obveznica.

U pomenutom Obaveštenju su navedena mesta gde i kako investitori mogu dobiti besplatnu pisanu verziju Prospekta, a izdavalac se obavezao da na pisani zahtev investitora besplatno dostavi pisanu verziju prospekta, preporučenom poštom ili neposredno u svojim prostorijama.

³⁵⁹ http://www.sabac.org/index_srb.php?page=11vis&ind=3253.

³⁶⁰ http://www.sabac.org/index_srb.php?page=11vis&ind=3263.

Banca Intesa je na raspolaganje stavila 93 svoje ekspoziture za upis i uplatu municipalnih obveznica.



Slika 7: Ekspoziture Banca Intese za upis i uplatu municipalnih obveznica

Izvor: Presentacija municipalnih obveznica, Banca Intesa, Ljiljana Zipovski

Upis i uplata

Javna ponuda obveznica grada Šapca trajala je 15 dana, od 4. decembra 2014. godine do 18. decembra 2014. godine. Postupak upisa i uplate obavljen je neposredno dolaskom investitora u jednu od 93 ekspoziture Banke Intesa a.d. Beograd.

Obveznice su upisivane potpisivanjem izjave o upisu-upisnice, lično ili preko zastupnika. Investitori su uplatom novca na posebni namenski račun stekli uslov za kupovinu obveznica.

Da bi dao lični primer svojim sugrađanima, gradonačelnik Šapca, Nebojša Zelenović je prvi izvršio upis i uplatu municipalnih obveznica, i tom prilikom izjavio: „*Verujem da će rezultat ovog posla biti izgrađen zatvoreni bazen kakav Šapčani zaslužuju. Želimo grad bez neplivača, grad sporta i zdrave dece. Očekujem da će veliki broj građana odlučiti da na ovaj način uštedi i zaradi novac, a istovremeno pomogne izgradnju kapitalnog objekta lokalne zajednice.*“³⁶¹

³⁶¹ http://www.sabac.org/index_srb.php?page=11vis&ind=3268.

Kao što je uobičajeno, kupovinom municipalne obveznice grada Šapca podršku izgradnji bazena pružio je i proslavljeni rukometaš Veselin Vuković, predsednik Sportskog saveza Šapca.

Podršku ovom pionirskom poduhvatu je dalo i Udruženje finansijskih analitičara Srbije (UFAS) koje je dana 9. decembra 2014. godine organizovalo predstavljanje municipalnih obveznica za svoje članove.

Nakon svih pomenutih promotivnih aktivnosti, boniteta grada Šapca kao izdavaoca prve municipalne obveznice u Srbiji i odličnih uslova za investiranje novca (6% sa izuzećem od oporezivanja), kupovina celokupne emisije nije bilo iznenađenje.

Ishod emisije prve javne ponude municipalnih obveznica u Srbiji

Izveštaj o ishodu javne ponude je objavljen 02.12.2014. godine na zvaničnom sajtu Izdavaoca (www.sabac.org) i Pokrovitelja emisije (www.bancaintesa.rs) u skladu sa članom 36. Zakona o tržištu kapitala („Sl. Glasnik RS“, br. 31/2011).

Tražnja za ovom emisijom municipalnih obveznica je bila 50% veća od ponude, tako da su pravna lica morala da se zadovolje sa proporcionalnim smanjenjem upisanih iznosa. Fizička lica nisu iskoristila svojih 50% emisije, već je njih 25 kupilo municipalne obveznice u vrednosti od 25,6 miliona dinara (ostatak je prodat pravnim licima). Među najvećim kupcima municipalnih obveznica grada Šapca su se našli Beogradska berza, Komercijalna banka, Elixir Group, Čačanska banka, UniCredit bank Srbija, BDD M&V Investment... Banca Intesa, kao pokrovitelj emisije, nije bila u prilici da kupi ni jednu obveznicu, tako da je sa aspekta grada kao izdavaoca čitav postupak radila bez naknade.³⁶²

Komentarišući ishod prve emisije municipalnih obveznica, gradonačelnik Šapca je izjavio: „Zadovoljan sam uspehom zajedničkog projekta grada Šapca i Stalne konferencije gradova i opština (SKGO) koji se odnosi na emisiju municipalnih obveznica. S obzirom na činjenicu da je grad Šabac prvi grad u Srbiji koji se upustio u ovaj posao, postojala je blaga neizvesnost. Zahvalan sam svim kupcima municipalnih obveznica, kako građanima koji su kupili obveznice u vrednosti od 26 miliona dinara, tako i poslovnim licima, odnosno privrednim subjektima koji su ovu ponudu prepoznali kao način zarade. Sada smo obezbedili sve uslove za rekonstrukciju i izgradnju gradskog bazena.“³⁶³

³⁶² Banca Intesa je kupcima municipalnih obveznica naplatila naknadu za prenos obveznica, a onim kupcima koji su kod nje otvorili račune, naplatila je i tu uslugu.

³⁶³ http://www.sabac.org/index_srb.php?page=11vis&ind=3291.

Realizacija projekta izgradnje zatvorenog bazena

Nakon što je uspešno prikupio sredstva za finansiranje izgradnje zatvorenog bazena, grad Šabac je pristupio i ispunjenju svojih obećanja prema građanima – da će se prvog narednog leta kupati u ovom bazenu.

Kako bi se omogućili radovi i na niskim temperaturama, krov je postavljen već u decembru 2014. godine, a do kraja februara je bazen u potpunosti zatvoren postavljanjem zidnih panela.

Komisija za praćenje i kontrolu toka gradnje bazena je svakodnevno bila na gradilištu kako bi pratila rekonstrukciju i dogradnju bazena, i kako bi obezbedila potpuni uspeh ovog projekta.

Rekonstrukcija i izgradnja zatvorenog bazena je završena u planiranom roku, tako da je prijateljskom utakmicom između vaterpolo reprezentacija Srbije i Rusije u sredu 17. juna, bazen svečano otvoren. Tom prilikom se gradonačelnik Zelenović obratio prisutnima na sledeći način: *„Kada sam pre šest meseci, zajedno sa Veselinom Vukovićem, kupio prve obveznice za izgradnju bazena, bio je to rizik vredan pokušaja. Iskreno sam verovao u želju Šapčana da dobiju bazen, i mogućnost grada da završi veliki posao. Izgradili smo bazen, bazen je izgradio nas kao lokalnu samoupravu svesnu svojih potreba i mogućnosti. Šabac je prvi grad u Srbiji koji je javnom ponudom emitovao obveznice namenjene finansiranju izgradnje zatvorenog bazena. Odmah za nama, ovaj model je usvojilo nekoliko gradova u Srbiji.“*³⁶⁴

Gospodin Zelenović je tom prilikom podsetio na obećanje dato građanima nakon što je izabran za gradonačelnika, pre tačno godinu dana: *„Jedno od mojih prvih obećanja bio je bazen. Obećanje sam ispunio, bazen je izgrađen za svu našu decu. Predstoji organizovanje časova fizičkog vaspitanja na kojima će deca naučiti da plivaju, a Šabac postati grad bez neplivača. Šabački vaterpolisti, čijim se uspesima i upornošću divimo, i kojima još jednom čestitam ulazak u prvu ligu, dobili su svoju kuću. I ne samo oni, već svi sportisti Šapca i rekreativci. Znamo koliko je sport važan za zdrav fizički i duhovni razvoj, i radujemo se jer obezbeđujemo uslove za to. Ponosni smo na činjenicu da je šabačka firma bila na čelu konzorcijuma koji je rekonstruisao i dogradio bazen, i na saznanje da u gradu imamo preduzeća sposobna za takve izazove. Šabac je dokaz da je u Srbiji moguće izgraditi značajne objekte na vreme, u dogovorenom roku. To nas motiviše za buduće uspehe.“*³⁶⁵

Nekoliko dana nakon svečanog otvaranja, bazen je otvoren i za građane. Radno vreme bazena je od 07 do 24 časa. Obuke neplivača su od 07 do 10 časova, termin obezbeđen za građanstvo je od 10 do 19.30, treninzi klubova su od 20 do 22 časa, a noćno kupanje od 22 do 24 časa.

³⁶⁴ http://www.sabac.org/index_srb.php?page=11vis&ind=3596.

³⁶⁵ http://www.sabac.org/index_srb.php?page=11vis&ind=3596.

Za sigurnost na bazenu brine pet spasilaca koji su angažovani u dve smene. Cena ulaznice je određena na više nego prihvatljivom nivou od 200 dinara, gde deca do sedam godina ne plaćaju ulaz, a za decu stariju od sedam godina cena ulaznice je 100 dinara. Kao posledica ovakve cenovne politike, tokom letnjeg raspusta veliki broj dece posećuje gradski bazen.

Pored rekreacije i razonode, osmišljeni su i programi za rehabilitaciju i zdravstvenu kulturu za koje će se već početkom septembra 2015. godine odrediti posebni termini na bazenu. U tim terminima će stručnjaci raditi sa decom koja imaju probleme sa kičmom, sa kardiološkim bolesnicima, dijabetičarima i pulmološkim bolesnicima.³⁶⁶

Izdavanje municipalnih obveznica grada Šapca je odličan primer kako se građani mogu aktivno uključiti u proces donošenja odluka o finansiranju kapitalnih projekata, ali i u samo finansiranje tih projekata. Blagovremeni završetak radova i stavljanje u funkciju bazena su dokaz da novac budžetskih obveznika nije uzaludno utrošen.

Bazen je dat na upravljanje Vaterpolo klubu Šabac i podaci za drugu polovinu 2015. godine, od kada je bazen u Šapcu otvoren, govore o velikom korišćenju bazena. Po rečima Predsednika Skupštine Vaterpolo kluba, gospodina Nenada Živanovića, u ovih 6 meseci je obučeno preko 1.200 dece, od kojih njih 300 je imalo besplatnu školu plivanja. U letnjim mesecima, bazen je imao između 500 i 1.000 posetilaca, dok su i u zimskim mesecima svi termini popunjeni, gde bazen svakodnevno koristi preko 500 dece (časovi fizičkog vaspitanja se održavaju na bazenu).

Iako su za funkcionisanje bazena potrebne godišnje subvencije od oko 20 miliona dinara, gospodin Živanović navodi podatak da po istraživanjima koja su sprovedena u Americi, svaki dolar uložen u obuku dece za plivanje štedi više od 3 dolara za lečenje od raznih bolesti i deformiteta u razvoju dece.

Međutim, i pored činjenice da prihodi koje ostvaruje bazen u toku godine nisu dovoljni da pokriju rashode, budžet grada Šapca daje sigurnost kupcima municipalnih obveznica da će glavnica i kamata (kupon) biti blagovremeno isplaćivani.

Uključenje obveznica u trgovanje

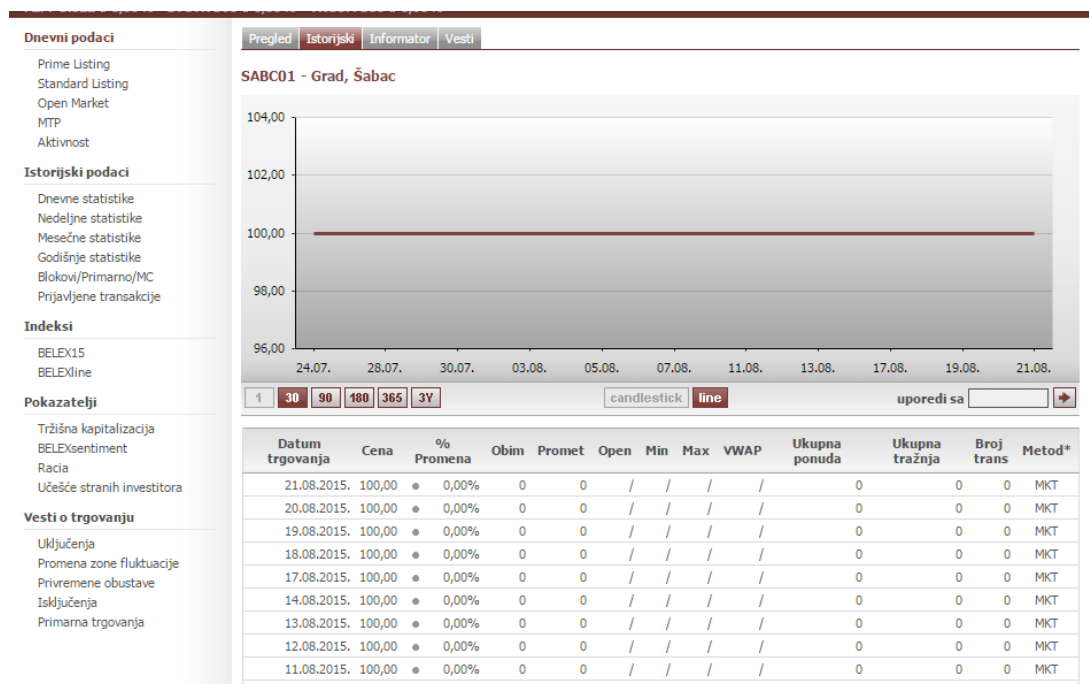
Grad Šabac je odmah po prijemu obaveštenja od Centralnog registra hartija od vrednosti o okončanju postupka upisa obveznica, podneo zahtev Beogradskoj berzi za uključivanje obveznica u trgovanje. Obveznice su uključene u trgovanje na Open Market segment regulisanog tržišta 12. januara 2015. godine.

