



УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



Милош Љ. Јовановић

**МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО ОБЛИК
ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ**

- Докторска дисертација -

Ниш, 2014



УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



Милош Љ. Јовановић

**МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО ОБЛИК
ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ**

- Докторска дисертација -

Ментори:

Проф. др Борко Крстић

Проф. др Срђан Маринковић

Ниш, 2014



UNIVERSITY OF NIŠ
FACULTY OF ECONOMICS



Милош Љ. Јовановић

**MUNICIPAL BONDS AS A FORM OF LOCAL GOVERNMENT
FINANCING**

- Doctoral dissertation -

Niš, 2014

Идентификациона страница докторске дисертације

I Аутор	
Име и презиме:	Милош Јовановић
Датум и место рођења:	21.10.1974., Алексинац
Садашње запослење:	БДД Дил брокер ад. Београд
II Докторска дисертација	
Нослов:	Муниципалне обвезнице као облик финансирања локалне самоуправе
Број страница:	269
Број табела:	62
Број слика:	12
Број графикона:	21
Број библиографских података:	126
Установа и место где је рад израђен:	Економски факултет, Универзитет у Нишу
Научна област:	економске науке, област финансије и банкарство
Ментор:	Проф. др Борко Крстић, Проф. др Срђан Маринковић
III Оцена и одбрана	
Датум пријаве теме:	04.11.2013. године
Број одлуке и датум прихватања теме:	8/18-01-002/14-015 од 31.03.2014.
Комисија за оцену стручне и научне подобности теме и кандидата:	1. Проф. др Борко Крстић, редовни професор Економског факултета у Нишу 2. Проф. др Срђан Маринковић, редовни професор Економског факултета у Нишу 3. Проф. др Марко Радичић, редовни професор Економског факултета у Суботици
Комисија за оцену докторске дисертације:	1. Проф. др Борко Крстић, редовни професор Економског факултета у Нишу 2. Проф. др _____ 3. Проф. др _____
Комисија за одбрану докторске дисертације:	1. Проф. др Борко Крстић, редовни професор Економског факултета у Нишу 2. Проф. др _____ 3. Проф. др _____
Датум одбране докторске дисертације:	

Научни допринос докторске дисертације

У раду се проучава актуелни моменат, могућности и ефекти коришћења муниципалних обвезница на српском финансијском тржишту. Сагледава се тренутни правни режим, тј. скуп системских закона којима се регулише начин финансирања локалних јединица.

Дефинишу се узроци недовољне примене овог финансијског инструмента на српском тржишту капитала као и начини за отклањање препрека у циљу његове веће имплементације. У раду се посебно дефинишу и конкретни предлози за побољшање постојеће регулативе која се односи на примену муниципалних обвезница као облика финансирања локалних самоуправа у Републици Србији.

Указује се на улогу и важност муниципалних обвезница као облика финансирања локалне самоуправе. Дефинисане су кључне одлике, сличности и разлика у односу на друге финансијске инструменте. Свеобухватном анализом примера у светској и домаћој пракси доказано је да су муниципалне обвезнице економски најповољнији финансијски инструмент са аспекта задуживања јединица локалне самоуправе.

Research contribution of the doctoral dissertation

The paper examines the current moment, possibilities and effects of the use of municipal bonds in the Serbian financial market. It examines the current legislation, i.e. the set of system laws that regulate the method by which local government units are financed.

The causes of inadequate implementation of this financial instrument in the Serbian capital market are defined, as are the ways to remove the barriers with a view to providing its better implementation. In this paper special attention is paid to defining concrete proposals for the improvement of the existing regulation dealing with the implementation of municipal bonds as a form of financing of local governments in the Republic of Serbia.

The role and importance of municipal bonds as forms of financing local government are indicated. Crucial features, similarities and differences in relation to other financial instruments are defined. A comprehensive analysis of examples from global and national practice has proved municipal bonds to be the economically most favorable financial instrument in situations in which local government units need loans.

**ИЗЈАВА МЕНТОРА О САГЛАСНОСТИ ЗА ПРЕДАЈУ
УРАЂЕНЕ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Овим изјављујем да сам сагласан да кандидат **МИЛОШ ЈОВАНОВИЋ** може да преда Реферату за последипломско образовање Факултета урађену докторску дисертацију под називом **МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО ОБЛИК ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ**, ради организације њене оцене и одбране.

Проф. др Борко Крстић

**STATEMENT OF MENTOR'S CONSENT FOR SUBMISSION OF COMPLETED
DOCTORAL DISSERTATION**

Hereby, I declare that I agree that the candidate **MILOŠ JOVANOVIĆ**, can submit completed doctoral dissertation to the officer for postgraduate education of the Faculty under the name of: **MUNICIPAL BONDS AS A FORM OF LOCAL GOVERNMENTS FINANCE** for the purpose of its evaluation and defense.

Prof. Borko Krstić, Ph.D.

ИЗЈАВА

Под пуном материјалном и моралном одговорношћу изјављујем да је приложена докторска дисертација резултат сопственог научног истраживања и да је коришћена литература на адекватан начин цитирана, без преузимања идеја, резултата и текста других аутора на начин којим се прикрива оригиналност извора. У потпуности преузимам одговорност за спроведено истраживање, анализу, интерпретацију података и закључке.

Милош Јовановић

У Нишу, дана 16.06.2014. године

S T A T E M E N T

With due material and moral responsibility, hereby I declare that the doctoral dissertation is the result of personal scientific research and that the references used are cited adequately without use of ideas, results and texts of other authors in the way that hides the source's originality. I take the full responsibility for conducted research, analysis, data interpretation and conclusions.

Miloš Jovanović

Niš, 16.06.2014.

МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО ОБЛИК ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ

Сажетак

Све већи захтеви за побољшањем стандарда живота грађана на локалном нивоу изискује значајне потребе локалних власти за новим изворима финансирања. Искуства развијених земаља и чињеница да су традиционални извори финансирања локалних самоуправа недовољни, указује на све већи значај муниципалних обвезница. Аутор истиче значај употребе муниципалних обвезница као неопходан услов економског напретка и развоја локалних нивоа власти. Ставља акценат на праксу развијених земаља и даје савремену анализу појма, врста и карактеристика муниципалних обвезница, те правног оквира поступка издавања и економске оправданости њиховог коришћења.

Посебно је проучено секундарно тржиште муниципалних обвезница и идентификоване су његове битне карактеристике. Указано је на неликвидност секундарног тржишта муниципалних обвезница што за последицу има појаву да институционални инвеститори на њему тргују под повољнијим условима у односу на индивидуалне инвеститоре. Дају се конкретни предлози како би, наспрот многим тржиштима широм света, у Србији заживело ликвидно секундарно тржиште муниципалних обвезница.

Аутор је обрадио активности локалних нивоа власти на тржишту капитала у Србији, њихове могућности, ограничења и услове под којима се задужују на тржишту. На основу спроведеног истраживања, утврђује који би били оптимални приноси ове врсте хартија од вредности на српском финансијском тржишту. Дефинисани су кључни ограничавајући фактори развоја овог сегмента тржишта, са посебним освртом на низак степен развоја финансијског тржишта Србије и његов висок степен банкоцентричности. Извршена је детаљна анализа капацитета потенцијалних инвеститора у муниципалне обвезнице локалних самоуправа у Србији, са посебним освртом на сектор становништва у коме лежи највећи потенцијал неопходан за даљи развој тржишта муниципалног дуга.

Кључне речи: муниципалне обвезнице, локална самоуправа, тржиште капитала

Научна област: Економија

Ужа научна област: Финансије и банкарство

УДК: 336.763.3

336.6:352

MUNICIPAL BONDS AS A FORM OF LOCAL GOVERNMENTS FINANCING

Summary

Increasing demands for the improvement of the standard of living of citizens at the local level result in a great need of the local authorities to find new financing sources. The experience of developed countries and the fact that traditional sources of financing of local governments are insufficient point to the growing importance of municipal bonds. The author emphasizes the importance of the use of municipal bonds as a necessary condition of economic growth and development of local authorities. The author emphasizes the practice of developed countries and presents a contemporary analysis of the concept, types and characteristics of municipal bonds, and also of the legal framework for the procedure of their issuance and economic feasibility of their use.

Special attention is paid to the study of the secondary market of municipal bonds and its main features are identified. The author stresses the insolvency of the secondary market of municipal bonds, whose consequences are reflected in the fact that, compared to individual investors, institutional investors trade under more favorable conditions in this market. Concrete proposals are given so that, contrary to many markets around the world, the liquid secondary market of municipal bonds could be brought to life in Serbia.

The author deals with the activities of local governments in the Serbian capital market, their possibilities, limitations and conditions under which they borrow in the market. Based on the conducted research, the author determines the optimum contributions of this type of securities in the Serbian financial market. Crucial limiting factors of the development of this sector are defined, with a special focus on the low level of development of the Serbian market and a high degree to which this system centers on banks. A detailed analysis of the capacity of potential investors in municipal bonds of local governments in Serbia is made, with an emphasis on the sector of individual citizens, which holds the greatest potential necessary for further market development of the municipal debt.

Key words: municipal bonds, local government, capital markets

Scientific field: Economics

Special topics: Finance and banking

UDC: 336.763.3

336.6:352

ЛИСТА СКРАЋЕНИЦА

АМВАС - American municipal bond assurance corp
АМЕХ - American stock exchange
АМТ - alternative minimum tax
АТС - Alternative trading systems
БДП – бруто друштвени производ
ВАН - bond anticipation notes
GUS - gross underwriter spread
ЕБРД - Европска банка за обнову и развој
ЕИБ - Европска инвестициона банка
ЕММА - Electronic municipal market access
ETF - Exchange traded funds
ЕУ - Европска унија
IDRB - industrial development revenue bonds
ИПСАС - међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор
IPO - initial public offering (иницијална јавна понуда)
КФВ - Немачка развојна банка
LIBOR – Лондонска међубанкарска каматна стопа
МВИА - Municipal bond insurance association
ММФ - Међународни монетарни фонд
MSRB - Municipal securities rulemaking board
NASDAQ - National association of securities dealers automated quotations (највеће ванберзанско тржиште акција у САД)
NAV- Net asset value (нето вредност инвестиционе јединице)
НБС - Народна банка Србије
NRSRO - Nationally recognized statistical rating organization
NYSE - New York stock exchange
ОТС - over the counter market
RAN - revenue anticipation notes
SEC - Securities and Exchange Commission (Комисија за хартије од вредности)
ТАН - tax anticipation notes
УСАИД - Америчка агенција за међународни развој
ЦРХОВ - Централни регистар хартија од вредности

СПИСАК ТАБЕЛА

Табела 1. - Учешће краткорочних муниципалних обвезница на тржишту САД-а у периоду 1990-2010.....	11
Табела 2. - Емисија дугорочних, неопорезивих, опорезивих и АМТ муниципалних обвезница у периоду 1996-2010. на тржишту хартија од вредности САД-а....	15
Табела 3. - Кумулативна историјска стопа кредитног ризика.....	19
Табела 4. - Ефекти муниципалних обвезница.....	22
Табела 5. - Муниципалне обвезнице купљене уз дисконт и продате по номинали.....	28
Табела 6. - Муниципалне обвезнице купљене по номинали и продате уз премију.....	29
Табела 7. - Компарација различитих метода утврђивања цена муниципалних обвезница.....	29
Табела 8. - Пласман муниципалних обвезница путем синдиката покровитеља – „источни рачун“.....	31
Табела 9. - Пласман преостале емисије муниципалних обвезница - „источни рачун“.....	31
Табела 10. - Структура накнаде (<i>spread</i>) коју остварује синдикат покровитеља.....	32
Табела 11. - Тржишно учешће покровитеља на тржишту муниципалних обвезница САД-а у 2011.....	35
Табела 12. - S&P рејтинг и вероватноћа неизвршења обавезе.....	39
Табела 13. - Подаци за кредитне агенције Moody's, S&P и Fitch за 2010. годину.....	43
Табела 14. - Поређење система рангирања рејтинг агенција.....	44
Табела 15. - Компаративна анализа метода продаје муниципалних обвезница.....	57
Табела 16. - Секундарно тржиште муниципалним обвезницама у САД-у.....	61
Табела 17. Кретање цена муниципалних обвезница са фиксним приносом у односу на обим трговања у 2010. години.....	65
Табела 18. - Утицај брокерско дилерске провизије на принос по доспећу код индивидуалног и институционалног инвеститора у муниципалне обвезнице.....	66
Табела 19. - Просечна дисперзија цене код муниципалних обвезница са фиксним приносом у 2010. години.....	66
Табела 20. - Учешће инвеститора на тржишту муниципалних обвезница у периоду 1996-2011.....	69
Табела 21. - Водећи Муни ЕТФ-ови по основу величине активе и рајтингу.....	77
Табела 22. - Компарација Муни ЕТФ-а и отворених инвестиционих фондова.....	81