Trgovanje obveznicama se vrši po ukupnoj ceni koja obuhvata i kamatu stečenu od prvog dana tekućeg kamatnog perioda pa do dana trgovanja. Cena obveznice se izražava

³⁶⁶ http://www.sabac.org/index_srb.php?page=11vis&ind=3628.

u indeksiranom apsolutnom iznosu sa dva decimalna mesta, a plaćanje se vrši po ceni po kojoj se trgovalo.

Zbog dobrog prinosa koji nose municipalne obveznice grada Šapca, kao i zbog kredibiliteta koji je pokazala gradska vlast prilikom korišćenja sredstava prikupljenih izdavanjem municipalnih obveznica, ni jedan vlasnik nije želeo da na tržištu ponudi svoje obveznice.



Slika 8: Podaci o trgovanju obveznicom grada Šapca (izvor: www.belex.rs)

Nadamo se da će ovako statična slika, neprimerena za finansijsko tržište i berzu, biti izmenjena u budućnosti. Jedan od načina za obezbeđenje likvidnosti na sekundarnom tržištu je i mogućnost da pokrovitelj zadrži jedan deo emisije za sebe, pa da se kao market mejker obaveže da svaki dan na berzi nudi određenu količinu municipalnih obveznica, kako i na prodajnoj tako i na kupovnoj strani.

Finansijsko poslovanje grada i stanje duga grada pre emitovanja municipalnih obveznica

U tabeli u nastavku, prikazana je struktura izvršenja budžeta u periodu od 2011. do 2013. godine.³⁶⁷

Tabela 81: Izvršenje budžeta grada Šapca za 2011, 2012. i 2013. godinu (u 000 din)

Opis	Izvršenje	Izvršenje	Izvršenje
	2011.	2012.	2013.
Prihodi i primanja	2.210.550	2.649.120	2.599.389
Tekući prihodi	2.210.550	2.649.120	2.599.389
Porezi	1.362.766	1.869.341	1.787.281
Donacije i transferi	369.326	417.392	435.630
Ostali prihodi	719.244	563.082	376.478
Primanja od prodaje nefinansijske imovine	0	0	0
Rashodi i izdaci	2.049.947	2.470.331	2.355.213
Tekući rashodi	1.550.264	2.016.487	2.065.259
Rashodi za zaposlene	441.851	571.849	597.130
Rashodi za robu i usluge	614.900	521.036	590.281
Otplata kamate i troškovi zaduživanja	73.369	70.955	54.892
Subvencije	26.504	259.668	269.107
Donacije, dotacije i transferi	188.462	413.170	399.696
Socijalno osiguranje i socijalna zaštita	178.081	73.150	57.681
Ostali rashodi	27.097	106.659	91.083
Rezerve	0	0	5.389
Izdaci za nabavku nefinansijske imovine	499.683	453.844	289.954
Neto nabavka nefinansijske imovine	-499.683	-453.844	-289.954
Budžetski suficit/deficit	160.603	178.789	244.176
Račun finansiranja	11.666	-100.927	-139.730
Primanja od zaduživanja	240.786	200.000	100.000
Primanja od prodaje finansijske imovine	0	695	29
Otplata glavnice	229.120	301.622	239.759
Nabavka finansijske imovine	0	0	0
Fiskalni suficit/deficit	172.269	77.862	104.446

³⁶⁷ Izvor: Prospekt za izdavanje municipalnih obveznica.

Suficit ranijih godina	0	0	0
Ukupan suficit/deficit	172.269	77.862	104.446

Kao što se iz prethodne tabele vidi, prihodi grada Šapca beleže blagi pad 2013. godini, pre svega zbog pada naplate naknade za uređenje građevinskog zemljišta. Upravo zbog pada ovih prihoda sa jedne, i rasta prihoda po osnovu poreza na dohodak građana sa druge strane, učešće izvornih prihoda u budžetu grada je sa 42% u 2011. godini smanjeno na 32% u 2012. i 2013. godini.

Zbog dobre kontrole troškova od strane gradske vlasti, budžet je zabeležio suficit na svim nivoima (tekući, budžetski, fiskalni i ukupan).

Struktura i dinamika kretanja imovine i obaveza je prikazana u tabeli u nastavku.

Tabela 82: Izvod iz bilansa stanja grada Šapca (u 000 dinara)

Opis	2012.	2013.
Aktiva	4.114.342	4.065.742
Nefinansijska imovina	380.021	489.578
Stalna sredstva	379.345	488.898
Zalihe	676	680
Finansijska imovina	3.734.321	3.576.164
Pasiva	4.114.342	4.065.742
Obaveze	907.659	731.924
Dugoročne obaveze	691.292	549.041
Kratkoročne obaveze	10.130	10.130
Obaveze iz poslovanja	206.176	172.692
Pasivna vremenska razgraničenja	61	61
Kapital, rezultat poslovanja i vanbilansna evidencija	3.206.683	3.333.818
Kapital	2.824.622	2.971.010
Suficit	77.862	74.445
Neraspoređeni višak prihoda i primanja iz ranijih godina	304.199	288.363

U navedenom periodu i aktiva i pasiva grada Šapca beleže nezatni pad, pre svega zbog delimične otplate duga i smanjenja finansijske imovine.

Stepen zaduženosti grada je dat u tabeli koja sledi.

Tabela 83: Upravljanje dugom grada Šapca (u 000 dinara)

Opis	2012.	2013.
ZADUŽENOST SAGLASNO ZAKONU O JAVNOM DUGU		
Tekući prihodi iz prethodne godine	2.210.550	2.649.120
Obaveze po osnovu duga na kraju godine	691.292	549.041
Racio 1. Učešće obaveza po osnovu dugova u tekućim prihodima (≤ 50%)	31,27%	20,73%
Rashodi za kamate i naknade	70.955	54.892
Izdaci za otplatu duga	301.622	239.759
Ukupni izdaci i rashodi po osnovu duga	372.577	294.651
Racio 2. Učešće rashoda i izdataka po osnovu duga u tekućim prihodima (≤ 15%)	16,85%	11,12%
OTPLATA DUGA IZ TEKUĆEG SUFICITA		
Tekući prihodi	2.649.120	2.599.389
Tekući suficit	632.633	534.130
Racio 3. Učešće rashoda i izdataka po osnovu duga u tekućem suficitu	58,89%	55,16%
Neto tekući suficit	260.056	239.479
Racio 4. Učešće neto tekućeg suficita u tekućem suficitu	41,11%	44,84%

Grad Šabac je na kraju 2013. godine imao prostora za dodatno zaduženje u nivou od preko 700 miliona dinara u skladu sa Zakonom o javnom dugu, obzirom da je dug iznosio oko 21% tekućih prihoda iz 2013. godine, a što je ispod zakonskog limita od 50%. Istovremeno, rashodi za kamate i izdaci za otplatu glavnice u 2013. godini iznosili su 11,2% tekućih prihoda što je takođe ispod zakonskog limita od 15%. Sa aspekta održivosti plaćanja obaveza po osnovu kamate i glavnice, može se zaključiti da je 55% tekućeg suficita namenjeno za ove potrebe, dok 45% tekućeg suficita stoji na raspolaganju za buduća zaduženja. Dodatnim zaduživanjem grad Šabac nije premašio zakonom dozvoljene granice, niti je ugrozio buduće servisiranje obaveza po osnovu duga. Ovakva pozicija je upravo uticala na veliku tražnju za municipalnim obveznicama ovog grada.

Opština Stara Pazova

Podaci o emitentu

Opština Stara Pazova se nalazi u istočnom delu Srema i prostire se na površini od 351 km². Opština ima devet naselja od kojih su po statističko - urbanim i funkcionalnim kriterijumima, Stara i Nova Pazova kao i Novi Banovci naselja gradskog tipa, dok se ostala naselja (Stari Banovci, Belegiš, Vojka, Golubinci, Krnješevci, i Surduk) definišu kao seoska naselja.³⁶⁸

Opština Stara Pazova broji preko 65 hiljada stanovnika što predstavlja rast od preko 10 hiljada stanovnika u poslednjih 20 godina. Predstavnički organ je skupština opštine, a izvršnu vlast predstavlja predsednik opštine i opštinsko veće.

Prirodni ambijent opštine karakteriše se ravničarskim terenom sa blago zatalasanim reljefom Sremske lesne zaravni koja započinje na severnom delu opštinskog atara. Reka Dunav na dužini od 24km prolazi kroz teritoriju opštine.

Uzevši u obzir tradicionalne i novije faktore, osnovne prednosti opštine Stara Pazova za razvoj privrede su neposredna blizina grada Beograda, odličan saobraćajni položaj, razvijeno preduzetništvo, odličan bonitet poljoprivrednog zemljišta, značajne prostorne mogućnosti za privredni razvoj, kao i dobro sačuvana priroda. Privrednu strukturu karakteriše dominacija poljoprivrede, građevinarstva, trgovine i industrije – pre svega plastičarske, metaloprerađivačke, drvne i drugih.

Opština Stara Pazova već decenijama je poznata po privatnom preduzetništvu i pre više od 40 godina, u bivšoj Jugoslaviji, bila je vodeći primer po razvoju male privrede. Danas na teritoriji opštine postoji preko 1.000 privatnih preduzeća i preko 2.000 samostalnih radnji. Zastupljene su raznovrsne industrijske delatnosti, i to metaloprerađivačka, metalska, plastičarska, gumarska, drvoprerađivačka, građevinarska i druge.

Na površini od oko 1.500 hektara trenutno postoje u potpunosti opremljene četiri industrijske zone gde se nalaze postrojenja i predstavništva najuspešnijih svetskih kompanija.

³⁶⁸ Izvor: Prospekt za izdavanje municipalnih obveznica.

Struktura emitovane municipalne obveznice

U skladu sa članom 33. i članom 36. Zakona o javnom dugu („Sl. Glasnik RS“, br. 61/05, 107/09 i 78/11), Ministarstvo finansija Republike Srbije, Uprava za javni dug je izdalo mišljenje broj: 401-225/2015-001 od 26.01.2015. godine kojim se daje saglasnost Staroj Pazovi za zaduženje emisijom municipalnih obveznica druge tranše³⁶⁹ u ukupnom iznosu od 125 miliona dinara u 2015. godini, i to za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda, a u skladu sa budžetom opštine Stara Pazova za 2015. godinu.

Ove obveznice imaju rok dospeća od pet godina, i sadrže deset polugodišnjih kupona koji sadrže jednaki iznos glavnice i kamatu na ostatak duga. Obaveza po kuponu se na dan dospeća množi sa zvaničnim srednjim kursom Narodne banke Srbije na taj dan i isplaćuje u dinarima.

Obveznice serije B (druge tranše) I emisije opštine Stara Pazova nose kamatnu stopu od 6% na godišnjem nivou.

U slučaju docnje kod isplate kupona, zakoniti imaoци obveznica imaju pravo na isplatu vrednosti kupona uvećanu za zakonsku zateznu kamatu obračunatu za period od dana dospeća kupona do dana isplate. Pri preračunavanju iznosa obaveze po osnovu dospelih kupona u kašnjenju, primenjivaće se zvaničan srednji kurs Narodne banke Srbije na dan izmirenja.

Kako bi obveznice bile što dostupnije za građane, nominalna vrednost obveznice iznosi 10.000,00 dinara. Obveznice su tokom javne ponude izdate po emisionoj ceni od 10.000,00 dinara, odnosno kupci su platili 100% nominalne vrednosti obveznice.

Kao i kod obveznica grada Šapca, prinos na obveznice, izražen u evrima, može biti manji (u slučaju diskonta) ili veći (u slučaju premije) od 6,00% u slučaju da imaoци obveznica koji su kupili obveznice u javnoj ponudi odluče da ih prodaju pre roka dospeća, što će zavisiti od uslova na sekundarnom tržištu u momentu prodaje.

Priprema za izdavanje obveznica

Kao i u slučaju izdavanja municipalnih obveznica grada Šapca, ekspertski tim projekta Exchange 4³⁷⁰ je pripremio dokumentaciju za poziv za dostavljanje Ponude za pružanje usluga pokrovitelja emisije municipalnih obveznica opštine Stara Pazova.

Kriterijumi su i ovog puta bili cena za izradu dokumentacije za izdavanje municipalnih obveznica, naknada za otkup neprodatog dela emisije i broj filijala i ekspozitura u kojima građani mogu da upišu i uplate municipalne obveznice.

³⁶⁹ Prva tranša municipalnih obveznica opštine Stara Pazova je izdata početkom 2014. godine. Pokrovitelj emisije i jedini kupac ovih obveznica je bila Komercijalna banka.

³⁷⁰ Projekat koji finansira Delegacija Evropske unije preko Stalne konferencije gradova i opština.

Nakon što je bila drugoplasirana banka u postupku izbora za pokrovitelja emisije municipalnih obveznica grada Šapca, UniCredit banka nije želela da rizikuje i propusti ovu priliku da (po drugi put)³⁷¹ bude pokrovitelj emisije municipalnih obveznica opštine Stara Pazova, pa je njena ponuda za usluge pokrovitelja emisije municipalnih obveznica opštine Stara Pazova bila bez nakade.³⁷²

Ubrzo zatim je potpisan i Ugovor o pružanju usluga pokrovitelja emisije između opštine Stara Pazova i UniCredit Banke (11. decembra 2014. godine). Vrednost druge tranše municipalnih obveznica je bila 125 miliona dinara.

Predsednik opštine Stara Pazova, Đorđe Radinović, je tom prilikom izjavio: „*Mi smo eto prepoznali da interes u ovome da možemo da investiramo u našu infrastrukturu naše opštine, da mogu naši građani faktički da investiraju ono što je njima potrebno. Ovog puta su to vrtić, hala, uređenje određenih mesta na teritoriji naše opštine, sledeći put može biti i nešto drugo. Naravno sve je vezano za infrastrukturu, mislimo da to je najpotrebnije građanima.*“³⁷³

Goran Savić, pomoćnik predsednika opštine, je takođe najavio da će „svaka kuća na teritoriji opštine dobiti Prospekt za kupovinu municipalnih obveznica, pa ko bude zainteresovan može da investira u svoju infrastrukturu.“³⁷⁴

Član Izvršnog odbora UniCredit banke, Enriko Verdoša, je dodatno promovisao municipalne obveznice izjavivši: „*Ponosni smo što je UniCredit banka izabrana za partnera u ovom važnom finansijskom projektu za Staru Pazovu. Vođeni našim sistemom vrednosti aktivno učestvujemo u pružanju podrške razvoju lokalnih zajednica i unapređenju uslova života. Kao društveno odgovorna kompanija podržavamo održive projekte od kojih će korist imati ne samo lokalne samouprave već i njeni građani.*“³⁷⁵ Neposredno pre početka upisa i uplate municipalnih obveznica Stare Pazove, u beogradskom Aero klubu je održana promocija u organizaciji Stalne konferencije gradova i opština.

Najavljujući početak upisa i uplate municipalnih obveznica, predsednik opštine Stara Pazova Đorđe Radinović je rekao: „*Zahvaljujući izuzetno kvalitetnoj saradnji koju imamo sa Stalnom konferencijom gradova i opština pre izvesnog vremena došli smo na*

³⁷¹ UniCredit banka je bila pokrovitelj emisije municipalnih obveznica grada Novog Sada.

³⁷² UniCredit banka je ponudila da bez naknade izradi dokumentaciju za izdavanje municipalnih obveznica, kao i da bez dodatne naknade otkupi neprodati deo emisije po nominalnoj vrednosti.

³⁷³ <http://www.investirajteupazovu.rs/opstinski-info/poslovne-vesti/258-model-kojim-gradani-i-lokalna-samouprava-zajedno-investiraju-u-rekonstrukciju-centra-nove-pazove-izgradnju-sportske-hale-u-golubincima-vrtica-u-belegisu.html>.

³⁷⁴ Zbog obimnosti Prospekta, ipak se kasnije odustalo od slanja istog svakoj kući u Staroj Pazovi.

³⁷⁵ <http://www.investirajteupazovu.rs/opstinski-info/poslovne-vesti/258-model-kojim-gradani-i-lokalna-samouprava-zajedno-investiraju-u-rekonstrukciju-centra-nove-pazove-izgradnju-sportske-hale-u-golubincima-vrtica-u-belegisu.html>.

zamisao da jedan deo svojih lokalnih projekata investiramo putem modela plasmana municipalnih obveznica. Verujemo da će se ovo pokazati kao odličan potez, jer će omogućiti da građani, odnosno fizička i pravna lica uz povoljnije uslove od trenutno dostupnih štednji u bankama, preko svoje opštine, pomognu da se, u njihovom bliskom okruženju realizuju projekti od vitalnog značaja za svakodnevni život.“

Gospodin Verdoša je dodatno istakao značaj alternativnog načina finansiranja lokalnih samouprava, pa je istakao da UniCredit Banka neće naplaćivati bilo kakvu naknadu kupcima municipalnih obveznica.

Generalni sekretar Stalne konferencije gradova i opština, Đorđe Staničić je podsetio da su prihodi koji se ostvaruju po osnovu obveznica potpuno oslobođeni plaćanja poreza.

Upis i uplata

Javna ponuda za kupovinu obveznica opštine Stara Pazova trajala je 15 dana, od 4. do 19. maja 2015. godine. Postupak upisa i uplate obavljen je neposredno dolaskom investitora u jednu od 70 ekspozitura UniCredit banke koje su bile određene za ovu namenu.

Među prvim građanima opštine Stara Pazova, njen predsednik Đorđe Radinović je upisao municipalne obveznice u filijali UniCredit banke u Staroj Pazovi. Tom prilikom je u svom obraćanju poručio sledeće: *"Model municipalnih obveznica je novitet na nacionalnom nivou, i naša Stara Pazova je druga po redu, odmah iza grada Šapca, koja će upotrebiti ovaj inovativni način da, u saradnji sa građanima i pravnim licima i kompanijama, realizuje vitalne infrastrukturne projekte. Značajno je što kroz ovakav vid saradnje, građani svojim novcem, uz štednju koju ostvaruju, istovremeno daju doprinos uređenju lokalne sredine u kojoj žive. Interesovanje je na visokom nivou, a naša namera je da u skorijoj budućnosti sličnim aktivnostima, sprovedemo i druge projekte u interesu građana."*³⁷⁶

Filip Stikić, direktor Direkcije za poslovanje na finansijskom tržištu UniCredit banke je preneo novinarima da vlada veliko interesovanje za upis i uplatu municipalnih obveznica opštine Stara Pazova, i izrazio očekivanje da će do 19. maja biti prodana čitava emisija od 12.500 obveznica.

Ishod emisije municipalnih obveznica opštine Stara Pazova

Nakon pomenutih promotivnih aktivnosti predstavnika opštine Stara Pazova, UniCredit Banke i Stalne konferencije gradova i opština, odaziv kupaca nije izostao.

³⁷⁶

<http://www.investirajteupazovu.rs/opstinski-info/poslovne-vesti/289-u-toku-upis-municipalnih-obveznica-u-staropazovackoj-opstini-i-vise-od-70-ekspozitura-u-gradovima-srbije.html>.

Potražnja je bila znatno veća od ponude (skoro 3 puta) i što se tiče pravnih (banke i preduzeća) i što se tiče fizičkih lica (građani).

Ukupni iznos od 62,5 miliona dinara koji je bio rezervisan za građane je bio nekoliko puta preplaćen. Njih 31 je dobilo srazmeran iznos uplaćenih municipalnih obveznica. Sa druge strane, od pravnih lica municipalne obveznice su uspeli da kupe Čačanska banka (30,05 miliona dinara), Komercijalna banka (30,05 miliona dinara) i Banca Intesa (2,4 miliona dinara).

Komentarišući rezultate ove emisije municipalnih obveznica, gospodin Verdoša je istakao: *„Mi u UniCredit Banci smo veoma zadovoljni rezultatima emisije municipalnih obveznica Stare Pazove ukupne vrednosti od 125 miliona dinara. Naročito sam zadovoljan velikim odzivom fizičkih lica koji je ostvaren zahvaljujući profesionalnom pristupu kolegicama i kolegama iz ekspozitura širom Srbije. Ovo potvrđuje činjenica da su mnogi građani prihvatili i dobro razumeli prednosti ovog alternativnog finansijskog instrumenta, u smislu ostvarivanja prihoda u poređenju sa drugim mogućnostima investiranja. Nadam se da će ovo utabati put za slične emisije obveznica u budućnosti, jer smatram da će to dovesti do dodatnog razvoja ovog tržišnog segmenta i omogućiti fizičkim licima da istovremeno ostvare unosan prihod i investiraju u unapređenje uslova života u lokalnim zajednicama.“*³⁷⁷

Iako obim emisije municipalnih obveznica opštine Stara Pazova nije bio veliki, povećana participacija građana u odnosu na emisiju municipalnih obveznica grada Šapca svakako ohrabruje. Sa druge strane, namensko korišćenje sredstava prikupljenih od izdavanja municipalnih obveznica i značaj projekata koji se tim sredstvima finansiraju dodatno mogu promovisati ovaj vid zaduživanja lokalnih samouprava.

Investicioni projekti finansirani emisijom municipalnih obveznica

Izdavanjem prve emisije municipalnih obveznica opštine Stara Pazova (prva i druga tranša) u potpunosti su obezbeđena sredstva za završetak sledećih projekata:

1. Predškolska ustanova „Radost“ Belegiš

Prizemni objekat, kapaciteta 105 dece uzrasta 1- 6 godina. Izgradnja objekta kroz dve faze. Prva faza bruto površine 649,64m², a druga faza bruto površine 404,81m². Predračunska vrednost radova iznosi 111 miliona dinara.

³⁷⁷ <http://bif.rs/2015/05/rasprodate-obveznice-opstine-stara-pazova/>.



Slika 9: Predškolska ustanova „Radost“ Belegiš

2. Sportska sala sa kuglanom u školi u Golubincima

Ovaj projekat podrazumeva dogradnju školske sale sa kuglanom, objekat spratnosti P+0 do P+1 i uređenje postojećeg parka. Bruto površina sale iznosi 1.152 m². Procenjena vrednost ukupne investicije iznosi oko 130 miliona dinara.



Slika 10: Sportska sala sa kuglanom u školi u Golubincima

3. Rekonstrukcija i uređenje centra u Novoj Pazovi

Rekonstrukcija i uređenje centra Nove Pazove podrazumeva struganje i presvlačenje asfalta, popločavanje pešačkih staza, kabliranje nadzemnih instalacija, rekonstrukciju dela vodovodne mreže izgrađene od azbest-cementnih cevi i rekonstrukciju odvođenja atmosferskih voda.

Realizacija predviđenih projekata

Odmah nakon prikupljanja sredstava izdavanjem druge tranše municipalnih obveznica, radovi na izgradnji vrtića u Belegišu su počeli. Kamen temeljac je svečano položen 15. jula 2015. godine.

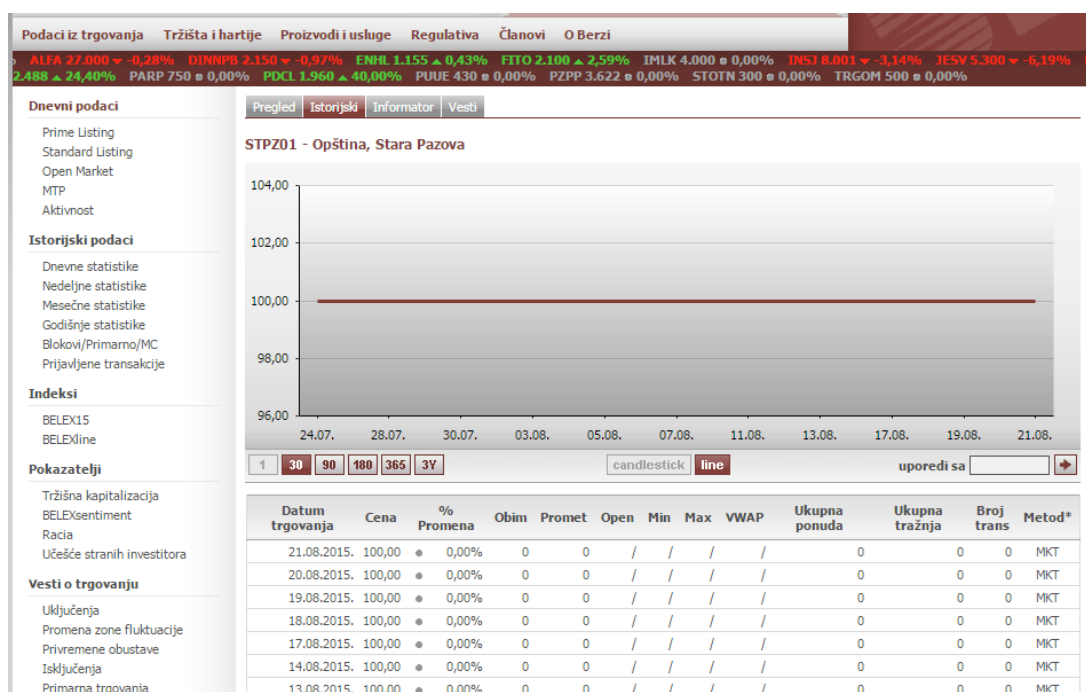
Od sredstava prikupljenih izdavanjem prve tranše municipalnih obveznica početkom 2014. godine uveliko se gradi sportska sala u školi u Golubincima, a završetak se očekuje do kraja 2015. godine.