Табела 23. - Стопе неизвршења обавеза у САД-у по секторима (1970-2011.).....	112
Табела 24. - Услови одобравања кредита ЕБРД-а у Србији.....	134
Табела 25. - Услови одобравања кредита ЕИБ-а.....	135
Табела 26. - Услови одобравања кредита КfW –а.....	136
Табела 27. - Ниво задужености локалних самоуправа у Србији.....	140
Табела 28. - Услови одобравања дугорочних кредита комерцијалних банака.....	141
Табела 29. - Услови под којима се задужују локалне самоуправе емисијом обвезница.....	144
Табела 30.- Нови кандидати за издавање муниципалних обвезница у 2013. години.....	144
Табела 31. - Компаративна анализа различитих облика задуживања локалних самоуправа у Србији.....	147
Табела 32. - Просечно кретање каматних стопа на финансијском тржишту Србије у периоду 2009-2013.....	155
Табела 33. - Приноси општинских обвезница у земљама у окружењу.....	157
Табела 34. - Рачуноводствени системи и стандарди.....	161
Табела 35. - Учешће у укупном финансијском сектору Србије (у %).....	165
Табела 36. - Регулатива инвестирања осигуравајућих компанија у Србији.....	170
Табела 37. - Потенцијал осигуравајућих компанија у Србији за улагање на тржишту муниципалних обвезница.....	171
Табела 38. - Нето имовина у сектору добровољних пензионих фондова.....	174
Табела 39. - Потенцијал домаћих приватних пензионих фондова.....	177
Табела 40. - Вредност имовине инвестиционих фондова у Републици Србији.....	182
Табела 41. - Потенцијал домаћих инвестиционих фондова.....	182
Табела 42. - Понуде за покровитеља I емисије муниципалних обвезница у Србији.....	185
Табела 43. - Ток пројекта издавања муниципалних обвезница.....	187
Табела 44. - Компаративна анализа улагања у муниципалне обвезнице и девизну штедњу.....	194
Табела 45. - Обим девизне штедње у Србији у периоду 2001-2012.....	194
Табела 46. - Задуживање локалних јединица муниципалним обвезницама у Хрватској.....	203
Табела 47. - Задуживање локалних јединица муниципалним обвезницама у РС.....	206
Табела 48. - Муниципалне обвезнице у портфељу Инвестиционо развојног фонда Црне Горе.....	209

Табела 49. - Емисија муниципалних обвезница у европским земљама у периоду 2000-2007.....	211
Табела 50. - Тржиште муниципалних обвезница у Немачкој.....	214
Табела 51. - Муниципални дуг по регионима у Италији у 2013. години.....	219
Табела 52. - Развој тржишта муниципалних обвезница у Пољској у периоду од 1997-2012.....	222
Табела 53.- Структура инвеститора на тржишту муниципалних обвезница Пољске....	223
Табела 54.- Емисија муниципалних обвезница у периоду 2001-2011.....	223
Табела 55. - Јавне емисије муниципалних обвезница у периоду 2003-2011.....	228
Табела 56. - Секундарна трговина листираних обвезница на Букурештанској берзи....	229
Табела 57. - Компарација различитих техника емисије муниципалних обвезница у Мађарској.....	232
Табела 58. - Дуг локалних самоуправа у Мађарској у периоду 2003-2011.....	233
Табела 59. - Учешће највећих градова: Прага, Брна, Остраве и Плзена у укупном дугу.....	236
Табела 60. - Структура дуга општина у Чешкој у периоду 2001-2006.....	238
Табела 61. - Однос тржишне капитализације и БДП по земљама.....	242
Табела 62. - Укупан промет на Београдској берзи у периоду од 2005-2012. године.....	243

СПИСАК СЛИКА И ГРАФИКА

Слика 1. - Предности издавања муниципалних обвезница.....	21
График 1. - Учешће водећих покровитеља у периоду 1999-2011.....	36
Слика 2. - Поступак утврђивања кредитног рејтинга од стране рејтинг агенције.....	41
График 2. - Разлика у накнади покровитеља емисије у односу на метод продаје (1988-2009).....	53
График 3. - Употреба методе продаје путем преговора у укупним емисијама муниципалних обвезница.....	55
Слика 3. - Тржиште муниципалних обвезница у САД по секторима у 2011. год.....	71
График 4. - Вредност имовине ЕТФ-ова у периоду 1993-2011.....	73
График 5. - Могући облици криве приноса.....	87
График 6. - Ефекат времена на вредност обвезнице при фиксној дисконтној стопи.....	89
График 7. - Компаративна анализа 10-годишње кумулативне стопе неизвршења обавеза корпоративних и муниципалних обвезница инвестиционог разреда.....	105
График 8. - Процент осигураних муниципалних обвезница на тржишту САД-а у периоду 1980-2011.....	107
График 9. - Кретање броја рејтингованих муниципалних обвезница у периоду 1970-2011.....	109
График 10. - Компаративна анализа кредитног рејтинга муниципалних и корпоративних обвезница у 2011. години.....	110
График 11. - Просечна кумулативна стопа неизвршења обавеза код муниципалних обвезница.....	111
Слика 4. - Учешће банака на кредита локалних власти тржишту.....	137
График 12. - Број задужених локалних самоуправа по годинама.....	138
График 13. - Примања од задуживање локалних власти по годинама	139
График 14. - Графички приказ утврђивања капацитета задуживања локалне самоуправе.....	150
График 15. - Управљање активом од стране финансијских институција.....	152
График 16. - Тренутни приноси на динарске пласмане у Србији (2012 година).....	158
Слика 5. - Максимална изложеност домаћих инвеститори према једном издаваоцу....	166
График 17. - Компарација показатеља развијености сектора осигурања у 2010.г.....	168

Слика 6. - Структура укупне имовине добровољних пензионих фондова.....	175
Слика 7. - Тржишно учешће инвестиционих фондова у Србији у 2013. години.....	182
Слика 8. - Временски план издавања обвезница.....	188
Слика 9. - Величина тржишта муниципалних обвезница по земљама ЕУ27.....	212
График 18. - Укупан број емисија немачких покрајна по годинама.....	213
График 19. - Укупан обим емисија немачких покрајна по годинама.....	213
Слика 10. - Структура дуга по макро-регионима.....	216
Слика 11. - Структура дуга по територијалној организацији.....	216
Слика 12. - Структура муниципалног дуга по основу инструмента дуга.....	217
График 20. - Учешће појединих обвезница у укупном промету на тржишту обвезница Румуније.....	226
График 21. - Кретање дуга локалних самоуправа у периоду 2005-2011.....	234

САДРЖАЈ

ПРВИ ДЕО

УВОДНА РАЗМАТРАЊА

1. Предмет, циљ и оквир истраживања.....	1
--	---

ДРУГИ ДЕО

ПОЈАМ, КАРАКТЕРИСТИКЕ И УЧЕСНИЦИ НА ТРЖИШТУ

МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

1. РАЗВОЈ ТРЖИШТА МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА.....	6
1.1 Појам муниципалних обвезница.....	8
1.2 Врсте муниципалних обвезница.....	10
1.3 Карактеристике муниципалних обвезница	18
1.3.1 Предности и ефекти издавања муниципалних обвезница.....	20
1.3.2 Ризици улагања у муниципалне обвезнице.....	22
2. УЧЕСНИЦИ У ПОСТУПКУ ЕМИСИЈЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА.....	25
2.1 Финансијски саветник и његова улога у поступку емисије.....	26
2.2 Улога покровитеља емисије.....	27
2.2.1 Синдикат покровитеља.....	30
2.2.2 Утицај покровитеља на висину трошкова задуживања.....	34
2.3 Правни саветник и његов значај у емисији муниципалних обвезница.....	36
2.4 Значај рејтинг агенција у поступку емисије	38
2.4.1 Водеће рејтинг агенције и њихове методологије.....	42
2.4.2 Рејтинг агенције и сукоб интереса.....	44

ТРЕЋИ ДЕО

ПРИМАРНО И СЕКУНДАРНО ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

1. МЕТОДЕ ПРОДАЈЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА	50
1.1 Тендерска продаја обвезница.....	51
1.2 Продаја путем преговора.....	52
1.3 Компаративна анализа метода продаје.....	52

2. ЛИКВИДНОСТ ТРЖИШТА МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА.....	57
2.1 Утврђивање цене на секундарном тржишту муниципалних обвезница.....	62
2.2 Трошкови трговања муниципалним обвезницама.....	64
3. ИНВЕСТИТОРИ НА ТРЖИШТУ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА.....	68
3.1 Инвестициони фондови.....	70
3.1.1 Exchange traded funds (ЕТФ)	71
3.1.2 <i>Exchange traded funds</i> муниципалних обвезница (Муни ЕТФ).....	74
3.1.3 Предности улагања у ЕТФ муниципалних обвезница.....	78

ЧЕТВРТИ ДЕО

ВРЕДНОВАЊЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

1. ВРЕДНОВАЊЕ РАЗЛИЧИТИХ ВРСТА МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА.....	83
1.1 Вредновање муниципалних обвезница без уговорних клаузула.....	86
1.1.1 Вредновање обвезница у периоду између две исплате купона.....	90
1.2 Вредновање муниципалних обвезница са уговорним клаузулама.....	91
1.2.1 Вредновање обвезница са укљученом кол опцијом.....	96
1.2.2 Вредновање обвезница са укљученом пут опцијом.....	99

ПЕТИ ДЕО

КРИЗА НА ТРЖИШТУ МУНИЦИПАЛНОГ ДУГА

1. ОСИГУРАЊЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА.....	103
1.1 Поступак осигурања муниципалних обвезница.....	105
1.2 Криза на тржишту осигурања муниципалних обвезница	106
2. ИСТОРИЈА НЕИЗМИРЕЊА ОБАВЕЗА ПО ОСНОВУ ЕМИТОВАНИХ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА.....	109

ШЕСТИ ДЕО

ДЕЦЕНТРАЛИЗАЦИЈА И РАВНОМЕРНИ ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ

1. ФИСКАЛНА ДЕЦЕНТРАЛИЗАЦИЈА КАО ЈЕДАН ОД УСЛОВА РАЗВОЈА ТРЖИШТА МУНИЦИПАЛНОГ ДУГА.....	114
1.1 Предности и мане фискалне децентрализације.....	116
1.2 Фискална децентрализација Србије	118
2. МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ У ФУНКЦИЈИ РАВНОМЕРНОГ РЕГИОНАЛНОГ РАЗВОЈА.....	122

СЕДМИ ДЕО

МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ У СИСТЕМУ ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ У СРБИЈИ

1. АКТИВНОСТИ ЛОКАЛНИХ ВЛАСТИ НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА У СРБИЈИ.....	129
1.1 Кредитно финансирање локалне самоуправе.....	130
1.1.1 Међународне финансијске институције као кредитор локалних јединица.....	132
1.1.2 Домаће комерцијалне банке на тржишту кредита локалних самоуправа.....	136
1.1.3 Кредитирање локалних самоуправа у Србији емитовањем муниципалних обвезница.....	142
1.1.4 Компаративна анализа различитих облика финансирања.....	144
1.2 Могућности и ограничења задуживања локалних самоуправа.....	149
1.3 Услови задуживања локалних јединица на финансијском тржишту.....	154
1.4.Транспарентно пословање локалних самоуправа као услов развоја тржишта муниципалних обвезница у Србији.....	159
2. СТЕПЕН РАЗВОЈА И ПОТЕНЦИЈАЛ ИНСТИТУЦИОНАЛНИХ ИНВЕСТИТОРА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ.....	164
2.1 Осигуравајућа друштва	166
2.2 Приватни пензиони фондови.....	171
2.3 Инвестициони фондови.....	177
3. ЕМИСИЈА МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ.....	184
3.1 Поступак издавања обвезница.....	185
3.2 Ризици којима су изложене локалне самоуправе у поступку емисије муниципалних обвезница.....	190
3.3 Муниципалне обвезнице као нови облик штедње у Србији.....	193
4. ПРАВНИ ОКВИР ЕКОНОМСКОГ ДЕЛОВАЊА ОПШТИНА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ	197

ОСМИ ДЕО

ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У ЗЕМЉАМА У РЕГИОНУ И ЗЕМЉАМА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

1. ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У РЕПУБЛИЦИ ХРВАТСКОЈ.....	201
2. ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ.....	205
3. ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У РЕПУБЛИЦИ ЦРНОЈ ГОРИ.....	208
4. ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У ЗЕМЉАМА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ.....	210
4.1 Тржиште муниципалних обвезница у Немачкој.....	212
4.2 Тржиште муниципалних обвезница у Италији.....	215
4.3 Тржиште муниципалних обвезница у источно-европским земљама.....	219
4.3.1 Развој тржишта муниципалних обвезница у Пољској.....	220
4.3.2 Развој тржишта муниципалних обвезница у Румунији.....	225
4.3.3 Развој тржишта муниципалних обвезница у Мађарској.....	230
4.3.4 Развој тржишта муниципалних обвезница у Чешкој.....	235