Na kraju, od prve tranše municipalnih obveznica je već uređen centar Nove Pazove i u njemu već uživaju njeni stanovnici.

Uključenje obveznica u trgovanje

Kao i u slučaju grada Šapca, municipalne obveznice opštine Stara Pazova su uključene u trgovanje na *Open Market* segment regulisanog tržišta.

Ni ovim obveznicama se na žalost ne trguje na sekundarnom tržištu, jer niko do kupaca ne želi da ih proda.



Slika 11: Trgovanje obveznicom opštine Stara Pazova

Finansijsko poslovanje i stanje duga opštine pre emitovanja municipalnih obveznica

U tabeli u nastavku prikazana je struktura budžetskih prihoda i rashoda ostvarenih tokom 2012. i 2013. godine.

Tabela 84: Izvršenje budžeta opštine Stara Pazova za 2012. i 2013. godinu (u 000 dinara)

Opis	Izvršenje	Izvršenje
	2012.	2013.
Prihodi i primanja	1.691.588	1.798.256
Tekući prihodi	1.691.588	1.798.256
Porezi	1.204.905	1.204.923
Donacije i transferi	272.184	254.535
Ostali prihodi	214.499	338.798
Primanja od prodaje nefinansijske imovine	0	0
Rashodi i izdaci	1.796.058	1.713.839
Tekući rashodi	1.322.499	1.395.899
Rashodi za zaposlene	470.982	532.528
Rashodi za robu i usluge	325.387	328.065
Otplata kamate i troškovi zaduživanja	31.397	29.322
Subvencije	118.773	107.837
Donacije, dotacije i transferi	155.863	146.657
Socijalno osiguranje i socijalna zaštita	79.521	99.994
Ostali rashodi	140.576	151.496
Rezerve	0	0
Izdaci za nabavku nefinansijske imovine	473.559	317.940
Neto nabavka nefinansijske imovine	-473.559	-317.940
Budžetski suficit/deficit	-104.470	84.417
Račun finansiranja	112.127	-75.826
Primanja od zaduživanja	135.200	0
Primanja od prodaje finansijske imovine	176	175
Otplata glavnice	23.249	76.001
Nabavka finansijske imovine	0	0
Fiskalni suficit/deficit	7.657	8.591
Suficit ranijih godina	0	0

Ukupan suficit/deficit	7.657	8.591
-------------------------------	--------------	--------------

Prihodi opštine Stara Pazova su porasli u posmatranom periodu, što je dovelo do prelaska iz zone budžetskog deficita u zonu budžetskog suficita. Veći iznos zaduživanja u 2012. godini i značajnija otplata glavnice u 2013. godini doveli su do prilično ujednačenog nivoa fiskalnog suficita.

Sa druge strane, izvorni prihodi i prilivi opštine čine oko 25% ukupnog budžeta opštine, ali je to posledica bržeg rasta ustupljenih prihoda po osnovu poreza na dohodak građana, od rasta prihoda po osnovu poreza na imovinu i drugih izvornih prihoda. Struktura i dinamika kretanja imovine i obaveza je prikazana u tabeli u nastavku.

Tabela 85: Izvod iz bilansa stanja opštine Stara Pazova (u 000 dinara)

Opis	2012.	2013.
Aktiva	7.051.487	7.383.405
Nefinansijska imovina	6.496.270	6.758.256
Stalna sredstva	6.494.891	6.756.895
Zalihe	1.379	1.361
Finansijska imovina	555.217	625.149
Pasiva	7.051.487	7.383.405
Obaveze	982.701	978.201
Dugoročne obaveze	475.771	401.741
Kratkoročne obaveze	45.121	35.008
Obaveze iz poslovanja	271.768	425.590
Pasivna vremenska razgraničenja	190.041	115.862
Kapital, rezultat poslovanja i vanbilansna evidencija	6.068.786	6.405.204
Kapital	5.992.419	6.337.117
Suficit	14.937	2.721
Neraspoređeni višak prihoda i primanja iz ranijih godina	62.685	66.739
Deficit ranijih godina	1.255	1.373

Ukupna aktiva u posmatranom periodu beleži blagi rast, pre svega zbog rasta investicija u stalna sredstva. Sa druge strane, najveći deo rasta aktive je pokriven rastom kapitala i pored neznatnog smanjenja obaveza.

Tabela 86: Upravljanje dugom opštine Stara Pazova (u 000 dinara)

Opis	2012.	2013.
Zaduženost saglasno zakonu o javnom dugu		
Tekući prihodi iz prethodne godine	1.323.397	1.691.588
Obaveze po osnovu duga na kraju godine	475.771	401.741
Racio 1. Učešće obaveza po osnovu dugova u tekućim prihodima (≤ 50%)	35,95%	23,75%
Rashodi za kamate i naknade	31.397	29.322
Izdaci za otplatu duga	23.249	76.001
Ukupni izdaci i rashodi po osnovu duga	54.646	105.323
Racio 2. Učešće rashoda i izdataka po osnovu duga u tekućim prihodima (≤ 15%)	4,13%	6,23%
Otplata duga iz tekućeg suficita		
Tekući prihodi	1.691.588	1.798.256
Tekući suficit	369.089	402.357
Racio 3. Učešće rashoda i izdataka po osnovu duga u tekućem suficitu	14,81%	26,18%
Neto tekući suficit	314.443	297.034
Racio 4. Učešće neto tekućeg suficita u tekućem suficitu	85,19%	73,82%

Opština Stara Pazova je na kraju 2013. godine imala prostora za dodatno zaduženje u nivou oko 400 miliona dinara u skladu sa Zakonom o javnom dugu, obzirom da je dug iznosio oko 24% tekućih prihoda iz 2013. godine, što je ispod zakonskog limita od 50%. Istovremeno, rashodi za kamate i izdaci za otplatu glavnice u 2013. godini iznosili su 6,23% tekućih prihoda što je takođe ispod zakonskog limita od 15%.

Sa druge strane, učešće rashoda i izdataka po osnovu duga u tekućem suficitu iznosi tek 26% na kraju 2013. godine, što znači da je oko 74% tekućeg suficita raspoloživo za servisiranje obaveza po osnovu novog zaduživanja.

Nešto bolja finansijska pozicija Stare Pazove (učešće neto tekućeg suficita u ukupnom suficitu od 74%) u odnosu na Šabac (učešće neto tekućeg suficita u ukupnom suficitu od 45%) moguće da je uslovlila i veće interesovanje građana za ovim municipalnim obveznicama.

*

Na bazi podataka predstavljenih u poglavlju 9, kao i na bazi studije slučaja grada Šapca i opštine Stara Pazova, dokazana je hipoteza da Srbija ima prilično dobre uslove za uspešne emisije municipalnih obveznica, odnosno da postoji veća tražnja od ponude

ovih

finansijskih

instrumenata.

ZAKLJUČAK

Centralna tema ovog rada je razvoj lokalne samouprave u Srbiji u poslednjih 5 godina sa jedne strane, kao i mogućnost finansiranja infrastrukturnih projekata izdavanjem municipalnih obveznica, sa druge strane. Šta više, ovaj rad je pokušao da utvrdi da li i same *municipalne obveznice mogu biti instrument lokalnog ekonomskog razvoja*. Poslednja hipoteza predstavlja možda i najveći doprinos ovog rada.

Pomenuto pitanje je od velikog značaja imajući u vidu da u procesu pridruživanja Srbije Evropskoj Uniji, lokalna samouprava će imati puno obaveza u svojoj nadležnosti, a vrednost projekata koje bi lokalne samouprave na putu ka Evropskoj Uniji trebale da finansiraju (samostalno ili u saradnji sa donatorima, centralnim nivoom vlasti, privatnim sektorom...) se procenjuje na između 3 i 5 milijardi evra. Dosadašnji pristup finansiranju investicionih projekata svakako neće biti dovoljan da se izađe u susret gore pomenutim zahtevima, pa je i glavna tema ovog rada šta lokalne samouprave treba da učine da bi kvalitativno unapredile proces finansiranja investicionih projekata u njihovoj nadležnosti.

U prvom delu rada je objašnjeno šta su *javna dobra i javne finansije*, a pomenuti su i glavni *razlozi zbog kojih se državna potrošnja uvećala više od pet puta u poslednjih 80 godina*.³⁷⁸ Konstatovano je da se *Srbija sa 47% državne potrošnje nalazi u grupi zemalja sa umerenom državnom potrošnjom*, ali takođe je konstatovano da je *za dalji napredak i rast bruto domaćeg proizvoda ovolika državna potrošnja veliki teret na „leđima“ privrede*.³⁷⁹

Kada je u pitanju odnos države i lokalne samouprave, odnosno kada je u pitanju decentralizacija, konstatovano je da sa nekih *15% budžetske potrošnje na lokalnom nivou*, Srbija spada u red *srednje decentralizovanih zemalja* (prosek za OECD članice je 21%). Međutim, po drugom pokazatelju, *broju zaposlenih na lokalnom nivou*, Srbija spada u grupu *izrazito centralizovanih zemalja sveta*. Naime, 16% državne administracije je zaposleno na lokalnom nivou, a 84% na centralnom nivou, pri čemu od zemalja OECD-a veći stepen centralizacije imaju samo Turska, Irska i Novi Zeland (sa oko 90% zaposlenih u državnoj administraciji na centralnom nivou vlasti).

Uvođenjem *programske klasifikacije budžeta* kao obaveznog dela odluke o budžetu za 2015. godinu, stvorili su se uslovi za *povećanje transparentnosti* rada lokalne

³⁷⁸ Državna potrošnja merena učešćem budžeta u BDP je u većini država bila ispod 10% pre 1929. godine, da bi danas bile retke država u kojima je učešće budžeta u BDP manje od 50%.

³⁷⁹ U uvodnom delu rada pomenuta su istraživanja koja pokazuju da svakih 10% državne potrošnje smanjuje moguće stope rasta BDP za 1%.

samouprave u Srbiji, a samim tim i za povećanje njenih nadležnosti i njene samostalnosti.

Za bolju i efikasniju lokalnu vlast *direktan izbor gradonačelnika* (predsednika opštine) čini se kao dobro rešenje. Ovaj model lokalne vlasti se uspešno primenjuje i u razvijenim zemljama sveta i u zemljama u regionu, a i Srbija ga je imala u periodu od 2002. do 2007. godine.

Što se tiče fiskalne i finansijske samostalnosti lokalne samouprave, Srbija spada u red zemalja sa relativno samostalnom lokalnom samoupravom, gde one samostalno ubiraju oko 30% svojih prihoda (*izvorni prihodi*), dok ustupljeni prihodi čine još oko 50% njihovih budžeta. Primere dobre prakse svakako predstavlja SAD (gde lokalne samouprave samostalno prikupljaju preko 66% ukupnih prihoda) i skandinavske zemlje (gde izvorni prihodi čine i 75% budžeta lokalne samouprave).

Dobar iskorak u pravcu povećanja nezavisnosti lokalne samouprave je bilo *povećanje učešća lokalne samouprave u porezu na dohodak građana* (povećanje od 40% na 80%, osim za Beograd kome je učešće lokalne samouprave u ovom porezu povećano na 70%), ali je veliki deo pozitivnih efekata ubrzo anuliran smanjenjem drugih prihoda lokalne samouprave.

Kako bi se napravili dalji koraci u jačanju samostalnosti lokalne samouprave u Srbiji, neki prihodi bi mogli da *iz kategorije ustupljenih pređu u kategoriju izvornih prihoda* (porez na prenos apsolutnih prava i porez na nasleđe i poklon, kao i porez na dohodak građana), ili da *iz kategorije prihoda centralne vlasti pređu u nadležnost lokalne samouprave* (porez na dobit preduzeća). Na ovaj način bi se *omogućila horizontalna fiskalna konkurencija* i borba lokalnih samouprava za nova preduzeća i novo zapošljavanje.

Sve navedeno potvrđuje hipotezu *da je za uspešan i održiv ekonomski razvoj potrebna dalja decentralizacija vlasti i veća fiskalna i finansijska autonomija lokalne samouprave*.

U procesu pridruživanja Evropskoj Uniji i unapređivanja zaštite životne sredine, *projekti koji su u nadležnosti lokalne samouprave se procenjuju na između 3 i 5 milijardi evra.*³⁸⁰ Da bi lokalna samouprava u Srbiji mogla da odgovori ovom izazovu, potrebno je napraviti *dodatni iskorak u pravcu povećanja prihoda lokalne samouprave*, ali i *kreiranju novih partnerstava lokalne samouprave i privatnog sektora*. Sa druge strane, *efikasnost lokalne samouprave u procesu planiranja i izvršenja budžeta i investicija ima dosta prostora za unapređenje*. Na primeru posmatranih gradova u Srbiji

³⁸⁰ Jelena Thorogod (2007), *Studija: Lokalno tržište kredita za komunalnu infrastrukturu*, EAR, Program podrške opštinskoj infrastrukturi, Beograd, str 16.

utvrđeno je da *izvršenje budžeta značajno odstupa od planiranog budžeta*, a sve da bi lokalna vlast imala veću diskreciju u trošenju budžetskih sredstava.

Za finansiranje pomenutih projekata, lokalnoj samoupravi stoje na raspolaganju sopstvena i pozajmljena sredstva. Kako je iznos sopstvenih sredstava simboličan u odnosu na potrebe lokalne samouprave, lokalne samouprave su se zaključno sa 31.12.2014. godine zadužile u iznosu od oko 685 miliona evra. U skladu sa zakonskim ograničenjima, *trenutni potencijal lokalnih samouprava za novo zaduženje je na nivou od dodatnih 700 miliona evra*. Najveći potencijal za novo zaduženje imaju gradovi u Srbiji, a među njima svakako prednjači Beograd.

Prethodna analiza je potvrdila sledeću iznetu hipotezu *da su se lokalne samouprave u Srbiji prilično zadužile u prethodnim godinama, ali da postoji još dosta prostora za finansiranje važnih infrastrukturnih projekata*.

Jedna od ključnih oblasti kojom se bavio ovaj rad jesu *efekti postojećeg zaduživanja na dalji razvoj lokalne samouprave u Srbiji*. Svakako je napomenuto da se lokalna samouprava može zaduživati za realizaciju kapitalnih projekata koji imaju za cilj stvaranje uslova za dinamičan privredni razvoj (i posledično rast prihoda lokalne samouprave), kao i za realizaciju projekata koji imaju za cilj unapređenje uslova života (što takođe u dugom roku može indirektno uticati na privredni razvoj).

U ovom radu, efekti postojećeg zaduživanja su mereni rastom prihoda gradova u Srbiji u periodu od 2010. godine do 2014. godine. Na bazi analize zaduženja gradova u Srbiji u 2011. godini i ostvarenih stopa rasta prihoda do kraja 2014. godine, došlo se do zaključka da su *efekti kapitalnih investicija koje su finansirane kroz zaduživanje više nego skromni*.

Naime, grupa gradova koja je imala *najveće stope rasta u prethodnom periodu su gradovi koji su bili najmanje zaduženi*. Sa druge strane, više od polovine gradova sa najmanjim stopama rasta u prethodnom periodu su gradovi koji su bili najviše zaduženi.

Jedini izuzetak od prethodno uočenog pravila predstavlja *grad Šabac koji je imao dinamične stope rasta prihoda i pored činjenice da se u međuvremenu zaduživao, a najznačajnije zaduživanje je bilo izdavanjem municipalnih obveznica krajem 2014. godine*.³⁸¹

Na osnovu prethodno pomenutog, ne može se izvući zaključak da će lokalne samouprave koje se zadužuju izdavanjem municipalnih obveznica imati u budućnosti veće stope rasta prihoda budžeta samo zbog činjenice da su izdale municipalne

³⁸¹ Iako nije bila predmet ove analize (jer su analizirani samo gradovi), opština Stara Pazova bi se takođe svrstala u grupu lokalnih samouprava sa najvećim stopama rasta u pomenutom periodu.

obveznice. Međutim, može se zaključiti da se lokalne samouprave koje se odlučuju da finansiraju svoje kapitalne projekte izdavanjem municipalnih obveznica razlikuju od drugih lokalnih samouprava. Naime, *među prvim lokalnim samoupravama* koje finansiraju svoje kapitalne investicione projekte *izdavanjem municipalnih obveznica* pojavile su se one lokalne samouprave koje vode računa o *participaciji građana u donošenju odluka o budžetu i odluka o investicijama*, a koje se *brže razvijaju upravo zbog odgovornog upravljanja finansijama* lokalne samouprave.

Upravo iz tog razloga se može zaključiti da je potvrđena i sledeća hipoteza da *municipalne obveznice mogu poslužiti kao dobar instrument lokalnog ekonomskog razvoja i veću participaciju građana u procesu donošenja odluka od značaja za lokalnu samoupravu.*

Javni plasman municipalnih obveznica svakako podrazumeva participaciju građana i najveću moguću transparentnost u izboru kapitalnih projekata sa jedne i vođenju finansija lokalne samouprave sa druge strane. Suštinski gledano, *izdavanje municipalnih obveznica* nije samo način da se obezbedi *povoljnije zaduživanje, već pripreme za ovaj postupak* imaju *trajne pozitivne efekte na razvoj* lokalne samouprave.

Tehnički gledano, što se tiče zakonskog i institucionalnog okvira za izdavanje municipalnih obveznica u Srbiji, potrebno je istaći da su nedavne *izmene Zakona o javnom dugu*³⁸² otklonile i poslednje smetnje da se ovaj segment tržišta dinamično razvije. Institucije na tržištu kapitala prilično efikasno odobravaju izdavanje municipalnih obveznica (nadležnost Komisije za hartije od vrednosti), registruju vlasnike (nadležnost Centralnog registra hartija od vrednosti) i organizuju primarno (pokrovitelji emisije) i sekundarno trgovanje (Beogradska berza).

Na ovaj način je potvrđena hipoteza *da je zakonski okvir za izdavanje municipalnih obveznica u Srbiji prilično usaglašen sa zakonskim propisima EU.*

Važno je istaknuti da se ovaj način finansiranja razvoja lokalne samouprave još uvek *vrlo skromno razvija*, pre svega zbog *uzdržanosti čelnika lokalne samouprave* da na transparentan način identifikuju *projekte koji se finansiraju* i da kasnije uključe svoje građane u taj proces. Ova „uzdržanost“ se pre svega manifestuje u činjenici da je (i pored toga što u najvećem broju lokalnih samouprava u Srbiji postoji Kancelarija za lokalni ekonomski razvoj) *broj ažurnih Planova kapitalnih investicija koji su prilikom usvajanja imali bar neku dozu participacije građana jednocifren.*

³⁸² Krajem 2011. godine izmenjen je član 37. stav 2 Zakona o javnom dugu na način da je investiranje u municipalne obveznice dozvoljeno svim pravnim i fizičkim licima. Pre toga, municipalne obveznice su mogli da kupuju samo profesionalni investitori.

Samo *najhrabrije lokalne samouprave* se odlučuju da se izlože riziku da njihovi građani ne kupe municipalne obveznice i na taj način ne podrže kapitalne investicione projekte koje je politički vrh lokalne samouprave predložio.

Ostaje nada da će na *lokalnim izborima građani nagraditi ove hrabre pojedince* i na taj način dati primer drugim lokalnim samoupravama da je finansiranje kapitalnih investicija izdavanjem municipalnih obveznica znatno više od pitanja koji je izvor finansiranja najjeftiniji. Pored toga, lokalne samouprave treba da imaju u vidu *posledice koje predloženi kapitalni projekti imaju na budžet* kada razmišljaju koje kapitalne projekte treba da realizuju. Još jednom treba istaći da su efekti ranijeg zaduživanja za finansiranje kapitalnih projekata više nego skromni, o čemu je već ranije bilo reči.

Sa druge strane, *Narodna Banka Srbije* kao regulator za banke, penzione fondove i osiguravajuća društva je praktično *onemogućila nebankarskim finansijskim institucijama da učestvuju u kupovini municipalnih obveznica*. Naime, za sve municipalne obveznice čiji izdavalac nema kreditni rejting na nivou Republike Srbije, penzioni fondovi mogu izdvojiti 5% imovine fonda, što je na nivou svih penzionih fondova oko 10 miliona evra. U isto vreme, Narodna Banka Srbije zabranjuje penzionim fondovima da investiraju u municipalne obveznice čije je iznos emisije manji od 500 miliona dinara. Kako je broj izdavalaca municipalnih obveznica koji mogu da ispune navedene kriterijume izuzetno mali, ne čudi činjenica da *penzioni fondovi do sada nisu investirali u municipalne obveznice*.

Iako za *osiguravajuća društva* ne postoje ovakve podzakonske prepreke za ulaganje u municipalne obveznice, na primeru penzionih fondova i osiguravajuća društva su shvatila koju im poruku regulator šalje, tako da se ni ona *nisu odvažila da kupe ni jednu do sada izdatu municipalnu obveznicu* u Republici Srbiji.

Banke su trenutno dominantni kupac municipalnih obveznica i dominantni kreditor lokalnih samouprava uopšte. Međutim, izuzetno raduje činjenica da su se *građani vrlo hrabro i u ozbiljnim iznosima uključili u tržište municipalnih obveznica*, kupujući značajan deo emisije i grada Šapca i opštine Stara Pazova.

Zbog svega pomenutog, može se zaključiti da je potvrđena hipoteza da postoji dosta prostora da se *u segmentu podzakonskih akata* (pre svega onih koji su u nadležnosti Narodne Banke Srbije) *omogući lakše i jeftinije izdavanje municipalnih obveznica*.

I pored pomenutih ograničenja na strani ponude i na strani tražnje, srpsko finansijsko tržište sa puno entuzijazma gleda na svaku novu emisiju municipalnih obveznica. Glavni razlog za to je činjenica da je krajem 2014. godine i u toku 2015. godine zabeležen *istorijski najniži nivo kamatnih stopa na štednju građana*.

Kao i u većini drugih zakonodavstava, *prihodi od municipalnih obveznica su izuzeti od oporezivanja*. Ovo je važno i profesionalnim investitorima, a možda još važnije građanima kao potencijalnim investitorima u municipalne obveznice.

Prilično *nizak rizik* (gotovo na nivou rizika države) sa jedne i *atraktivan prinos* (6% ili više na godišnjem nivou za sve municipalne obveznice izdate u poslednjih 4 godine na srpskom finansijskom tržištu) sa druge strane, daje šansu da značajan nivo imovine pod upravom nebankarskih finansijskih institucija i *značajan nivo štednje koji građani imaju u bankama* bude usmeren u *buduće emisije municipalnih obveznica*.

Iako su grad *Novi Sad* i grad *Pančevo* bili pioniri u izdavanju municipalnih obveznica u Srbiji, činjenica da su *banke jedini kupci njihovih obveznica* prilično limitira domete ovih izdanja.

Pravi iskorak su napravili grad *Šabac* i opština *Stara Pazova* kada su u finansiranje kapitalnih projekata *uključili građane*.

Grad Šabac je za *završetak izgradnje zatvorenog bazena* emitovao municipalne obveznice u iznosu od 400 miliona dinara, od čega je 25,6 miliona dinara kupljeno od strane građana. Od prikupljanja sredstava do otvaranja bazena je prošlo svega 6 meseci, i danas se gradski bazen koristi ne samo u rekreativne svrhe, već je na raspolaganju školskoj deci i osobama kojima je potrebna rehabilitacija.

Opština Stara Pazova je izdala dve tranše municipalnih obveznica od po 1 milion evra, od kojih je *druga tranša izdata putem javnog plasmana*. Od rezervisanih 62,5 miliona dinara za građane, oni su *uplatili skoro 100 miliona dinara*, pa su im sredstva srazmerno vraćena nakon završetka upisa i uplate municipalnih obveznica.

Ovi pozitivni primeri izdavanja municipalnih obveznica su bili dobro medijski propraćeni, a naročito su sa njima upoznate druge lokalne samouprave u Srbiji.

U trenutku završetka ovog rada *još nekoliko lokalnih samouprava razmatra mogućnost da svoje kapitalne investicione projekte finansira izdavanjem municipalnih obveznica*, što potvrđuje verovanje da će se tržište municipalnih obveznica dodatno razvijati u narednim godinama.

Sve navedeno govori u prilog činjenice da je potvrđena i hipoteza *da Srbija ima prilično dobre uslove za uspešne emisije municipalnih obveznica i dinamičan razvoj ovog segmenta finansijskog tržišta*.

PRILOG 1 – PREGLED KAPITALNIH PROJEKATA GRADOVA U SRBIJI

Najveći broj projekata vrednosti preko 5 miliona evra ima grad Beograd, dok 11 gradova nema projekte vrednosti preko 5 miliona evra.

Grad Beograd je svakako najinteresantniji grad zbog veličine svog budžeta i mogućnosti da se dodatno zaduži. U tabeli u nastavku prikazano je deset materijalno najznačajnijih projekata grada Beograda.

Tabela 87: Pregled planiranih projekata grada Beograda, pojedinačne vrednosti preko 5 mio evra³⁸³

1.	Kapitalne saobraćajnice od posebnog interesa za Grad	24.150.222
2.	Saobraćajnice sa pripadajućom infrastrukturom	11.167.479
3.	Održavanje ulica i opštinskih puteva	8.046.100
4.	Objekti i mreže kanalizacije	5.082.300
5.	Nabavka tramvaja	4.166.474
6.	Izgradnja centra Beton hala u Savskom priobalju Grada	3.947.944
7.	Rekonstrukcija deonice od Autokomande do Banjice	3.241.873
8.	Rekonstrukcija Ulice 27. Mart	3.220.560
9.	Izgradnja stambenog objekta u Ovči	1.273.583
10.	Denivelacija kružnog toka Autokomanda	1.226.880
	UKUPNO	65.523.415

Iz navedene tabele se može zaključiti da deset najvećih projekata ima vrednost od preko 500 miliona evra. Imajući u vidu činjenicu da su u pitanju projekti koji se svakako ne mogu finansirati iz sopstvenih izvora grada, a da je na bazi zaključaka iz prethodnog poglavlja novo zaduživanje Grada Beograda moguće za dodatnih 250 miliona evra, nameće se zaključak da dobar deo ovih projekata neće moći da se realizuje. Naravno, kao dobra opcija za Grad Beograd stoji mogućnost da se neki od projekata realizuju

³⁸³ Izvor: Podaci o nazivima projekata i njihovoj procenjenoj vrednosti su preuzeti iz Odluke o budžetu grada Beograda za 2013. godinu („Službeni list grada Beograda“, br. 65/2012).

kroz privatno-javno partnerstvo, uz delimično (ili potpuno) finansiranje od strane privatnog partnera.