ДЕВЕТИ ДЕО

МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ У ФУНКЦИЈИ РАЗВОЈА ТРЖИШТА КАПИТАЛА У СРБИЈИ

1. ЗНАЧАЈ ТРЖИШТА МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА ЗА ДАЉИ РАЗВОЈ ТРЖИШТА КАПИТАЛА У СРБИЈИ.....	240
1.1 Карактеристике тржиште капитала у Србији.....	241
1.2 Значај тржишта муниципалног дуга за раст ликвидност на тржишту капитала	245

ДЕСЕТИ ДЕО

ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА.....	248
---------------------------------	------------

ЛИТЕРАТУРА.....	257
------------------------	------------

БИОГРАФИЈА.....	265
------------------------	------------

ПРИЛОГ 1.....	267
----------------------	------------

ПРИЛОГ 2.....	268
----------------------	------------

ПРИЛОГ 3.....	269
----------------------	------------

ПРВИ ДЕО - УВОДНА РАЗМАТРАЊА

1. Предмет, циљ и оквир истраживања

Све израженији процес децентрализације и све значајнија улога и одговорност локалне власти у развоју локалне инфраструктуре, захтева и неминован процес децентрализације и у јавним финансијама једне земље. Стални раст потреба за побољшањем јавних услуга и истовремено хроничан недостатак финансијских средстава за подмирење локалних јавних потреба захтева да се решења траже у новим облицима финансирања локалних нивоа власти. Свесне своје нове улоге, нижи нивои власти многих земаља дефинишу своје локалне стратегије економског развоја и доносе акционе планове за њихово успешно имплементирање. Но у том смислу поставља се питање да ли локални буџети, који су пре свега социјално оријентисани и малих укупних вредности, могу да испрате стратешке пројекте дефинисане стратегијама локалног економског развоја. Чест је случај да се због наглашеног социјалног елемента и непостојања законске обавезе да одређени део локалних буџета буде усмерен ка финансирању развојних пројеката, остваривање циљева предвиђених стратегијом локалног економског развоја бива угрожено непостојањем потребне количине финансијских средстава.

Убрзани процес урбанизације и унапређење јавних услуга у циљу задовољења све већих потребе становништва на локалним нивоима је глобални тренд који не заобилази ни Србију. Обзиром да су потребе за инвестицијама често далеко веће од количине средстава које се за те потребе издвајају из буџета, локални нивои власти су принуђени да се окрену и другим изворима финансирања поред већ заступљених традиционалних облика прикупљања јавних прихода. Из тих разлога, муниципалне обвезнице су временом добијале на значају и данас се све чешће користе као облик финансирања локалних власти.

Пример америчког тржишта муниципалних обвезница (које чини 97.5% светског тржишта муниципалног дуга) сугерише земљама у транзицији да овакав вид задуживања омогућава локалним владама финансирање њихових растућих потреба. Свакако да треба истаћи да у земљама у транзицији стварање активног тржишта муниципалних обвезница у великој мери зависи од степена развоја тржишта капитала. Најпре мора да уследи развој институција тржишта капитала попут инвестиционих и пензионих фондова, као и институција која се баве животним осигурањем, јер су то

првенствено инвеститори, поред сектора становништва, које и занима овакав вид дугорочног улагања.

Муниципалне обвезнице представљају дужничке хартије од вредности које емитују локални органи власти (градови, општине и друге локалне заједнице) како би прибавили средства потребна за финансирање капиталних пројеката или за потребе измирења обавеза према повериоцима, а којима се локалне јединице обавезују да ће вратити позајмљени новац са припадајућом каматом за одређени временски период. Њиховим издавањем јединице локалне самоуправе се задужују на терет будућих прихода који се могу очекивати од пројеката у које се улаже или уопште од фискалних прихода које ће јединица локалне самоуправе остварити у будућности. На овај начин локална власт долази до релативно јефтиног извора финансирања одређених пројеката или буџетског дефицита, док инвеститори са друге стране добијају сигурну инвестицију.

Анализирајући искуства и карактеристике финансијског тржишта развијених земаља, у раду се указује на улогу и важност муниципалних обвезница као инструмента финансирања локалних нивоа власти. Дефинишу се кључне одлике, сличности и разлике у односу на друге финансијске инструменте. Указује се на посебности коришћења овог финансијског инструмента на развијеним тржиштима и тржиштима у транзицији. Рад превасходно истражује актуелни моменат, могућности и ефекте коришћења ове врсте дужничких хартија од вредности на српском финансијском тржишту. Сагледава се тренутни правни режим, тј. скуп системских закона којима се регулише начин финансирања локалних јединица власти. У раду се дефинишу основни узроци недовољне примене овог финансијског инструмента на српском тржишту капитала и начини за отклањање препрека у циљу његове веће имплементације. У тој анализи акценат се првенствено ставља на сектор становништва у коме лежи највећи потенцијал неопходан за даљи развој овог сегмента финансијског тржишта. Дефинишу се конкретни предлози за побољшање постојеће регулативе и указује на улогу и важност развоја тржишта муниципалних обвезница у Републици Србији. Анализирајући примере у светској и домаћој пракси, указује се на опште прихваћен став да су муниципалне обвезнице економски најповољнији финансијски инструмент са аспекта задуживања јединица локалне самоуправе. Србија је годинама чекала на стварање адекватног правно-институционалног амбијента како би емитовање ових обвезница било омогућено. Већина препрека које су стајале на путу развоја тржишта муниципалних обвезница у Србији отклоњено је крајем 2011. Поред тога, креатори

финансијског тржишта Србије морају да учине максималне напоре како би поред примарног тржишта, насупрот многим тржиштима широм света, заживело ликвидно секундарно тржиште муниципалних обвезница. Из тих разлога се у раду посебно анализирају искуства развијених земаља у погледу ликвидност секундарног тржишта муниципалних обвезница. Та искуства, у најкраћем, показују да се ради о неликвидним тржиштима, па се у раду акценат ставља на основне факторе који чине секундарно тржиште ових хартија од вредности неликвидним. Истовремено, указује се на неопходне кораке које регулаторне власти и креатори финансијског тржишта у Србији морају да учине, како би секундарно тржиште муниципалних обвезница у Србији заживело и било значајан замајак у даљем развоју српског тржишта капитала и српске привреде.

Поред стабилног и ефикасног банкарског система, највећи изазов са којим се сусрећу земље у транзицији, а међу њима и Србија, је развој тржишта капитала са великим бројем финансијских институција и финансијских инструмената. Све већа и учесталија појава муниципалних обвезница локалних самоуправа је неопходан услов за даљи развој финансијског тржишта, јер неликвидно финансијско тржиште Србије има велику потребу за новим финансијским инструментима. Институционални инвеститори попут осигуравајућих компанија и пензионих фондова немају на располагању довољан број квалитетних хартија од вредности у које могу улагати у складу са важећим прописима који регулишу њихову област. Задуживање локалних нивоа власти путем емисије муниципалних обвезница добијају сви. На финансијском тржишту јавља се нови финансијски инструмент, долази до веће заинтересованости домаћих и страних инвеститора, расте тржишна капитализација и ликвидност и све то значајно утиче на развој тржишта капитала једне земље. Индивидуални инвеститори, грађани и правна лица, улажу у ове хартије од вредности и имају зараду од њих, а истовремено се та иста средства користе за унапређење квалитета њиховог живота на локалном нивоу у виду развоја различитих инфраструктурних пројеката. На овај начин локална самоуправа долази до дугорочних и јефтених извора финансирања.

Тржиште муниципалног дуга у Србији је у повоју обзиром да је тек од 2005. године, доношењем Закона о јавном дугу, омогућено задуживање локалне самоуправе на финансијском тржишту. До сада су у Србији само две локалне самоуправе емитовале муниципалне обвезнице, па се у раду између осталог анализирају фактори који ограничавају убрзани развој тржишта муниципалних обвезница. Између осталог, у раду се посебан акценат ставља на прописана ограничења у погледу капацитета задуживања

локалних самоуправа, која су дефинисана законима Републике Србије, која по нашем мишљењу захтевају одређене корекције и допуне јер њихова истоветна примена на све локалне самоуправе у Србији није практична и економски оправдана. Главни аргументи за овакаву констатацију леже у томе да кредитна способност неких локалних самоуправа превазилази законска ограничења, док са друге стране постоје и локалне самоуправе чија је кредитна способност испод законом утврђеног ограничења.

Поред ограничења дефинисаних законима Републике Србије, а којима се првенствено дефинише капацитет задуживања локалних самоуправа, у раду се посебно анализирају услови на тржишту и степен развоја финансијског тржишта Србије као додатни ограничавајући фактор код задуживања јединица локалне самоуправе. Због недостатка праве конкуренције у виду инвестиционих, пензионих фондова и осигуравајућих компанија, банкоцентричан финансијски систем представља ограничавајући фактор код задуживања локалних самоуправа у Србији. Поред високе цене капитала због недостатка праве конкуренције, проблем код финансирања локалних власти представља и ограничен број банака спремних за финансирање локалне самоуправе. Стварање услова за убрзани развој финансијских посредника на финансијском тржишту Србије је неопходно у циљу развоја привреде и финансијског система земље. Институционални инвеститори у развијеним финансијским системима својом флексибилношћу и ефикасношћу успевају да буду прави конкуренти доминантном банкарском сектору. Они данас чине незаобилазан и саставни део развијених финансијских тржишта који подстичу развој финансијских иновација, развој тржишта капитала, подстичу раст штедње и јачање конкуренције међу учесницима на финансијском тржишту.

**ДРУГИ ДЕО – ПОЈАМ, КАРАКТЕРИСТИКЕ И УЧЕСНИЦИ НА ТРЖИШТУ
МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА**

1. Развој тржишта муниципалних обвезница

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

Тржиште муниципалних обвезница САД-а се у својој скоро два века дугој историји развило у највеће тржиште овог типа. Раст и развој овог тржишта делом је и заслуга карактеристичне децентрализоване федералне структуре америчке државе. Величина овог тржишта данас износи преко 3,7 билиона америчких долара, што представља око 24% бруто друштвеног производа САД-а. О величини овог тржишта најбоље говори податак да постоји преко 50.000 емитента (градова, дистрикта, болница...) који нуде своје обвезнице са различитом кредитном структуром, различитим доспећем, тако да је данас активно негде око 1,5 милиона различитих муниципалних обвезница само на америчком тржишту капитала. Најчешћи њихови купци су физичка лица, инвестициони фондови, осигуравајуће компаније и банке.

Статистика говори да физичка лица са уделом од 51% представљају једне од највећих улагача у ове дужничке хартије од вредности. Са друге стране, на америчком тржишту акција имамо негде око 10.000 емитента чије су акције листиране на берзама. Овај податак нам додатно говори о величину и значају тржишта муниципалних обвезница. Давне 1902. године дуг локалних нивоа власти у САД-у износио је 27\$ по глави становника да би 1927 године достигао ниво од 125\$ по глави становника. Године 1960. величина овог тржишта износила је око 60 милијарди долара да би за наредних 20 година порасло за 611% односно на 360 млрд УС долара. Крајем 20 века, тачније 1998. тржиште муниципалних обвезница је достигло ниво од 1,7 билиона УС долара, а према званичним подацима Федералних резерви САД-а почетком децембра 2011. године укупна задуженост америчких локалних ниво власти износила је 3,7 билиона долара.¹

Пример америчког муниципалног тржишта сугерише земљама у транзицији да овакав вид задуживања омогућава локалним владама финансирање њихових растућих потреба. Свакако да треба истаћи да у земљама у транзицији стварање активног тржишта муниципалних обвезница у великој мери зависи од степена развоја тржишта капитала. Најпре мора да уследи развој институција тржишта капитала попут инвестиционих и пензионих фондова, као и институција која се баве животним осигурањем, јер су то првенствено инвеститори које и занима овакав вид дугорочног улагања.

У Европи, последњих десет година, највише емитента муниципалних обвезница је присутно у Немачкој, Италији, Шпанији, Финској, Великој Британији, Француској и Шведској. Од укупно емитованих обвезница у Европи, 2/3 је емитована од стране локалних власти у Немачкој. За Европу је карактеристично да се готово у свим државама локални ниво власти финансирају већим делом путем банкарских кредита па тако на пример у Шпанији муниципалне обвезнице чине око 6,5% од укупног нивоа задужености локалних власти, у Италији не прелазе више од 2%, док у Немачкој муниципалне обвезнице чине свега 1,2% од укупног дуга општинских власти. У земљама Источне Европе задуживање путем обвезница је нешто популарније па тако обвезнице носе 27,5% задужености локалних нивоа власти у Чешкој, 21,7% у Естонији, 18,2% у Мађарској и 12% у Словачкој².