Upravo iz ovog razloga, u drugoj polovini 2015. godine grad Beograd je osnovao Savet za privatno javna partnerstva. Na ovaj način je pružena šansa privatnom sektoru da daje predloge u vezi projekata koji bi se finansirali putem privatno javnih partnerstava, a osnovna uloga Saveta je davanje mišljenja javnim telima grada da li u predloženim projektima postoji javni interes.³⁸⁴

Grad Jagodina je za 2013. godinu planirao izgradnju zatvorenog bazena. Imajući u vidu visinu tekućih prihoda budžeta i postojeći nivo zaduženja Jagodine, ovaj projekat se može finansirati iz pozajmljenih izvora.

Tabela 88: Pregled planiranih projekata grada Jagodina, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Izgradnja zatvorenog bazena	570.400
	UKUPNO	570.400

Izvor: Podaci o nazivima projekata i njihovoj procenjenoj vrednosti su preuzeti iz Odluke o budžetu grada Jagodina za 2013, godinu („Službeni list grada Jagodina“, br. 18/2012).

Grad Kraljevo kao prioritete navodi projekte koji se tiču sportske infrastrukture.

Tabela 89: Pregled planiranih projekata grada Kraljeva, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Izgradnja sportske hale sa uređenjem lokacije	850.000
2.	Izgradnja zatvorenog bazena sa uređenjem terena	600.000
3.	Unapređenje vodosistema Grada	565.000
4.	Urbana regeneracija naselja u Dositejevoj ulici	904.000
	UKUPNO	2.919.000

³⁸⁴ <http://www.beograd.rs/cms/view.php?id=1660915>.

Sa druge strane, sopstvena sredstva Grada, kao i mogućnost za novo zaduživanje su ograničeni, tako da bi više od polovine navedenih projekata trebalo finansirati kroz privatno-javna partnerstva.

Grad Leskovac kao svoj prioritet ističe izgradnju komunalne infrastrukture.

Tabela 90: Pregled planiranih projekata grada Leskovca, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Izgradnja centralnog postrojenja za prečišćavanje otpadnih voda	1.263.200
	UKUPNO	1.263.200

Izvor: Podaci o nazivima projekata i njihovoj procenjenoj vrednosti su preuzeti iz Odluke o budžetu grada Leskovca za 2013. godinu.

Kako su sredstva iz budžeta Grada Leskovca ograničena, a postojeći nivo duga značajan, navedeni projekat se može finansirati samo kombinacijom više izvora finansiranja (donacija, zaduživanje, privatno-javno partnerstvo...).

Grad Niš takođe ima prioritete iz oblasti obezbeđivanja pitke vode, kao i prečišćavanja otpadnih voda.

Tabela 91: Pregled planiranih projekata grada Niša, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Centralno postrojenja za prečišćavanje otpadnih voda	6.000.000
2.	Izgradnja sportske arene Car Konstantin	1.680.000
3.	Osnovna mreža kolektora kanalizacije	1.100.000
4.	Tržni centar Krive livade – II faza	1.000.000
5.	Rezervoar pitke vode na lokaciji Bujanj u Nišu	754.000
6.	Trajno osiguranje kapaciteta i kvaliteta izvorišta Medijana	652.000
	UKUPNO	11.186.000

I što se tiče Grada Niša, i ovde je prisutan veliki jaz između potreba za poboljšanjem komunalne infrastrukture sa jedne, i mogućnosti za finansiranje ovih projekata sa druge

strane. Iz sopstvenih i pozajmljenih izvora Grad Niš može finansirati svega jednu petinu navedenih projekata.

Grad Novi Sad kao prioritet izdvaja izgradnju putne infrastrukture.

Tabela 92: Pregled planiranih projekata grada Novog Sada, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Izgradnja objekata od strateškog značaja-Bulevar Evropa	2.427.593
2.	Raseljavanje	673.243
3.	Izgradnja objekata od strateškog značaja-Žeželjev most	626.624
4.	Izgradnja objekata od strateškog značaja-kanalizaciona mreža na teritoriji Grada	568.693
	UKUPNO	4.296.153

Izvor: Podaci o nazivima projekata i njihovoj procenjenoj vrednosti su preuzeti iz Odluke o budžetu grada Novog Sada za 2013. godinu.

Grad Novi Sad je jedan od retkih gradova koji svoje projekte može realizovati delom iz sopstvenih, a delom iz pozajmljenih izvora.

Grad Pančevo ima cilj da unapredi uslove za poslovanje kroz formiranje slobodne zone i logističkog centra.

Tabela 93: Pregled planiranih projekata grada Pančeva, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Opremanje poslovne lokacije Greenfield II za izgradnju logističkog centra ili slobodne zone	2.525.550
2.	Rekonstrukcija objekta "Crveni magacin" u Pančevu	621.500
	UKUPNO	3.147.050

Realizacija navedenih projekata će biti moguća samo kombinacijom različitih izvora finansiranja.

Grad Smederevo želi da unapredi saobraćajnu infrastrukturu i da reši pitanje deponije i otpadnih voda.

Tabela 94: Pregled planiranih projekata grada Smedereva, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Izgradnja i rekonstrukcija lučkih transportnih centara	2.825.000
2.	Izgradnja i rekonstrukcija postrojenja otpadnih voda	1.808.000
3.	Izgradnja nove deponije i sanacija stare	1.412.500
	UKUPNO	6.045.500

Navedeni projekti višestruko prevazilaze mogućnosti za finansiranje od strane Grada, a mogućnost za novo zaduživanje nije dovoljna da se realizuje ni jedan od ovde navedenih projekata.

Grad Subotica među prioritete svrstava vodosnabdevanje, unapređenje saobraćajne infrastrukture i uređenje jezera Ludaš.

Tabela 95: Pregled planiranih projekata grada Subotice, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Realizacija sistema vodosnabdevanja	2.385.488
2.	Izgradnja kogenerativnog postrojenja za proizvodnju električne i toplotne energije na bazi goriva od biomase	2.000.000
3.	Sanacija i remedijacija jezera Ludaš	1.100.000
4.	Izgradnja i opremanje kolektorske mreže (II i VII)	1.039.600
5.	Izgradnja saobraćajnice i rasvete na investicionim lokacijama	810.500
	UKUPNO	7.335.588

Kako sopstvena sredstva i mogućnost za novo zaduživanje ne omogućavaju realizaciju navedenih projekata, izgradnja kogenerativnog postrojenja za proizvodnju električne energije i sanacija jezera Ludaš su dobri kandidati za privatno-javna partnerstva.

Grad Čačak razmatra projekte iz oblasti energetike, javne rasvete i uređenja reke Zapadne Morave.

Tabela 96: Pregled planiranih projekata grada Čačka, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Projekat regulacije Zapadne Morave kroz Čačak, od pešačkog mosta do brane u Parmencu	586.620
2.	Projekat MHE Parmenac – instalacija energetske komponente na postojećoj Brani Parmenac	576.905
3.	Projekat javnog osvetljenja Grada Čačka	565.000
	UKUPNO	1.728.525

Kako samo jedna trećina od ovih projekata može biti finansirana iz sopstvenih sredstava i iz novog zaduživanja, Grad Čačak bi svakako mogao da razmotri mogućnost finansiranja projekata putem privatno-javnog partnerstva.

Grad Šabac spada u grupu gradova koji su za realizaciju svojih kapitalnih projekata razmatrali alternativne načine finansiranja. Za izgradnju podzemne garaže je planirano privatno javno partnerstvo, a za izgradnju gradskog bazena je planirano, a kasnije i sprovedeno izdavanje municipalnih obveznica.

Tabela 97: Pregled planiranih projekata grada Šapca, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR

1.	Izgradnja gradske podzemne garaže	565.000
2.	Izgradnja gradskog bazena	400.000
	UKUPNO	965.000

PRILOG 2 - LITERATURA I WEB ADRESAR

KNJIGE I NAUČNI ČLANCI:

Agranoff, Robert; McGuire, Michael (2004), *Collaborative Public Management: New Strategies for Local Governments (American Governance and Public Policy series)*, Georgetown University Press, Washington, D.C.

Bahli, R; Smoke, P. (2003), *Restructuring Local Government Finance in Developing Countries*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham

Blakely, Edward (1994), *Planning Local Economic Development – Theory and Practice*, SAGE Publications, Washington, D.C

Bowman, Ann O'M; Kearney, Richard C. (2010), *State and Local Government, 8th Edition*, Wadsworth Publishing, Boston

Chandler, J. A. (1992), *Local Government in Liberal Democracies: An Introductory Survey*, Routledge, London

Coleby, Andrew M. (1987), *Central Government and the Localities: Hampshire 1649-1689, Cambridge Studies in Early Modern British History*, Cambridge University Press, Cambridge

Davey, K. (2010), *The Impact of the Economic Downturn on Local Government in Europe*, Local Government and Public Service Reform Initiative, Budapest

Dennis-Escoffier, Shirley; Fortin, Karen A. (2008), *Taxation for Decision Makers*, South-Western College Pub, Cincinnati

DiNapoli, Thomas, State Comptroller (2013), *State of New York Basic Financial Informations and Other Supplementary Informations for fiscal year ended*, New York

Đorđević, Snežana (2009), *Priručnik za moderno upravljanje lokalnim ekonomskim razvojem*, Čigoja, Beograd

Đorđević, Snežana (2012), *Renesansa lokalne vlast - uporedni modeli*, Čigoja, Beograd

Đorđević, Snežana (2012), *Savremene urbane studije - preduzetnički, kreativni, demokratski gradovi*, Čigoja, Beograd

Elcock, Howard (1994), *Local Government: Policy and Management in Local*

Authorities, Routledge, London

Erić, Dejan (2007), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd

Erić, Dejan; Đukić Mališa (2012), *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Čigoja, Beograd

Fabozzi, Frank J, CFA (2008), *Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments*, John Wiley & Sons, New York

Faerber, E. (2009), *All about bonds, bond mutual funds and bond ETFs*, McGraw-Hill, New York

Fama, Eugen (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, New York

Feldstein, Sylvan; Fabozzi, Frank (2008), *The Handbook of municipal bonds*, John Wiley and Sons, New York, str. 1270

Gianakis, Gerasimos A; McCue, Clifford P. (1999), *Local Government Budgeting: A Managerial Approach*, Querum Books, London

Gibson, John; Batley, Richard (1993), *Financing European Local Government*, Routledge, London

Government Finance Officers Association (1995), *Structuring and Sizing the Bond Issue – How to Develop an Optimal Financing Approach*, Chicago, USA

Haug, A.V; Baldersheim, H; Ogard, M. (2011), *The Rise of Networking Region*, Ashgate Publishing Ltd, Surrey

Honadle, Beth Walter; Cigler, Beverly; Costa, James M. (2003), *Fiscal Health for Local Governments*, Elsevier Academic Press, San Diego

Josifov, Đ; Pamfil, K; Partal M; Bučić, A. (2011), *Vodič za zaduživanje lokalnih samouprava i najnovija dešavanja u zemljama Nalasa*, NALAS, Skoplje

Jovanović Gavrilović, Biljana (2000), *Evolucija shvatanja o razvoju – od privrednog rasta do održivog ljudskog razvoja*, Ekonomski anali br. 145, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd

Kemp, Roger L. (2003), *Community renewal through municipal investment*, McFerland and Co, Inc, Publishers, North Carolina

Kristić, Saša (2012), *Budžet kao instrument upravljanja jedinicom lokalne samouprave*, Data Status, Beograd