¹ Mayraj Fahim, 2012. Municipal bonds have been issued by US local government since 1812, <http://www.citymayors.com/finance/bonds.html#Anchor-47383>

² Swianiewicz P., Local government borrowing: risks and rewards, OSI, Budapest 2004

1.1 Појам муниципалних обвезница

Убразани процес урбанизације и све већи захтеви и потребе за побољшањем стандарда живота грађана на локалном нивоу свакако изискује и значајне потребе локалних власти за новим изворима финансирања. Постоје више начина како једна општина обезбеђује преко потребна средства за финансирање локалног економског развоја, а пракса многих земаља показује да традиционални облици прикупљања јавних прихода нису довољни. Један од начина финансирања локалних развојних пројеката је финансирање по основу остварених текућих прихода општине тзв. *pay as you go* систем. Међутим, уколико се локалне власти ослоне искључиво на овај вид финансирања, капитална инвестиција лимитирана је оствареним приходима општине у датом периоду. Други, не тако чест облик финансирања локалних пројеката је на бази ранијих прихода тј. зарада локалне самоуправе која се остварује већим приливима у односу на расходе у одређеном периоду. Трећи, најчешћи облик финансирања је путем задуживања локалних власти код банака на бази својих будућих прихода. Трансфери општинама из државног буџета представља четврти и веома чести облик финансирања локалних капиталних пројеката. У међународној пракси све је присутније и партнерство приватног и јавног сектора (општине) у реализацији одређених пројеката, првенствено у развоју комуналних услуга, обнови и унапређењу локалне инфраструктуре, а све у циљу пружања квалитетније услуге корисницима уз знатно ниже трошкове него што би то био случај код јавних инвестиција. Међутим, као што је и на почетку истакнуто, сви горе набројани традиционални видови финансирања локалног економског развоја су недовољни, а то показује и пракса развијених земаља. Из тих разлога муниципалне обвезнице су временом добијале на значају и данас се све чешће користе као облик финансирања локалних власти поготово у земљама у развоју. Посебно треба посматрати америчко тржиште муниципалних обвезница, тржиште које се развијало више стотина година и по свим мерилима израсло у главну компоненту светског кредитног тржишта.

Америчка Комисија за хартије од вредности (U.S. Securities and Exchange Commission), регулаторно тело америчког финансијаког тржишта, дефинише муниципалне обвезнице као “дужничке хартије од вредности које може да издаје држава, град, округ или неки други државни ентитет у циљу финансирања капиталних пројеката као што је изградња школа, путева или комуналних система, као и у циљу

финансирања својих текућих финансијских обавеза. Инвеститори који купују обвезнице уствари позајмљују новац емитенту који гарантује да ће редовно плаћати камату, обично су то полугодишња плаћања, као и да ће у дефинисаном периоду извршити повраћај главнице .“³

Општинске обвезнице (*енг. Municipal Bonds ili Munis*) се могу одредити као дужничке хартије од вредности које емитују јединице локалне самоуправе (не њихови органи, што је грешка која се често среће у правној литератури)⁴ како би прибавиле средства потребна за финансирање капиталних пројеката (планираних или започетих) или за обезбеђивање средстава којима би се намирили повериоци, а којима се локалне јединице обавезују да ће вратити позајмљени новац са припадајућом каматом за одређени временски период. Њиховим издавањем јединице локалне самоуправе се задужују на терет будућих прихода који се могу очекивати од пројеката у које се улаже или уопште од фискалних прихода које ће јединица локалне самоуправе остварити у будућности.⁵

Из напред наведених дефиниција можемо констатовати да су муниципалне обвезнице један облик задуживања локалних нивоа власти на тржишту капитала првенствено у циљу финансирања капиталних пројеката. Емитент обично овим путем долази до јефтијнијег извора финансирања у односу на банкарски кредит, а са друге стране инвеститори који су склони конзервативном тј. мање ризичном улагању, добијају релативно сигурну инвестицију. Да ова врста обвезнице углавном спада у сигурну инвестицију са аспекта инвеститора (купца обвезнице), говори и податак да је на америчком тржишту, пре светске финансијске кризе 2007. године, 57% новоемитованих муниципалних обвезница било додатно осигурано код осигуравајућих компанија и да су оне углавном носиле кредитни рејтинг „ААА“ добијен од стране

³ <http://www.sec.gov/answers/bondmun.htm>

⁴ Само јединице локалне самоуправе имају својство правног лица тј. способност да буду пуноправни учесници у правном промету и да поседују имовину . Таква ситуације је барем у Србији, у неким другим државама, нпр. Енглеској, горња дефиниција била би тачна јер тамо органи локалних јединица имају правни субјективитет, својство правног лица. Органи јединица локалне самоуправе у Републици Србији (општина и градова) у правном промету иступају у име и за рачун јединица локалне самоуправе.

⁵ Вучетић Д., Јовановић М.,2011., „Правно економске поставке коришћења општинских обвезница за финансирање локалног економског развоја и унапређење конкурентности јавног сектора у Републици Србији“, Зборник радова :Унапређење конкурентске предности јавног и приватног сектора умрежавањем компетенција у процесу европских интеграција, Економски факултет у Нишу: стр.177.

реномираних рејтинг агенција. Намена муниципалних обвезница може бити јако широка и углавном се прикупљени новац користи за изградњу локалне инфраструктуре као што су путеви, школе, болнице, комунална инфраструктура, користе се средства за финансирање пројеката заштите животне средине и обновљивих ресурса и сл.

1.2 Врсте муниципалних обвезница

Америчко тржиште муниципалних обвезница, са својом скоро двеста година дугом традицијом, је најбоље у циљу сагледавања широког спектра муниципалних обвезница. Анализирајући америчко тржиште капитала, могуће је муниципалне обвезнице разврстати по основу: 1) рока доспећа, 2) сигурности отплате дуга, 3) врсти гаранције, 4) врсти приноса, 5) различитог пореског третмана, 6) специјалних клаузула које садрже, 7) деноминације главнице, 8) начина отплате главнице.

1) Са становишта рока доспећа постоје краткорочне и дугорочне муниципалне обвезнице.

Краткорочне муниципалне обвезнице су са роком доспећа до једне године и обично се називају муниципалне ноте. Оне се издају у циљу превазилажења тренутне неликвидности локалних нивоа власти због временског непоклапања прилива и одлива у локалном буџету. Локална власт се у овом случају краткорочно задужује јер очекује повећање својих прихода у релативно кратком року од на пример планираног повећања пореза, већих трансфера од стране државе или боље наплате текућих потраживања. Основни типови муниципалних нота су:

- *Tax Anticipation Notes (TAN)* – које се емитују у случају настанка проблема у динамици наплате пореза и када се са сигурношћу зна да ће се у догледно време тај порез и наплатити. Овим се општини омогућава да нема застоја у финансирању одређеног капиталног пројекта, које би засигурно и било у случају да се чека на наплату пореза.

- *Revenue Anticipation Notes (RAN)* – представља краткорочно задуживање на бази будућих прихода пројекта у који се инвестира. Очекује се да приходи које ће доносити инвестиција буду довољни и за покриће краткорочног дуга. Власници ових хартија од вредности обично су ослобођени пореза на остварени приход од камата.

- *Bond Anticipation Notes (BAN)* – емитује се у циљу краткорочног финансирања пројекта и оне претходе некој другој, по обиму већој, емисији обвезница.

Ова муниципална нота се обично емитује у случају да емитент из неког разлога жели да одложи будућу већу емисију обвезница или жели да финансира више пројеката једном већом емисијом. Нова и по обиму већа емисија муниципалних обвезница између осталог служи и за финансирање тј. отплату раније емитоване муниципалне ноте.

Дугорочне муниципалне обвезнице се карактеришу роком доспећа дужим од једне године и служе за финансирање капиталних локалних јавних добара.

Табела 1. Учешће краткорочних муниципалних обвезница на тржишту САД-а у периоду 1990-2010

Година	Емисија краткорочних муниципалних обвезница (у млрд \$)	Учешће краткорочних мун.обвезница у укупним емисијама (%)
1990	34,8	21,6
1991	44,4	20,7
1992	43	15,6
1993	47,5	14,1
1994	40,4	19,9
1995	38,4	19,8
1996	41,7	18,7
1997	46,4	17,8
1998	34,7	11
1999	36,7	14,3
2000	41,2	17,5
2001	56,9	16,7
2002	72,4	16,9
2003	69,8	15,6
2004	56,9	13,8
2005	50,5	11
2006	44	10,3
2007	57,9	12
2008	60,8	13,6
2009	64,7	13,7
2010	65,3	13,1

Извор: Thomson Reuters

Након 1990. присутан је пад каматних стопа код дугорочних аранжмана, значајан раст дугорочног финансирања и све већа употреба алтернативних начина задуживања попут употребе варијабилних каматних стопа што ће утицати на значајно смањење учешћа краткорочних муниципалних обвезница у укупним емисијама (табела 1).

2) Са аспекта сигурности отплате дуга и новчаног тока који из њих произилази, у основи разликујемо две врсте муниципалних обвезница:

- опште обавезујуће обвезнице (*General obligation bond*)
- доходне или приходне обвезнице (*Revenue bonds*)

Опште обавезујуће обвезнице се емитују на бази пореске снаге издаваоца, односно емитент има обавезу да исплати дуг (камате и главницу) из било којег извора прихода локалне самоуправе. Имајући у виду да исплату дуга локална власт гарантује свим својим приходима, ове обвезнице представљају сигуран вид улагања за инвеститоре. Ове обвезнице се још називају *voter approved* (у преводу: одобрене гласањем) јер њихово издавање могу одобрити искључиво представничко тело локалне самоуправе-скупштина или грађани изјашњавањем путем референдума.

Доходне или приходне обвезнице се емитују у циљу финансирања појединих пројеката или предузећа са циљем остваривања прихода од конкретног пројекта. Наплата камате и главнице од стране инвеститора осигурана је залагањем прихода које остварује реализован пројекат или финансирано предузеће. Њих најчешће издају аеродроми, болнице, предузећа за путеве и лучке власти. Тако на пример наплата аеродромских такси представљају приходе из којих се сервисирају обавезе по основу емитованих муниципалних обвезница за изградњу аеродрома. Будући да приходне обвезнице носе нешто већи ризик у односу на опште обавезујуће обвезнице, оне су најчешће и осигуране код неке осигуравајуће куће која се обавезује да исплати камату и главницу у случају да емитент није у могућности да то уради.

Као посебне врсте приходних обвезница можемо издвојити *Conduit bonds* - обвезнице емитоване у име трећих лица и *IDRB-Industrial Development Revenue Bonds* - обвезнице за подстицај индустријског развоја.

Conduit bonds су муниципалне обвезнице емитоване од стране државних агенција у циљу финансирања трећих лица (обично приватних ентитета-школа, болница, музеја...) у процесу реализацији пројеката од јавног значаја. Корисници средстава, а не државна агенција која емитује обвезнице, су обвезници по питању плаћања камате и главнице по доспећу обвезнице. Ове обвезнице такође нису гарантоване од стране емитента тј. државне агенције.

IDRB-Industrial Development Revenue Bonds – су обвезнице за подстицај индустријског развоја и спадају у групу приходних обвезница емитованих у име трећих лица. У циљу подстицаја индустријског и економског развоја неког региона, владине агенције могу емитовати муниципалне обвезнице у корист приватних корпорација. Ово

су у суштини корпоративне обвезнице које се под изговором привредног развоја неког региона емитују преко државних агенција. Обзиром да су то обвезнице чију су приходи изузети од плаћања пореза оне из тих разлога носе и мање камтне стопе купцима таквих обвезница и на тај начин се приватне компаније задужују под знатно повољнијим условима.

3) Према врсти гаранције муниципалне обвезнице се деле на :

- осигуране и
- неосигуране или негарантоване.

Пре светске финансијске кризе (2007. год.) више од 57% емитованих и активних муниципалних обвезница на тржишту је било осигурано од стране осигуравајућих компанија. Основна карактеристика ових обвезница је да осигуравајуће друштво јемчи исплату главнице и припадајућих камата ако оне нису исплаћене од стране емитента односно локалне самоуправе. Осигуране обвезнице носе мању каматну стопу у односу на неосигуране обвезнице из два разлога: а) емитент мора да сноси трошкове премије осигурања и б) омогућавају инвеститорима већу сигурност и мањи ризик у наплати дуга. У циљу заштите своје инвестиције, неопходно је да инвеститор пре куповине ових обвезница сагледа кредитну способност и бонитет како емитента тако и осигурављућег друштва које гарантује наплату камата и главнице по доспећу.