- Levitas, Tony (2008), *Osnovna pitanja kreditiranja lokalne samouprave i razvoja tržišta municipalnih obveznica u Srbiji*, Program podsticaja ekonomskom razvoju opština (MEGA), USAID Srbija
- Liu, Lili; Waibel, Michael (2010), *Managing Subnational Credit and Default Risks*, World Bank
- Longworth, Norman (2006), *Learning Cities, Learning Regions, Learning Communities: Lifelong Learning and Local Government*, Routledge, Abingdon
- Manić, J; Stanek R; Brdarević Lj. (2012), *Priručnik za planiranje kapitalnih investicija, MSP IPA 2007*, Interprint, Beograd
- Milosavljević, Bogoljub (2009), *Sistem lokalne samouprave u Srbiji*, Stalna konferencija gradova i opština, Beograd
- Morphet, Janice (2008), *Modern Local Government*, Sage Publications Ltd, London
- Nalas (2015), *Fiscal decentralization indicators for South East Europe 2006-2013*, NALAS, četvrto izdanje
- O'Hara, Neil (2011), *The Fundamentals of Municipal Bonds*, John Wiley & Sons, New York
- OECD (2013), *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing
- OECD Working papers (2013), *Sub-National Finances and Fiscal Consolidation – Walking on thin ice*, OECD Publishing
- Osborne, S.P. (2010), *The New Public Governance*, Routledge, London
- Osbourne, D; Gaebler, T. (1993), *Reinventing government: how the entrepreneurial spirit is transforming the public sector*, Plume books, New York
- Petersen, J. (2000), *Linkages between local governments and financial markets*, World Bank, Washington DC
- Peterson, George E. (2003), *Banks or Bonds: Building Municipal Credit Market*, The Urban Institute, Washington DC
- Prokopijević, Miroslav (2000), *Konstitucionalna ekonomija*, E press, Beograd
- Prokopijević, Miroslav (2009), *Javne finansije*, Beograd

Public Finance Network (2007), *Tax-Exempt Financing*, Washington, DC

Raphaelson, Arnold (1998), *Restructuring state and local services- ideas, proposals and experiments*, Praeger publishers, Westport

Richter, Dr Klaus; Pavlović, Vladimir; Marinković, Milan; Drašković, Vladimir; Bučić, Aleksandar (2012), *Smernice za izdavanje municipalnih obveznica, Vodič za opštine, dopunjeno izdanje*, MSP IPA 2007, Beograd

Rust, Ken, Chief Administrative Officer, Office of Management and Finance, (2007), *Comprehensive Annual Financial Report For The Fiscal Year Ended June 30, 2007*, Portland

Sbragia, Alberta M. (1996), *Debt Wish: Entrepreneurial Cities, U.S. Federalism, and Economic Development*, University of Pittsburgh Press, Pittsburgh

Shotton, Roger; Winter, Mike (2007), *Delivering the Goods: Building Local Government Capacity to Achieve the Millennium Development Goals*, United Nations Capital Development Fund

Spengler, Arthur W. (1999), *Collective Bargaining and Increased Competition for Resources in Local Government*, Quorum Books, London

Steuerle, Eugene and Twombly, Eric (2012), *The tools of government- a guide to the new governance*, Oxford university press, Oxford

Swianiewicz, P. (2004), *Local Government Borrowing – Risks and Rewards*, Local Government and Public Service Reform Initiative, Budapest

Swinburn, G; Goga, S. and Marphy, F.(2006), *Local Economic Development: A Primer – Developing and implementing Local Economic Development Strategies and Action Plans*, the World Bank

Thorogod, Jelena (2007), *Studija: Lokalno tržište kredita za komunalnu infrastrukturu*, EAR, Program podrške opštinskoj infrastrukturi, Beograd

UFAS - Udruženje Finansijskih Analitičara Srbije (2015), *Evaluacija i monitoring planirane budžetske potrošnje na programskoj osnovi za jedinice lokalne samouprave na teritoriji AP Vojvodina za 2015. Godinu*

Vasiljević, Branko (2009), *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd

Vasiljević, Dušan (2012), *Lokalni ekonomski razvoj-zašto su jedne opštine dobitnici, a druge gubitnici tranzicije*, PALGO centar, Beograd

Vitkovic, C.F. and Kopanyi, M. (2014), *Municipal Finances: A Handbook for Local Governments*, World Bank, Washington DC

Werdlow, Sean K, Chief Financial Officer/Finance Director City of Detroit, Michigan (2004), *Comprehensive Annual Financial Report For the Fiscal Year Ended June 2004*, Detroit

World Bank (1999), *Credit ratings and bond issuing at the subnational level*, Washington DC

Yescombe, E.R. (2007), *Public – Private Partnership*, Elsevier, Burlington

ZAKONI, PODZAKONSKA AKTA I MIŠLJENJA REGULATORA

European Commission, *Commission regulation, No. 809/2004*

Ministarstvo finansija Republike Srbije, *Uputstvo za pripremu odluke o budžetu lokalne vlasti za 2013. godinu i projekcija za 2014. i 2015. godinu*

Ministarstvo finansija Republike Srbije, *Uputstvo za pripremu Programskog budžeta za lokalne vlasti za 2015. godinu*

Odluka o bližim uslovima i maksimalnim visinama ulaganja imovine dobrovoljnog penzijskog fonda („Sl. Glasnik RS“, br. 43/2011)

Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje („Sl. Glasnik RS“, br 87/2012)

Pravilnik o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom („Službeni glasnik RS“, br, 89/2011 i 14/2013)

Pravilnik o investicionim fondovima (Sl. glasnik RS", br. 5/2015)

Pravilnik o tarifi Beogradske Berze (04/2 br. 3165-1/12 izmenjen je Odlukom broj: 04/2- 1533/15, od 2. aprila 2015. godine), a na isti je saglasnost dala Komisija za hartije od vrednosti Rešenjem br. 5/0-06-689/3-15, od 8. aprila 2015. godine

Pravilnik o tarifi Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti

Pravilnik o tarifi Komisije za hartije od vrednosti,"Sl. glasnik RS", br. 16/2012, 50/12, 68/12 i 14/2013)

Zakon o Bankama ("Sl. glasnik RS", br. 107/2005, 91/2010 i 14/2015)

Zakon o budžetskom sistemu („Službeni glasnik RS“, br. 54/09, 73/10, 101/10, 101/11, 93/12, 62/13, 63/13 - ispravka, 108/13, 142/14)

Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima (“Sl. Glasnik RS.”, br. 85/2005 i 31/2011)

Zakon o finansiranju lokalne samouprave ("Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 47/2011, 93/2012, 99/2013 - usklađeni din. izn. i 125/2014)

Zakon o investicionim fondovima ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 51/2009, 31/2011 i 115/2014)

Zakon o izmenama i dopunama Zakona o finansiranju lokalne samouprave ("Sl. glasnik RS", br. 47/2011)

Zakon o javnim nabavkama ("Sl. glasnik RS", br. 124/2012, 14/2015 i 68/2015)

Zakon o javnim preduzećima,"Sl. glasnik RS", br. 119/2012, 116/2013 - autentično tumačenje i 44/2014

Zakon o javnoj svojini ("Sl. glasnik RS", br. 72/2011, 88/2013 i 105/2014)

Zakon o javnom dugu (“Službeni glasnik RS”, br. 61/2005, 107/2009 i 78/2011)

Zakon o Osiguranju (“Sl. Glasnik RS.”, br. 55/2004, 70/2004 – ispr., 61/2005, 61/2005 – dr. zakon, 85/2005 - dr. zakon, 101/2007, 63/2009 – odluka US i 107/2009, 99/2011, 119/2012, 116/2013 i 139/2014 - dr. zakon)

Zakon o porezu na dohodak građana ("Sl. glasnik RS", br. 24/2001, 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 135/2004, 62/2006, 65/2006 - ispr., 31/2009, 44/2009, 18/2010, 50/2011, 91/2011 - odluka US, 7/2012 - usklađeni din. izn., 93/2012 i 114/2012 - odluka US).

Zakon o porezima na imovinu ("Sl. glasnik RS", br. 26/2001, "Sl. list SRJ", br. 42/2002 - odluka SUS i "Sl. glasnik RS", br. 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 135/2004, 61/2007, 5/2009, 101/2010, 24/2011, 78/2011, 57/2012 - odluka US, 47/2013 i 68/2014 - dr. zakon)

Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011)

KORIŠĆENE INTERNET ADRESE

Agencija za privredne registre Republike Srbije - <http://www.apr.gov.rs>

Beogradska berza – www.belex.rs

Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti – www.crhov.rs

City Majors Foundation - <http://www.citymayors.com/finance/bonds.html>

Evropska Povelja o Lokalnoj samoupravi -
http://www.coe.org.rs/REPOSITORY/128_evropska_povelja_o_lokalnoj_samoupravi.pdf

Informacioni servis Bloomberg - www.bloomberg.com

Informacioni servis o municipalnim obveznicama u SAD - www.bondbuyer.com

Komisija za hartije od vrednosti – www.sec.gov.rs

NALED - <http://www.naled-serbia.org/sr/bfc-opstine>

Narodna Banka Srbije – www.nbs.rs

OECD dokumenti o decentralizaciji - www.oecd-ilibrary.org/governance/government-at-a-glance-2013_gov_glance-2013-en

Podaci o gradu Portlandu - <http://www.portlandonline.com/?c=25777>

Prihodi lokalne samouprave - <http://www.politika.rs/rubrike/Nekretnine/t34298.lt.html>

Struktura državne potrošnje u SAD - www.usgovernmentpending.com

World Bank, „*Doing Business 2016*“ -
<http://www.doingbusiness.org/data/exploreconomies/~media/giawb/doing%20business/documents/profiles/country/SRB.pdf>

PRILOG 3 - SPISAK TABELA, GRAFIKONA I SLIKA

1. Spisak tabela

Tabela 1: Učešće zaposlenih u javnom sektoru (bez javnih preduzeća) u ukupnom broj u zaposlenih	11
Tabela 2: Javni rashodi i zapošljavanje u opštoj državi	13
Tabela 3: Državna potrošnja (% BDP-a) za period 2010 – 2014	14
Tabela 4: Prihodi lokalnih samouprava u Srbiji (milioni evra).....	39
Tabela 5: Struktura prihoda gradova u Srbiji (u evrima).....	39
Tabela 6: Pregled plana i izvršenja budžeta za gradove u Srbiji	43
Tabela 7: Stope nezaposlenosti u periodu 2012 - 2014.....	61
Tabela 8: Kreditni rejtingi Moody's-a, S&P-a i Fitch-a.....	90
Tabela 9: <i>S&P Dow Jones Indices</i>	92
Tabela 10: Prikaz indikatora za ocenu rizika finansiranja lokalne samouprave.....	93
Tabela 11: Učešće indikatora u ukupnoj oceni rizika finansiranja lokalne samouprave	98
Tabela 12: Poredjenje internog sa eksternim rejtingom	99
Tabela 13: Pregled ocena uzorka od 45 lokalnih samouprava	101
Tabela 14: Rejting ocena grada Novog Sada.....	103
Tabela 15: Rejting ocena grada Beograda.....	105
Tabela 16: Rejting ocena grada Šapca.....	106
Tabela 17: Rejting ocena opštine Stara Pazova.....	108
Tabela 18: Pregled stanja municipalnog duga Severne Amerike, po godinama (u milijardama američkih dolara).....	122
Tabela 19: Namena dugoročnih obveznica izdatih u SAD u toku 2014. godine.....	123

Tabela 20: Iznos izdatih dugoročnih municipalnih obveznica u SAD u 2014. prema nivoima LS	123
Tabela 21: Municipalne obveznice listirane na berzi u Bukureštu.....	135
Tabela 22: Municipalne obveznice na finansijskom tržištu Republike Hrvatske	141
Tabela 23: Municipalne obveznice na finansijskom tržištu Republike Crne Gore	144
Tabela 24: Stanje duga gradova u Srbiji u odnosu na tekuće prihode.....	182
Tabela 25: Zaduzenost gradova u Srbiji - obaveze koje dospevaju na plaćanje u odnosu na tekuće prihode.....	184
Tabela 26: Neto tekući suficit gradova u Srbiji.....	186
Tabela 27: Zaduzenje gradova u Srbiji.....	189
Tabela 28: Stope rasta tekućih prihoda gradova u Srbiji.....	190
Tabela 29: Zaduzenost gradova i stope rasta tekućih prihoda.....	191
Tabela 30: Odnos ukupne aktive banaka i bruto domaćeg proizvoda.....	197
Tabela 31: Pregled vrednosti kapitala i investicionog potencijala bankarskog sistema u Srbiji, na dan 31.12.2014. godine (u milijardama dinara).....	198
Tabela 32: Pregled investicionog potencijala osiguravajućih kuća u Srbiji na dan 31.12.2014. godine (u milionima dinara)	203
Tabela 33: Pregled investicionog potencijala privatnih penzionih fondova u Srbiji, na dan 31.12.2014. godine (u 000 dinara)	206
Tabela 34: Pregled investicionog potencijala otvorenih investicionih fondova u Srbiji, na dan 22.06.2015. godine.....	209
Tabela 35: Maksimalni investicioni potencijal otvorenih investicionih fondova u Srbiji na dan 22.06.2015. godine.....	210
Tabela 36: Rezime pregleda strukture potencijalnih institucionalnih investitora	211
Tabela 37: Pregled štednje stanovništva (u milionima RSD).....	214
Tabela 38: Efektivna kamatna stopa na oročene depozite.....	215
Tabela 39: Serijska obveznica države Njujork (eng. Serial bond)	221