4) Према врсти приноса коју доносе инвеститору, муниципалне обвезнице можемо поделити на :

- купонске и
- дисконтне обвезнице (обвезнице без купона)

Власницима купонских обвезница периодично се исплаћује камата, најчешће полугодишње, док главница може бити исплаћена периодично или по доспећу. Постоје две групе купонских муниципалних обвезница: а) са фиксном каматном стопом и б) са варијабилном каматном стопом. Обвезнице са променљивом каматном стопом су често атрактивније за инвеститоре који су склони улагању у хартије од вредности са дужим роком доспећа, јер се каматна стопа периодично обрачунава (на дневном, недељном или месечном нивоу) и везује се за кретање неке референтне каматне стопе. У САД се за референтну каматну стопу обично узима каматна стопа на трезорске записе, док се у земљама у транзицији поред каматне стопе на трезорске записе, за референтну стопу

често узима стопа инфлације, референтна стопа централне банке или ЛИБОР у случају да је обвезница деномирана у страниј валути. Улагањем у обвезнице са варијабилном каматном стопом инвеститори избегавају ризик промене каматне стопе на тржишту јер се у том случају аутоматски прилагођава и мења принос самих обвезница. Из тих разлога, на секундарном тржишту цену обвезница са променљивом каматном стопом не карактерише превелика волатилност.

Дисконтне обвезнице се продају по цени која је нижа од номиналне вредности (уз дисконт), док се по доспећу инвеститору исплаћује пуна тј. номинална вредност. У ову групу муниципалних обвезница спадају и обвезнице без купона (енгл. *Zero-coupon bonds*) обзиром да код њих нема исплате камата све до дана доспећа обвезнице када инвеститор истовремено добија своју главницу заједно са припадајућом каматом која се обрачунава на полугодишњем нивоу према изворној каматној стопи. Цену ових обвезница на секундарном тржишту карактерише изразита волатилност, обзиром да у већини случајева инвеститори у ове обвезнице нису заинтересовани за њихову наплату пре рока доспећа.

5) На основу пореског третмана прихода оствареног улагањем у муниципалне обвезнице, ове хартије од вредности се могу поделити на:

- опорезиве и
- неопорезиве.

Једна од битних карактеристика муниципалних обвезница је да су, у већини земаља, приходи од улагања у општинске обвезнице ослобођени било каквих пореза. Приходи који се остварују у виду камата углавном су ослобођени пореза али не и приходи у виду капиталне добит која може да се оствари продајом обвезнице пре њеног доспећа на секундарном тржишту.

Табела 2. Емисија дугорочних, неопорезивих, опорезивих и АМТ⁶ муниципалних обвезница у периоду 1996-2010. на тржишту хартија од вредности САД-а

Година	Емисија дугорочних муниципалних обвезница (у млрд. \$)	Учешће дугорочних неопорезивих муниципалних обвезница (%)	Учешће дугорочних опорезивих муниципалних обвезница (%)	Учешће дугорочних АМТ муниципалних обвезница (%)
1996	181,5	84,0	5,2	10,8
1997	214,1	83,6	5,7	10,7
1998	280,5	86,5	5,1	8,3
1999	219,5	83,6	6,3	10,1
2000	194,6	81,6	6,1	12,3
2001	284,5	85,1	5,2	9,7
2002	355,5	86,6	5,3	8,1
2003	378,5	83,3	10,6	6,1
2004	356,9	86,9	6,7	6,5
2005	406,4	86,4	6,2	7,4
2006	382,5	83,4	7,4	9,2
2007	424,5	84,5	6,7	8,8
2008	386,5	87,7	6,1	6,2
2009	406,8	78,9	20,7	0,4
2010	433,3	63,6	35,1	1,3

Извор: Thomson Reuters

Статистика говори да је скоро 90% емитованих муниципалних обвезница ослобођено од било каквих дажбина, али истовремено постоји и мањи број муниципалних обвезница чији су приходи од камата опорезују. Овај мањи број обвезница се опорезује из разлога што држава у одређеним случајевима не жели да финансира пројекте које по њеним критеријима нису од неког већег јавног значаја, попут на пример изградња локалних спортских објеката или финансирање неких стамбених пројеката. Опорезиве муниципалне обвезнице обично носе већу камату од обвезница чији су приходи ослобођени пореза како би биле атрактивније за инвеститоре и поред тога што постоји обавеза по основу пореза.

У приказаној табели можемо уочити значајан раст учешћа опорезивих муниципалних обвезница у САД-у у току 2009 и 2010. године, тачније у тим годинама је постигнут скок са просечних 5-6% на 35,01%. До оваквог скока је дошло пре свега захваљујући појави *Build America Bonds (BAB bonds)*, опорезивих муниципалних обвезница, уведених актом из 2009. године као део економског стимулативног пакета мера у циљу опоравка америчке привреде. Локалне власти су у току 2009 и 2010.

⁶ АМТ (Alternative Minimum Tax) је уведен у пракси САД-а законом о пореској реформи из 1969. и циљ његове примене је био да се онемогуће порески обвезници са високим приходима да користе одређене пореске олакшице. Поједине муниципалне обвезнице подлежу алтернативном минималном опорезивању. То су обично обвезнице којима се задужују локалне власти у циљу финансирања заједничких пројеката приватног и јавног сектора. Сврха алтернативног минималног пореза да се пре свега порезом оптерете богати појединци који углавном теже избегавању пореза.

године углавном емитовале овај тип опорезивих муниципалних обвезница у циљу финансирања капиталних пројеката. Инвеститорима су ове обвезнице доносиле веће приносе, али су емитенти у исто време од америчког министарства финансија добијали значајне субвенције у циљу покрића дела својих трошкова задуживања. Тачније емитент има могућност да бира, да ли купцима ових обвезница да одобри порески кредит или да прими директну уплату од државног трезора у висини од 35% од износа трошкова камате. Овим програмом држава је желела да помогне финансирање капиталних пројеката локалних нивоа власти под знатно нижим трошковима и истовремено да подстакне отварање нових радних места, привредни раст и развој.

6) Муниципалне обвезнице могу да садрже специјалних клаузула (опције) које пружају додатне инвестиционе могућности инвеститорима али и емитентима. По том основу обвезнице се дела на:

- обвезнице са *call* опцијом и
- обвезнице са *put* опцијом.

Kol опција подразумева да издавалац задржава право да превремено повуче муниципалну обвезницу са тржишта, односно да превремено измири своје обавезе према инвеститорима што би било идентично превременој отплати кредита. На овакав потез емитент се обично одлучује у случајевима када дође до драстичних промена каматних стопа на тржишту тј. постоји могућност да се задужу под знатно повољнијим условима. Будући да емитент овом опцијом има додатну могућност по питању динамике сервисирања дуга то истовремено додатно повећава и цену задуживања јер активирањем ове опције инвеститор аутоматски бива изложен по питању каматног ризика и ризика реинвестирања.

Пут опција такође пружа све горе поменуте предности али инвеститору. У овом случају купци обвезница имају право да траже превремену исплату дуга и из тог разлога прихватају мање приносе које обично доноси овај тип обвезница.

7) На тржишту муниципалних обвезница замаља у транзицији није редак случај да се вредност емисије муниципалне обвезнице веже за неку страну валуту, односно да се и главница и купон деноминирају у неку алтернативну валуту која није изложена обезвређивању (нпр. US долар, CHF ,EUR ...). На тим тржиштима онда можемо да разликујемо:

- обвезнице у домаћој валути и

- обвезнице у иностраној валути.

Задуживање у иностраној валути је обично повољније за локалну самоуправу јер су то обвезнице са нижим каматним стопама у односу на обвезнице у домаћој валути али оваквим задуживањем локална самоуправа улази у ризик промене девизног курса при исплати будућих купона и главнице по доспећу.

8) У зависности од пројекта који жели да финансира и у зависности од осталих кредитних обавеза, локална самоуправа се може одлучити за оптималну структуру муниципалних обвезница тј. за одговарајући начин отплате главнице. По том основу можемо разликовати:

- обвезнице са једнократном отплатом главнице – *Bullet bond*

- обвезнице са амортизационим планом отплате главнице

- обвезнице са убрзаним амортизационим планом отплате главнице

Обвезнице са једнократном отплатом главнице карактеришу годишње или полугодишње исплате купона, а по доспећу обвезнице издавалац исплаћује главницу. Овакав начин отплате може да угрози пословање и ликвидност емитента, поготово код доспећа обвезница великог обима емисије, јер у кратком року емитент мора да обезбеди средства за исплату целокупног обима емисије.

Обвезнице са амортизационим планом отплате карактерише измирење обавеза емитента у једнаким годишњим или полугодишњим ануитетима. Ануитет садржи камату и део главнице и њихово учеће у ануитету се временом мења. У првим годинама већи је удео камате у ануитету у односу на део главнице, док је касније значајније учеће дела главнице у ануитету. Овако структурисане обавезе обично омогућавају локалној самоуправи лакше функционисање.

Обвезнице са убрзаним амортизационим планом карактерише измирење обавеза емитента у неједнаким годишњим или полугодишњим ануитетима. У почетку су ануитети мањи, али се временом њихова вредност из године у годину повећава. Овакав вид обвезница се често издају имајући у виду да у почетним годинама финансирања неког пројекта издавалац обично има знатне издатке и обавезе, па се на овај начин води рачуна да се значајно не угрози ликвидност локалног буџета.

1.3 Карактеристике муниципалних обвезница

Досадашња пракса развијених земаља указује на јако широку намену муниципалних обвезница. Прикупљена средства на тржишту капитала локалне власти могу да користе за финансирање капиталних пројеката које неће доносити приходе али ће значајно допринети за побољшање живота и животног стандарда локалног становништва. У такву врсту дугорочног улагања спада изградња и реконструкција комуналне инфраструктуре, регионалних путева, школа, спортских центара и сл. Прикупљена средства се могу користити и за финансирање капиталних пројеката који ће доносити приходе и ти приходи су уједно и гаранција за повраћај средства купцима муниципалних обвезница (изградња аеродрома, стадиона, индустријских паркова ...). Али није редак случај да локалне власти овако прикупљена средства користе и у случају текућег несклада у приливу и одливу буџетских средстава тј. за финансирање буџетског дефицита.

Можемо истаћи три основне карактеристике муниципалних обвезница које издвајају овај финансијски инструмент од осталих хартија од вредности. То су :

- сигурност улагања,
- њихова утрживост и
- пореске олакшице које ове обвезнице доносе инвеститорима.

а) Постоје више разлога зашто муниципалне обвезнице представљају сигуран вид улагања. У зависности од врсте муниципалних обвезница исплата камата и главнице дуга може бити гарантована:

- приходима конкретног капиталног пројекта због ког се локална самоуправа и задужује путем обвезница,
- укупним приходима које остварује локална самоуправа тј. гарант је њена кредитна способност и бонитет,
- регулаторном и моралном обавезом државе да у случају потребе исплати обавезе,
- осигурањем исплате код реномираних осигуравајућих компанија.

Низак ниво кредитног ризика тј. ризика неизвршења муниципалних обвезница приказан је у табели 3., где су истовремено дати подаци и за корпоративне обвезнице истог кредитног рејтинга у циљу компаративне анализе и сагледавања значајне предности муниципалних обвезница по питању ризика неизвршења.

Табела 3. Кумулативна историјска стопа кредитног ризика

Кредитни рејтинг	Moody's		Standars & Poor's	
	Муниципалне	Корпоративне	Муниципалне	Корпоративне
Aaa/AAA	0.00	0.52	0.00	0.60
Aa/AA	0.06	0.52	0.00	1.50
A/A	0.03	1.29	0.23	2.91
Baa/BBB	0.13	4.64	0.32	10.29
Ba/BB	2.65	19.12	1.74	29.93
B/B	11.86	43.34	8.48	53.72
Цaa-Ц/ЦЦЦ-Ц	16.58	69.18	44.81	69.19
Инвестициони ниво	0.07	2.09	0.20	4.14
Шпекулативни ниво	4.29	31.37	7.37	42.35
Укупно	0.10	9.70	0.29	12.98

Извор: Standars & Poor's i Moody's, septembar 2009

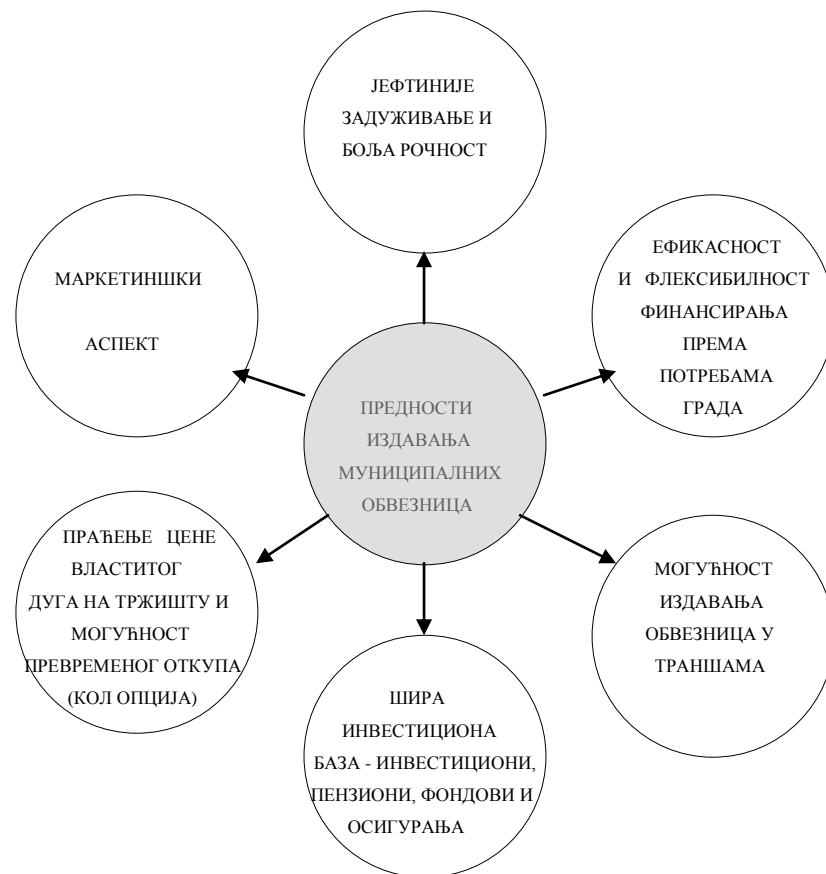
б) Ликвидност (утрживост) муниципалних обвезница представља могућност инвеститора који поседују ове обвезнице да у сваком моменту дођу до својих ликвидних средстава њиховом продајом на секундарном тржишту. Имајући у виду да само на америчком тржишту муниципалних обвезница егзистира негде око 50 хиљада емитента који емитују широк спектар обвезница за различитим карактеристикама у погледу доспећа, обезбеђења, приноса и сл., овим хартијама се из тих разлога секундарно тргује искључиво на ванберзанском тржишту (OTC маркет-*over the counter market*).

ц) У већини држава постоје пореске олакшице за купце муниципалних обвезница. Те олакшице се првенствено односе на камату која припада инвеститорима. Имајући у виду да у већини случајева приходи од камата нису опорезовани, муниципалне обвезнице на тај начин доносе принос значајно већи од њиховог номиналног износа, и то их уједно и чини још атрактивнијим финансијским инструментом. Код држава са високим степеном децентрализације често је случај да се на приход тј. камату од обвезница не плаћа порез на федералном нивоу, док на нивоу државе или локалном нивоу власти опорезују камату од обвезнице емитованих од стране друге државе односно локалне самоуправе. Из тих разлога инвеститори често улажу у муниципалне обвезнице своје државе, односно локалне самоуправе, како би искористили ослобађање од плаћања пореза на приходе од камата и на федералном и на локалном нивоу. Треба истаћи да овакво понашање инвеститора ствара други проблем, а то је лоше диверзификован портфолио, обзиром да своје инвестиције везују искључиво за конкретну државу односно локалну самоуправу у циљу искоришћавања двоструког

ослобађања од пореза. Постоје и муниципалне обвезнице чији приходи нису ослобођени пореза и то је углавном случај када средства прикупљена на овај начин служе за финансирање пројеката који нису од великог јавног значаја. Из тих разлога није редак случај да ове муниципалне обвезнице доносе својим инвеститорима и већу камату о односу на обвезнице чији су приходи ослобођени од пореза.

1.3.1 Предности и ефекти издавања муниципалних обвезница

Муниципалне обвезнице су веома атрактиван финансијски инструмент како за емитента, тако и за сваког инвеститора у ове хартије од вредности. Емитенти се на овај начин најчешће задужују знатно повољније тј. уз ниже камате, него уобичајним задуживањем путем банкарских кредита. Муниципалне обвезнице могу привући већу базу потенцијалних инвеститора (инвестициони, пензиони фондови, банке, осигуравајуће компаније, физичка лица ...) и та шира инвестициона база доприноси диверзификацији извора финансирања и јефтинијем финансирању. Локална самоуправа на овај начин има могућност за ефикаснијим и флексибилнијим финансирањем, јер на основу структуре своје пасиве може путем емисије обвезница да дефинише обим, структуру и рок задуживања у складу са својим потребама. У зависности од потребе издаваоца, може се издати неколико серија обвезница са истим или различитим карактеристикама (рок доспећа, купон...). Али треба истаћи да то такозвано издавање обвезница у траншама истовремено значи и мање обиме појединачне емисије, што негативно утиче на смањење потенцијала за секундарно трговање и ликвидност, а то су онда веома битне чињенице на основу којих се инвеститорима мора понудити хартија са знатно већом стопом приноса. Није редак случај да издаваоци емитују обвезнице са уграђеном кол опцијом којом емитент задржава право да превремено повуче обвезницу са тржишта и то представља значајну предност емитенту у случају драстичних промена на финансијском тржишту, поготово у случају промена каматних стопа.



Слика 1: Предности издавања муниципалних обвезница

Извор: МСП-ИПА 2007, www.msp-ipa2007.org

Обзиром да је издавалац муниципалних обвезница локална самоуправа која отплату дуга углавном базира на основу прикупљених пореза и осталих јавних прихода, са аспекта инвеститора, финансијски пласман у муниципалне обвезнице се сматрају сигурним пласманом са веома ниском стопом кредитног ризика. Степен сигурности наплате главнице и камата може бити знатно већи и додатним осигурањем од стране осигуравајућих компанија што се у условима светске економске кризе показало као веома користан инструмент за инвеститоре. Имајући у виду да је циљ издавања муниципалних обвезница углавном потреба локалних власти у циљу финансирања стратешких развојних пројеката, многе државе подстичу издавање ових обвезница кроз изузимање обавезе плаћања пореза на камату коју остварују инвеститори у ове хартије од вредности. Овакав порески третман утиче на то да инвеститори остварују знатно већи принос од номиналног, што овај финансијски инструмент уједно чини и атрактивнијим. Додатна предност ових хартија од вредности са аспекта инвеститора представља предвидив *cash flow*, имајући у виду сигурност овог пласмана у погледу наплате камата и главнице.

Табела 4. Ефекти муниципалних обвезница

<i>ЕФЕКТИ ЗА ЕМИТЕНТА (ГРАД И ОПШТИНУ)</i>	<i>ЕФЕКТИ ЗА ИНВЕСТИТОРЕ</i>
<i>прикупљање финансијских средстава под најповољнијим условима (нижа каматна стопа у односу на банкарске)</i>	<i>мали ризик улагања</i>
<i>повећана одговорност носилаца власти и већа изложеност јавности, чиме локална заједница стиче поверење-маркетиншки аспект</i>	<i>сигуран cash flow</i>
<i>стварање основе за развој реалног сектора који учествује у реализацији пројеката</i>	<i>пореске олакшице</i>
<i>примена Међународних рачуноводствених стандарда</i>	<i>примена Међународних рачуноводствених стандарда на финансијске извештаје препознатљиве потенцијалним страним инвеститорима</i>
<i>могућност продаје на секундарном тржишту</i>	<i>могућност продаје на секундарном тржишту</i>

Извор: Привредна комора Београда, www.kombeg.org.rs/aktivnosti/c_akcionarstvo, (09.05.2011.)

1.3.2 Ризици улагања у муниципалне обвезнице

Свака инвестиција нуди одређени баланс између ризика и потенцијалног губитка. Тај баланс зависи од много фактора: од врсте инвестиције, емитента у чије се хартије улаже, стања у привреди конкретне државе, економског циклуса и сл. Тржиште обвезница није искључено од овог правила али свакако да је оно мање ризично од улагања у акције на пример, превасходно из следећих разлога:

- Обвезница представља обавезу емитента да по истеку рока доспећа исплати номинални износ док такву обавезу емитент акција нема;
- Емитент обвезнице такође има обавезу да исплати камату у одређеним роковима, док по основу акција инвеститори некад добију а некад не дивиденду, али ту обавезу емитент такође нама према власницима акција;
- Историјски гледано ризик волатилности (промене цена) је значајно мањи на тржишту обвезница него на тржишту акција.⁷

⁷ Вучетић Д., Јовановић М., Правно економске поставке коришћења општинских обвезница за финансирање локалног економског развоја и унапређење конкурентности јавног сектора у Републици Србији, Економски факултет у Нишу, 2011.

Иако се улагање у овај финансијски инструмент често истиче као безбедна врста инвестиције, у стручној литератури се може наћи на велики број дебата по том питању на основу којих се могу истаћи следеће групе ризика коју носи са собом улагање у ове хартије од вредности:

- Кредитни ризик
- Каматни ризик
- Ризик инфлације
- Порески ризик
- Ризик откупа
- Ризик ликвидности
- Ризик реинвестирања
- Ризик волатилности
- Валутни ризик
- Ризик генерисања прихода

1. *Кредитни ризик* - представља немогућност локалне власти да по доспећу општинских обвезница врати инвеститорима уложена средства. Из тих разлога инвеститорима је увек од виталног значаја познавање бонитета и кредитне способности локалне власти. Емитенти су и по закону обавезни да при емисији у виду проспекта пруже што је могуће више веродостојних информација како би инвеститори били у могућности да доносе праву одлуку. Код приходних општинских обвезница (којима се гарантује исплата дуга на бази прихода конкретног пројекта) није редак случај да је повраћај уложених средстава инвеститорима гарантован и од стране осигуравајуће куће, чиме се значајно подиже и кредитни рејтинг конкретне обвезнице. Уколико су одређени емитенти и њихове обвезнице оцењени од стране неке реномиране рејтинг агенције, то свакако значи потенцијалним инвеститорима да још боље сагледају потенцијални кредитни ризик коме се излажу.

2. *Ризик промене каматних стопа* – обзиром да су општинске обвезнице хартије од вредности које обично карактерише дуги рок доспећа (преко 10 година), веома често у том дугом периоду на тржишту долази до промена каматних стопа. Уколико дође до раста каматних стопа на тржишту, инвеститори ће претрпети губитке јер се таква кретања камате одмах одражава на пад цена обвезница на секундарном тржишту. Оваква врста ризика представља ризик каматних стопа. Да би се избегла оваква врста ризика инвеститори често преферирају општинске обвезнице са варијабилним

приносом (камата везана за кретање раста цена, референтне каматне стопе и сл.) поготово код обвезница са дужим роком доспећа.

3. *Ризик инфлације* – услед инфлације цене обвезница имају тенденцију пада услед пада куповне моћи а то свакако обвезницама, превасходно обвезницама са фиксним приносом, смањује принос. Инвеститори се од овакве врсте ризика углавном бране улагањем у општинске обвезнице чија је кретање камате везано за кретање инфлације.

4. *Порески ризик* – у већини земаља приходи од улагања у општинске обвезнице су ослобођени било каквих пореза и то је један од разлога зашто су општинске обвезнице веома атрактиван финансијски инструмент. Међутим када је у интересу владе неке земље повећање буџетских прихода, постоји могућност да се донесе одређени општи правни акт о укидању пореског изузећа прихода од општинских обвезница.

5. *Ризик откупа (call risk)* : ова врста ризика је карактеристична код оних општинских обвезница које дају право локалној власти (емитенту) да у случају пада каматних стопа повуче своју целокупну емисију и поново се задужи под повољнијим условима (кол опција). Инвеститори у таквим случајевима морају да реинвестирају своја средства под нижим каматним стопама.

6. *Ризик ликвидности*: представља немогућност продаје обвезница у сваком тренутку на секундарном тржишту. Пракса неких земаља показује да је секундарно тржиште општинских обвезница често неактивно и неликвидно, тако да инвеститори који су из неких разлога принуђени да што пре продају своје обвезнице, често морају да понуде значајан дисконт на секундарном тржишту.

7. *Ризик реинвестирања*: немогућност инвеститора да поново инвестира новац добијен откупом обвезница.

8. *Ризик волатилности*: ова врста ризика је знатно мање присутна него на тржишту других хартија од вредности, али свакако треба истаћи и ту врсту ризика до које углавном долази услед честих и брзих промена каматних стопа које утичу на честа колебања вредности тј. цене обвезнице.

9. *Валутни ризик*: је последица деноминације обвезница у иностраној валути . Значајна промена девизног курса, како по доспећу каматних купона тако и у моменту доспећа обвезнице, може допринети да емитент исплати знатно већа средства од планираног износа при емисији обвезница. Тако да цена задуживања локалних власти може бити знатно већа од декларисаног номиналног износа у случају депресијације домаће валуте. Исти ризик носе и инвеститори али у случају да дође до апресијације домаће валуте.