Tabela 40: Termimska obveznica države Njujork (eng. Bullet bond).....	222
Tabela 41: Serijska obveznica države Njujork (eng. Serial bond)	222
Tabela 42: Serijska obveznica države Njujork (eng. Serial bond)	223
Tabela 43: Bilans stanja države Njujork - kraj fiskalne 2012. i 2013. godine:	224
Tabela 44: Bilans uspeha države New York - za celu fiskalnu 2012. i 2013. godinu:.	225
Tabela 45: Serijska obveznica grada Portlanda (eng. Serial bond)	227
Tabela 46: Termimska obveznica grada Portlanda (eng. Bullet bond)	228
Tabela 47: Serijska obveznica grada Portlanda (eng. Serial bond)	228
Tabela 48: Termimska obveznica grada Portlanda (eng. Bullet bond)	229
Tabela 49: Bilans stanja grada Portlanda	230
Tabela 50: Prihodi i rashodi grada Portlanda	231
Tabela 51: Serijska obveznica grada Detroita (eng. Serial bond)	234
Tabela 52: Termimska obveznica grada Detroita (eng. Bullet bond).....	234
Tabela 53: Serijska obveznica grada Detroita (eng. Serial bond)	235
Tabela 54: Serijska obveznica grada Detroita (eng. Serial bond)	236
Tabela 55: Bilans stanja grada Detroita – za kraj fiskalne 2003 i 2004. godine	237
Tabela 56: Bilans uspeha grada Detroita – za fiskalnu 2003 i 2004. godinu	238
Tabela 57: Odnos duga i ostvarenih prihoda u 2012. godini države Njujork, grada Portlanda i grada Detroita.....	241
Tabela 58: Raspored isplata kupona i glavnice obveznica grada Varšave (za jednu obveznicu sa nominalnim iznosom od 50.000 evra)	243
Tabela 59: Planirani projekti grada Varšave za period od 2007. do 2012. godine (000 PLN)	244
Tabela 60: Bilans uspeha grada Varšave za period 2005-2009. godine.....	245
Tabela 61: Struktra duga grada Varšave u periodu 2005-2009. godina	246

Tabela 62: Dug grada Milana u periodu od 2000. do 2004. godine	248
Tabela 63: Bilans uspeha Grada Milana u periodu od 2000. do 2004. godine.....	249
Tabela 64: Odnos ostvarenih prihoda grada Milana i ukupnog nivoa duga za period od 2000. do 2004.	249
Tabela 65: Rezime realizovanih projekata u gradu Splitu.....	255
Tabela 66: Bilans uspeha grada Splita za period 2002. do2008. godina (u kunama)...	256
Tabela 67: Bilans stanja grada Splita	256
Tabela 68: Obračun mogućnosti novog zaduživanja grada Splita	257
Tabela 69: Bilans uspeha grada Rijeke za period 2004-2006. godina.....	262
Tabela 70: Bilans stanja grada Rijeke za period 2004-2006. godina (u 000 kuna).....	262
Tabela 71: Učešće godišnjih obaveza za servisiranje duga u prihodima od poslovanja grada Rijeke	263
Tabela 72: Rezime realizovanih projekata opštine Bijeljina.....	267
Tabela 73: Realizacija prihoda i rashoda budžeta opštine Bijeljina za tri fiskalne godine pre izdavanja municipalnih obveznica	267
Tabela 74: Bilans stanja opštine Bijeljina	268
Tabela 75: Izvršenje budžeta grada Novog Sada (u 000 dinara).....	275
Tabela 76: Bilans stanja grada Novog Sada (u 000 RSD).....	277
Tabela 77: Upravljanje dugom grada Novog Sada.....	278
Tabela 78: Izvršenje budžeta grada Pančeva za 2009. do 2011. godine (u 000 dinara).....	282
Tabela 79: Bilansa stanja grada Pančeva (u 000 dinara).....	283
Tabela 80: Upravljanje dugom grada Pančeva (u 000 dinara)	284
Tabela 81: Izvršenje budžeta grada Šapca za 2011, 2012. i 2013. godinu (u 000 dinara)	296
Tabela 82: Izvod iz bilansa stanja grada Šapca (u 000 dinara)	297
Tabela 83: Upravljanje dugom grada Šapca (u 000 dinara)	298

Tabela 84: Izvršenje budžeta opštine Stara Pazova za 2012. i 2013. godinu (u 000 dinara).....	306
Tabela 85: Izvod iz bilansa stanja opštine Stara Pazova (u 000 dinara).....	307
Tabela 86: Upravljanje dugom opštine Stara Pazova (u 000 dinara)	308
Tabela 87: Pregled planiranih projekata grada Beograda, pojedinačne vrednosti preko 5 mio evra	316
Tabela 88: Pregled planiranih projekata grada Jagodina, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR.....	317
Tabela 89: Pregled planiranih projekata grada Kraljeva, pojedinačne vrednosti preko 5 mioEUR.....	317
Tabela 90: Pregled planiranih projekata grada Leskovca, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR.....	318
Tabela 91: Pregled planiranih projekata grada Niša, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR	318
Tabela 92: Pregled planiranih projekata grada Novog Sada, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR.....	319
Tabela 93: Pregled planiranih projekata grada Pančeva, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR.....	319
Tabela 94: Pregled planiranih projekata grada Smedereva, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR.....	320
Tabela 95: Pregled planiranih projekata grada Subotice, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR.....	320
Tabela 96: Pregled planiranih projekata grada Čačka, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR	321
Tabela 97: Pregled planiranih projekata grada Šapca, pojedinačne vrednosti preko 5 mio EUR	321

2. Spisak grafikona

Grafikon 1: Učešće zaposlenih u opštoj državnoj upravi i javnim preduzećima u ukupnom broju zaposlenih	12
Grafikon 2: Udeo državne potrošnje u bruto domaćem proizvodu	15
Grafikon 3: Učešće različitih nivoa državne vlasni u ukupnim državnim prihodima	22
Grafikon 4: Učešće različitih nivoa državne vlasni u ukupnim državnim rashodima	22
Grafikon 5: Struktura državne potrošnje u Srbiji, na 31.12.2014. godine	23
Grafikon 6: Učešće zaposlenih na različitim nivoima državne uprave	24
Grafikon 7: Struktura rashoda lokalnih samouprava	27
Grafikon 8: Programska struktura budžetske potrošnje za JLS na teritoriji AP Vojvodine	28
Grafikon 9: Struktura prihoda (u %) lokalnih samouprava na kraju 2013.godine	41
Grafikon 10: Struktura izvornih prihoda (u%) lokalnih samouprava	42
Grafikon 11: Proces strateškog planiranja	58
Grafikon 12: Struktura državnog duga	119
Grafikon 13: Struktura državnog duga u odnosu na BDP, 2011. godine	120
Grafikon 14: Učešće nivoa vlasni u strukturi državnog duga, 2011. godine	120
Grafikon 15: Procentualno učešće osnovnih tipova investitora u municipalni dug Severne Amerike	124
Grafikon 16: Kretanje desetogodišnjeg prinosa municipalnih obveznica (u %)	127
Grafikon 17: Kretanje tridesetogodišnjeg prinosa municipalnih obveznica (u %)	127
Grafikon 18: Kretanje cene municipalne obveznice grada Hamburga (ISIN: DE000A1H3EM7)	130
Grafikon 19: Kretanje cene municipalne obveznice grada Pariza (ISIN: FR0010772582)	131

Grafikon 20: Kretanje cene municipalne obveznice grada Ciriha (ISIN: CH0123423276)	131
Grafikon 21: Prednosti izdavanja municipalnih obveznica.....	150
Grafikon 22: Obveznica VS. Kredit	153
Grafikon 23: Pregled duga LS po kreditorima na dan 30.04.2015. (u mlrd din)	196
Grafikon 24: Pregled učesnika na tržištu penzionih fondova.....	205
Grafikon 25: Struktura imovine penzionih fondova.....	207
Grafikon 26: Struktura tipova investitora koji učestvuju na primarnoj emisiji municipalnih obveznica u Severnoj Americi, zaključno sa martom 2013. godine	220
Grafikon 27: Kretanje ukupnog duga i celokupnih ostvarenih prihoda Grada po godinama, za period od 2004 – 2012. godine (iznosi su u 000 dolara).....	240

3. Spisak slika

Slika 1: Rang 189 zemalja po uslovima za poslovanje	48
Slika 2: Obrazac za ocenjivanje kapitalnih projekata.....	57
Slika 3: Transferna uloga finansijskog tržišta – osnovni model.....	72
Slika 4: Nota Severne Karoline	112
Slika 5: Nota Severne Karoline	112
Slika 6: Dalje aktivnosti na pripremi emisije municipalnih obveznica grada Šapca....	289
Slika 7: Ekspoziture Banca Intese za upis i uplatu municipalnih obveznica.....	291
Slika 8: Podaci o trgovanju obveznicom grada Šapca.....	295
Slika 9: Predškolska ustanova „Radost“ Belegiš.....	304
Slika 10: Sportska sala sa kuglanom u školi u Golubincima.....	304
Slika 11: Trgovanje obveznicom opštine Stara Pazova.....	305

PRILOG 4 - BIOGRAFIJA AUTORA

Vladimir Pavlović je rođen 11. marta 1978. godine u Užicu, Republika Srbija, gde je završio osnovnu školu i gimnaziju „Miodrag Milovanović Lune“.

Diplomirao je i magistrirao na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, a zvanje *CFA charterholder* je stekao 2006. godine.

Zaposlen je u Preduzeću za finansijske usluge i konsalting „WM Equity Partners“ doo Beograd, gde je od osnivanja firme partner i direktor.

Pored navedenog, autor obavlja i druge funkcije od važnosti kao što su predsednik Nadzornog odbora Društva za upravljanje investicionim fondovima „FIMA Invest“ ad Beograd, predsednik Nadzornog odbora Udruženja finansijskih analitičara Srbije, a član je i Centar za slobodno tržište i Evropskog pokreta u Srbiji.

Saradnju sa lokalnim samoupravama u Srbiji je otpočeo 2010. godine kada je bio angažovan u okviru projekta MSP IPA 2007. U ovom postupku podrška je pružena grupi od deset lokalnih samouprava u Srbiji, a grad Novi Sad i grad Pančevo su izdali prve municipalne obveznice.

Radeći na projektu Exchange 3 i Exchange 4, autor je asistirao gradu Šapcu i opštini Stara Pazova da izdaju municipalne obveznice putem javne ponude uz objavljivanje Prospekta, pri čemu su građani Srbije prvi put dobili priliku da kupuju municipalne obveznice.

Pored navedenog, autor je krajem 2014. godine bio član tima koji je pružao direktnu podršku grupi od deset lokalnih samouprava u postupku uvođenja programskog budžeta (u okviru projekta Exchange 4), dok je u toku 2015. godine podržavao pet lokalnih samouprava u izradi Plana kapitalnih investicija.

Regionalno iskustvo u radu sa lokalnim samoupravama autor je stekao nakon angažmana od strane *Municipal Infrastructure Development Fund*-a (MIDF) radeći na obuci banaka za finansiranje lokalnih samouprava (projekt obuhvata Makedoniju, Crnu Goru, Bosnu i Hercegovinu, Srbiju, Albaniju i Kosovo).

Jedan je od autora publikacije pod nazivom *Smernice za izdavanje municipalnih obveznica* koje su doživele tri izdanja, 2011., 2012. i 2015. godine.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Потписани мр Владимир Павловић,

број уписа 931

Изјављујем

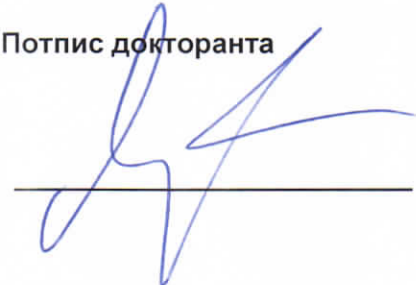
да је докторска дисертација под насловом

„Развој локалне самоуправе и финансирање инвестиционих пројеката издавањем
муниципалних обвезница“

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

У Београду, _____ 12.07.2016. године _____

Потпис докторанта



Прилог 2.

Изјава о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада

Име и презиме аутора _____ мр Владимир Павловић _____

Број уписа _____ 931 _____

Студијски програм _____

Наслов рада „Развој локалне самоуправе и финансирање инвестиционих пројеката
издавањем муниципалних обвезница“

Ментор _____ проф. др Снежана Ђорђевић _____

Потписани _____ мр Владимир Павловић _____

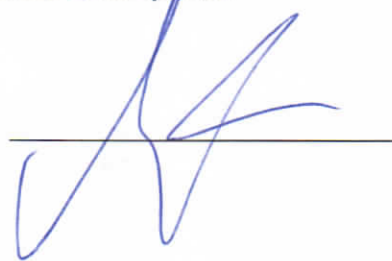
изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао за објављивање на порталу Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

У Београду, _____ 12.07.2016. године _____

Потпис докторанта



Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

„Развој локалне самоуправе и финансирање инвестиционих пројеката издавањем муниципалних обвезница“

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство
2. Ауторство - некомерцијално
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима
5. Ауторство – без прераде
6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

У Београду, _____ 12.07.2016. године _____

Потпис докторанда