10) *Ризик генерисања прихода*: ова врста ризика присутна је код приходних муниципалних обвезница за које је карактеристично да исплата камате и главнице зависе од прихода које остварује инвестиција тј. добро због ког су и емитоване обвезнице. Неке значајне промене у економији једне земље или промена потреба потрошача, може допринети да се временом смањи потреба за неким јавним добром и услугом које оно пружа што аутоматски доводи до знатно мањих прихода које то добро остварује. Тиме се угрожава планирана исплата месечних купона и главице коју очекују инвеститори и из тих разлога, обично се ове обвезнице осигуравају код великих осигуравајућих кућа како би биле атрактивније за улагање.

2. Учесници у поступку емисије муниципалних обвезница

Све израженији процес децентрализације у целом свету допринео је да локални економски развој постане нова изворна надлежност локалне самоуправе. Локална самоуправа доноси програме и спроводи пројекте локалног економског развоја и стара се о унапређењу општег оквира за привређивање у јединици локалне самоуправе.⁸ Подстицање локалног економског развоја, стварање повољног амбијента за инвестиције путем различитих механизма је циљ који треба остварити и за то је потребан адекватан тим људи са неопходним знањима и искуствима. Свакој локалној самоуправи је неопходан добар менаџмент који ће пажљивим планирањем руководити локалним буџетом и спроводити дефинисане реалне, оствариве циљеве локалног економског развоја. У том процесу неопходна је и подршка и ангажман маркетиншких и консултантских агенција, инвестиционих саветника (инвестиционих банака, брокерско

⁸ Вучетић Д., Јовановић М., Правно економске поставке коришћења општинских обвезница за финансирање локалног економског развоја и унапређење конкурентности јавног сектора у Републици Србији, Економски факултет у Нишу, 2011.

дилерских кућа и сл.) . Њихова улога првенствено долази до изражаја у процесу емисије и дистрибуције муниципалних обвезница као једног од облика задуживања локалне власти у циљу финансирања инфраструктурних пројеката. Адекватна техничка подршка емитенту је неопходна у поступку дефинисања обима емисије и прикупљању неопходне документације за емисију, у процесу правног и финансијског саветовања, у поступку квантитативних и квалитативних анализа и изради проспекта, у процесу дефинисања цене обвезнице и проналажењу купаца

2.1 Финансијски саветник и његова улога у поступку емисије

Први корак емитента након доношења одлуке о емисији муниципалних обвезница је ангажовање финансијског саветника, искусног водича кроз комплексан и обиман процес емисије. Сложеност овог процеса доказује и чињеница да није ретка појава да локалне власти понекад ангажују и више финансијских саветника. Емитенту је на располагању Регистар финансијских саветника, где се саветници рангирају на бази обима емисије у којима су учествовали и та листа се ревидира сваке године на бази њихове активности. Међутим овај показатељ не мора увек да буде и довољан да би се утврдио квалитет саветника. Он мора да поседује праве квалификације и пре свега способност да схвати потребе и могућности емитента. Улогу финансијског саветника може да обавља и инвестициона банка која је у исто време и покровитељ емисије, али је чешћи случај да ту функцију обавља независни финансијски саветник који не нуди типичне банкарске услуге и не учествује касније у поступку продаје обвезница. Независни финансијски саветник је пожељнији за обављање ових послова првенствено из разлога јер су у позицији да пруже независно и објективно саветовање емитенту, јер њихова накнада не зависи од исхода продаје муниципалних обвезница, што то није случај када улогу саветника обавља банка покровитељ. Док инвестициона банка своју накнаду на име саветовања наплаћује након успешно окончана продаје емисије (*engl. no deal no fee*), независни финансијски саветник има цену свог сата, дана или месеца ангажмана и његова накнада зависи од времена које утроши на конкретном послу. Уколико постоје оправдани економски разлози, независни финансијски саветник може да има и негативан став по питању покретања поступка емисије обвезница и у таквим ситуацијама та његова објективност долази до изражаја јер његова накнада не зависи од обима продатих обвезница. Није редак случај да су независни саветници ангажовани преко целе године на разним пословима (управљање дугом и финансијама,

буцетирању) а не само при емисији муниципалних обвезница. У услуге финансијског саветника у поступку емисије муниципалних обвезница спадају:⁹

- 1) Процена тренутног нивоа задужености емитента;
- 2) Припрема RFP (*engl. request for proposal*) - захтева за достављање понуда потенцијалних покровитеља емисије;
- 3) Процена понуда покровитеља;
- 4) Учествовање у преговорима емитента са рејтинг агенцијама;
- 5) Саветовање емитента при преговорима са осигуравајућим компанијама;
- 6) Спровођење информационог разговора са потенцијалним инвеститорима;
- 7) Израда званичног меморандума о понуди обвезница;
- 8) Ревизија свих кључних докумената;
- 9) Независна анализа финансијских могућности емитента;
- 10) Израда документације и спровођење тендерске продаје;
- 11) Расподела обвезница;
- 12) Израда процене по питању цене обвезнице.

Велика улога финансијског саветника у поступку емисије се огледа у томе што сви остали актери (емитент, покровитељ, рејтинг агенција, осигуравајућа компанија, прани саветник ...) учествују у некој од фаза емисије обвезница, док финансијски саветник учествује и има кључну улогу у свакој фази.

2.2 Улога покровитеља емисије

Покровитељ емисије (*engl. underwriter*) може бити независна фирма, а чест је случај да те послове обавља организациони део неке инвестиционе банке, која обезбеђује емитенту емисију и продају муниципалних обвезница. Кључна улога покровитеља се огледа у куповини обвезница од издаваоца и каснијој њиховој препродаји инвеститорима на финансијском тржишту. Покровитељ је практично гарант емитенту за успешну продају хартија од вредности, он носи финансијски ризик, па му по том основу и следује поприлична накнада која се између осталог састоји од разлике у цени по којој купује и цени по којој продаје муниципалне обвезнице својим

⁹ Frank J Fabozzi, Sylvan G. Feldstein, The handbook of municipal bonds, John Wiley and Sons, 2008., str. 53

клијентима-инвеститорима. Ниво ризика којем је изложен покровитељ се процењује на бази статистичких анализа, искуства и историјских података, јер покровитељ може бити угрожен у случају изненадних и драстичних промена каматних стопа на тржишту.

Два кључна фактора утичу на висину накнаде (*spread*) коју остварује покровитељ: каматна стопа и цена муниципалне обвезнице. Уколико дође до раста каматних стопа на тржишту након откупа обвезница од издаваоца, покровитељ ће остварити мањи принос или чак губитак при препродаји обвезница инвеститорима, а у случају пада каматних стопа покровитељ остварује значајни принос јер у том случају цена обвезнице на тржишту расте. Висина накнаде покровитеља зависи од цене по којој обвезнице откупљује од емитента и цене по којој их касније препродаје, тачније да ли се промет обвезница обавља по номинали, уз дисконт или премију. Уколико покровитељ откупљује емисију уз дисконт од 0.5% (односно по цени од 99.5%), то не значи да његова накнада износи 0.5% јер он може да прода обвезнице уз премију од 0.5% (односно по цени од 100.5%) и да тако оствари накнаду од 1%. Уколико није позната цена по којој ће покровитељ понудити обвезнице не може са знати ни колику накнаду остварује. Различити приступи покровитеља у утврђивању цене обвезница утичу на износ који ће добити емитент, каматну стопу тј. принос који остварују инвеститори, укупно сервисирање дуга и примери дати у следећим табелама то најбоље илуструју уз претпостављену накнаду покровитеља од 1%, при емисији 5-годишњих муниципалних обвезница номиналне вредности \$10.000.000.

Табела 5. Муниципалне обвезнице купљене уз дисконт и продате по номинали

Година	Доспеће	Каматна стопа	Принос	Цена	Износ камате	Укупна обавеза емитента
1	1.865.000	3.35%	3.35%	100.00%	351.628	2.216.628
2	1.930.000	3.40%	3.40%	100.00%	289.150	2.219.150
3	1.995.000	3.50%	3.50%	100.00%	223.530	2.218.530
4	2.065.000	3.60%	3.60%	100.00%	153.705	2.218.705
5	2.145.000	3.70%	3.70%	100.00%	79.365	2.224.365
Укупно	10.000.000				1.097.378	11.097.378

Извор: WM Financial strategies, www.munibondadvisor.com

Цена по којој покровитељ купује = 99% тј. \$9.900.000

Накнада покровитеља= \$100.000

Укупан дуг емитента= \$11.097.378

Табела 6. Муниципалне обвезнице купљене по номинали и продате уз премију

Година	Доспеће	Каматна стопа	Тржишни принос	Цена	Износ камате	Укупна обавеза емитента
1	1.865.000	3,737%	3.35%	100,377%	386.861	2.251.861
2	1.930.000	3,750%	3.40%	100,671%	317.166	2.247.166
3	1.995.000	3,850%	3.50%	100,988%	244.791	2.239.791
4	2.065.000	3,850%	3.60%	100,923%	167.984	2.232.984
5	2.145.000	4,125%	3.70%	101,923%	88.481	2.233.481
Укупно	10.000.000				1.205.284	11.205.284

Извор: WM Financial strategies, www.munibondadvisor.com

Цена по којој покровитељ купује = 98% тј. \$9.800.000

Накнада покровитеља= \$100.003

Укупан дуг емитента= \$10.989.508

У наредној табели можемо сумирати резултате приказане у претходним примерима. Покровитељ је у свим случајевима остварио скоро идентичан приход од око \$100.000 што представља 1% од вредности емисије, међутим износ средстава које добија емитент и износ његових годишњих и укупних обавеза након доспећа емитованих обвезница се разликује и зависи од начина на који покровитељ утврђује цену обвезнице у циљу остваривања жељене накнаде од 1%.

Табела 7. Компарација различитих метода утврђивања цена муниципалних обвезница

Метод утврђивања цене обвезнице	куповина уз дисконт/ продаја уз дисконт	куповина уз дисконт/ продаја по номинали	куповина по номинали/ продаја уз премију	Куповина уз премију/ продаја уз премију
Накнада покровитеља	\$100.003	\$100.000	\$100.000	\$99.998
Обезбеђена средста емитенту	\$9.800.000	\$9.900.000	\$10.000.000	\$10.100.000
Укупне обавезе емитента	\$10.989.508	\$11.097.378	\$11.205.283	\$11.311.248

Извор: WM Financial strategies, www.munibondadvisor.com

Имајући у виду да различити начини утврђивања цене при којима се врши промет муниципалних обвезница утиче на износ средстава која добија издавалац као и на износ укупних његових обавеза, веома је важно да издавалац муниципалних обвезница разуме крајње ефекте различитих метода или да у супротном затражи помоћ независног финансијског саветника како би донео праву одлуку у поступку емисије.

2.2.1 Синдикат покровитеља

Код емисија муниципалних обвезница већег обима, у жељи да смање ризик по питању изложености ка једном емитенту, чест је случај да више инвестиционих банака-покровитеља формирају синдикат и на тај начин изврше дисперзију свог ризика. Сви чланови синдиката учествују у откупу и даљој продаји муниципалних обвезница и обавезни су да најпре потпишу уговор о синдикату којим ће дефинисати своје међусобне односе. Тај уговор садржи неке битне елементе као што су:¹⁰

- процентуално учешће сваког члана синдиката у емисији и ниво његове одговорности;
- начин расподеле муниципалних обвезница;
- дефинисање ко је од њих менаџер синдиката тј. главни покровитељ (Managing Underwriter) који има примарну одговорност у организовању емисије и утврђивању тржишних услова;
- врсте и висина трошкова чланова синдиката;
- накнада менаџера синдиката и висина накнаде покровитеља тј. *spread*
- врста синдиката односно синдикалног рачуна (тј. да ли се ради о ткз. подељеном-западном или неподељеном-источном рачуну);
- одговорност чланова у случају да није продата целокупна емисија муниципалних обвезница.

Сваки члан синдиката је одговоран за продају једног дела емисије муниципалних обвезница у складу са његовим учешћем које је дефинисано синдикалним уговором. Члан синдиката у неким случајевима може бити одговоран за продају додатног континента обвезница, уколико неко од чланова није успео да прода све обвезнице за које је био задужен, а та његова додатна обавеза зависи од врсте синдикалног рачуна који је дефинисан уговором. Постоје две врсте синдикалних рачуна, источни или неподељени и западни или подељени рачун (подељена је одговорност чланова у случају да није продата целокупна емисија). Разлику између ове две врсте рачуна најбоље је илустровати примером датим у табелама 8. и 9. Код источног рачуна уколико неки члан синдиката не успе да прода све обвезнице, сви

¹⁰ The Securities Institute of America, 2013, „Wiley series 7 exam review 2013 : the general securities representative examination“, Hoboken, N.J. : Wiley, str.69

остали чланови синдиката имају обавезу да помогну у продаји преосталих обвезница у нивоу свог учешћа у емисији дефинисаног уговором.

Табела 8. Пласман муниципалних обвезница путем синдиката покровитеља – „источни рачун“

Покровитељ	Учешће покровитеља	Износ
А	40%	\$4.000.000
Б	30%	\$3.000.000
Ц	30%	\$3.000.000

Извор: The Securities Institute of America, Inc , www.securitiesce.com

Уколико члан синдиката покровитељ “Б” успе да прода обвезнице у износу од \$2.000.000, сви чланови синдиката морају да учествују у продаји преосталог износа од \$1.000.000 у нивоу свог процентуалног учешћа у укупној емисији (табела 9).

Табела 9. Пласман преостале емисије муниципалних обвезница - „источни рачун“

Покровитељ	Учешће покровитеља	Износ
А	40%	\$400.000
Б	30%	\$300.000
Ц	30%	\$300.000

Извор: The Securities Institute of America, Inc , www.securitiesce.com

Иако је покровитељ „Б“ првобитно био одговоран за непродате обвезнице у износу од \$1.000.000, од њега се сада захтева да прода 30% од преосталих обвезница у вредности од \$300.000, док остали чланови имају обавезу да продају преостале обвезнице у складу са својим учешћем у емисији.

Код западног (подељеног) синдикалног рачуна одговорност је у старту дефинисана и подељена међу члановима, тако да уколико неко од чланова синдиката не успе да прода део емисије за који је и преузео одговорност, он сноси целокупан ризик и остали чланови немају никакву одговорност. Уколико се у датом примеру ради о „западном синдикалном рачуну“ члан синдиката „Б“ ће морати да прода све обвезнице у вредности од \$1.000.000 које првобитно није успео да прода.

Накнада (spread) коју остварује синдикат покровитеља препродајом обвезница крајњим купцима-инвеститорима, дели се између чланова синдиката у складу са

њиховим улогама у поступку реализације емисије и у складу са њиховим процентуалним учешћем у емисији дефинисаним уговором. Остварена накнада се састоји од:¹¹

- Накнаде менаџера синдиката

Менаџеру синдиката који руководи целокупним процесом емисије припада накнада по свакој продатој обвезници без обзира који од чланова синдиката реализује продају.

- Накнаде на име трошкова покровитеља

Део остварене накнаде намењен је покрићи трошкова чланова покровитеља у процесу емисије и реализације. У случају да након покрића свих трошкова преостану одређена средства, остатак се дели између чланова синдиката у складу са њиховим унапред дефинисаним процентуалним учешћем у емисији.

- Додатне накнаде покровитеља

Овај део накнаде остварује члан синдиката при продаји обвезница својим клијентима.

- Провизије концесионара

Ову провизију остварује дилер који није члан синдиката али продаје муниципалне обвезнице крајњим купцима. Дилер директно купује обвезнице од члана синдиката и остварује своју накнаду даљом продајом обвезница својим клијентима.

Табела 10. Структура накнаде (*spread*) коју остварује синдикат покровитеља

Износ који плаћа КУПАЦ обвезница \$1.000,00
Провизија концесионара \$9,00
Додатна накнада покровитеља \$5,00
Накнада на име трошкова покровитеља \$4,00
Накнада менаџера синдиката \$2,00
Износ који добија емитент \$980,00

Извор: The Securities Institute of America, Inc, www.securitiesce.com

¹¹ The Securities Institute of America, 2013, „Wiley series 7 exam review 2013 : the general securities representative examination“, Hoboken, N.J. : Wiley, str.72

Муниципалне обвезнице су веома атрактивне као финансијски инструмент поготово међу институционалним инвеститорима и није редак случај да при емисији муниципалних обвезница постоји огромна тражња за њима која превазилази и сам обим емисије. Имајући у виду да се не могу реализовати сви налози тражње за обвезницана утврђују се приоритети при расподели обвезница. Закон обавезује синдикат покровитеља да установи и прецизира систем утврђивања приоритета у писаној форми и да их учини доступним заинтересованој инвестиционој јавности. Менаџер синдиката, који руководи целокупним процесом емисије, утврђује време када је могуће да се испостављају налози за куповину обвезница, а то је најчешће следећи радни дан након победе на тендеру расписаног од стране емитента. Расподела муниципалних обвезница се врши по следећим приоритетима:¹²

- **Pre-sale orders** : налози достављени пре саме емисије, пре него што су многе информације познате инвеститору попут њиховог приноса, цене, доспећа. Ову врсту налога углавном достављају институционални инвеститори (инвестициони фондови, пензиони фондови, осигуравајуће компаније). Укупна средства од продаје умањена за накнаду менаџера синдиката уплаћују се на рачун синдиката и деле се међу члановима у складу са њиховим дефинисаним процентуалним учешћем. Комисија за хартије од вредности не дозвољава овакву врсту налога код емисије хартија од вредности, осим у случају емисије муниципалних обвезница јер законом није прописана обавеза њихове регистрације код Комисије. Уколико је преостало обвезница након ове расподеле оне се даље продају по основу налога синдиката.

- **Syndicate orders** : налози синдиката или групни налози. Новчана средства од продаје муниципалних обвезница посредством ових налога, умањена за накнаду менаџера, депонују се на рачун синдиката и деле се међу члановима у складу са њиховим дефинисаним процентуалним учешћем. Ова група налога има предност над многим другим врстама налога јер од њих имају корист сви чланови синдиката.

- **Designated order**: наменован налог којим је дефинисано ком члану синдиката следује накнада по основу реализације конкретног налога. Овај налог испоставља члан синдиката у име купца-инвеститора који специфицира ком члану синдиката припада провизија од реализације тог налога. Уобичајно је да два или више чланова синдиката буду одређени (именовани) за добијање провизије. Треба истаћи да се ови налози

¹² The Securities Institute of America, 2013, „Wiley series 7 exam review 2013 : the general securities representative examination“, Hoboken, N.J. : Wiley, str. 74

реализују тек након реализације групних налога синдиката уколико преостане непродатих муниципалних обвезница. Уколико преостане обвезница након наименованих налога следе налози чланова синдиката.

- **Member order:** место на листи приоритета зазимају налози чланова синдиката. То су налози који испостављају чланови синдиката у циљу куповине обвезница за свој рачун, за рачун својих клијената или дилера. Уколико се обвезнице продају клијентима члану синдиката следује укупна накнада, док у случају продаје муниципалних обвезница дилерима који касније врше њихову даљу препродају део накнаде (концесије) припада дилеру.

2.2.2. Утицај покровитеља на висину трошкова задуживања

Савремена светска финансијска криза (2007) за последицу је имала и значајне промене на тржишту муниципалних обвезница. Поред раста нивоа кредитног ризика коме су изложени инвеститори, последњих година дошло је до изразитог смањења конкуренције међу покровитељима што је за последицу имало значајан раст накнаде коју емитенти муниципалних обвезница плаћају покровитељима. Криза је утицала да многе брокерско дилерске куће нестану са финансијске сцене, многе банке су биле приморане на спајање са другим банкама тако да је дошло до значајног пада конкурентности (Lehman Brothers је припојен Barclays Capital banci, JP Morgan је припојио Bear Stearns Companies, Bank of America је купила Merrill Lynch, Welis Fargo & Company се спојила са Wachovia Corporation...). Накнаде покровитеља су у периоду 2009-2010. скочиле за 33% (са просечних 0.483% од обима емисије на 0.646% или 6.46\$ на сваких \$1.000 емитованог дуга), а код емисије Build America Bonds код којих је држава САД-а давала значајне субвенције емитентима висина накнаде је била и виша (у просеку 0.804% од обима емисије или 8.04\$ на емитованих \$1.000 дуга). Пракса је показала да величина, репутација и искуство покровитеља, које се углавном мери његовим тржишним учешћем, значајно утиче на ниво трошкова емитенти при емисији обвезница. Истраживања Kenneth N. Daniels-a и Jayaraman Vijayakumar-a¹³ на великом узорку од 10.239 емитованих обвезница су показала да већи, реномирани покровитељи обезбеђују емитенту емисију са нижим трошковима задуживања (емисије са нижим каматним стопама) и нижим накнадама на име покровитељства. Истовремено, значајне

¹³ Kenneth N. Daniels-a i Jayaraman Vijayakumar, Does underwriter reputation matter in the municipal bond market?, Journal of economics and business, 2006.

користи имају и инвеститори, обзиром да стручан покровитељ значајно утиче на смањење информационе асиметрије између инвеститора и емитента која је изражена на тржишту муниципалних обвезница. Информациона асиметрија је присутнија на овом тржишту из више разлога. Прво, многе муниципалне обвезнице се по први пут емитују тако да емитенти и њихова кредитна способност нису познати инвестиционој јавности. Друго, доминантни учесници на тржишту муниципалних обвезница су индивидуални инвеститори који, за разлику од институционалних инвеститора, не располажу знањем за спровођење адекватне кредитне анализе емитената. Треће, секундарна трговина овим хартијама се обавља на ванберзанском тржишту (*OTC market*) тј. не постоји организовано тржиште муниципалних обвезница.

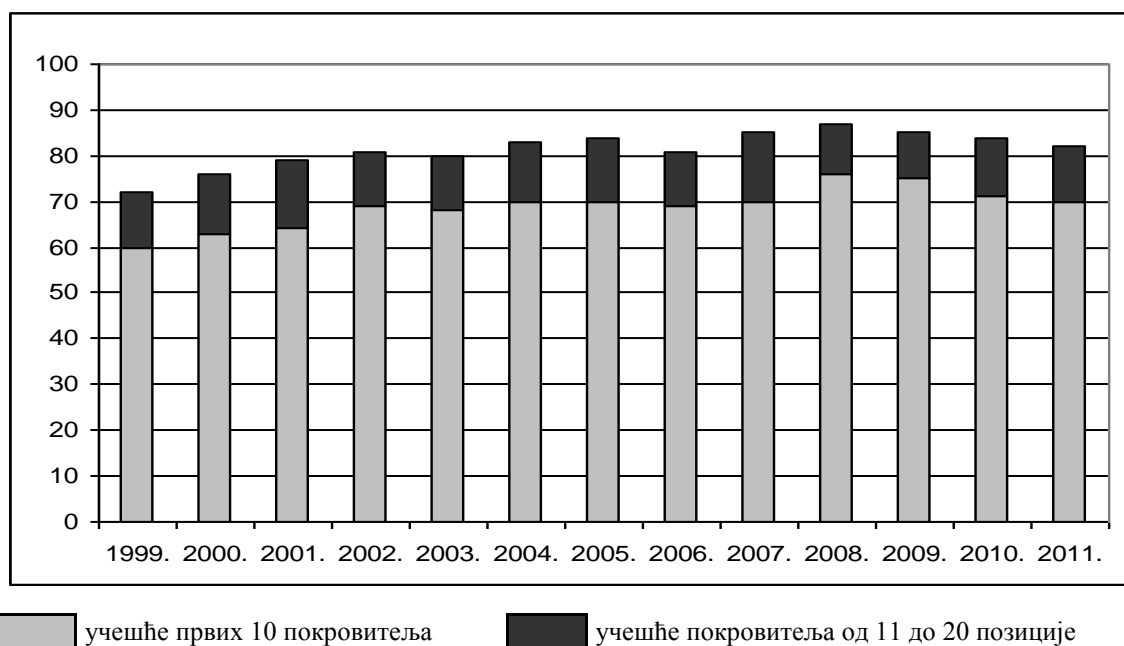
Табела 11. Тржишно учешће покровитеља на тржишту муниципалних обвезница САД-а у 2011.

Позиција	Назив покровитеља	Номинални износ емисије (мил \$)	Тржишно учешће	Укупан број емисија
1	J P Morgan Securities LLC	39.208,30	13,7%	387
2	Citi	36.567,90	12,7%	333
3	Bank of America Merrill Lynch	35.346,80	12,3%	352
4	Morgan Stanley	21.320,00	7,4%	242
5	Goldman Sachs & Co	17.509,40	6,1%	94
6	Barclays Capital	14.228,00	5,0%	119
7	RBC Capital Markets	13.774,20	4,8%	534
8	Wells Fargo & Co	13.167,40	4,6%	170
9	Morgan Keegan	9.254,90	3,2%	488
10	Stifel Nicolaus & Co. Inc.	8.584,50	3,0%	479

Извор: Thomson Reuters

Првих десет покровитеља доминирају на тржишту муниципалних обвезница САД-а. Они покривају 73% тржишта, а од тога само прве три фирме учествују са скоро 39% . И поред значајне доминације водећих покровитеља последњих десет година, можемо констатовати да је пре свега светска финансијска криза утицала да последњих година дође до смањења њиховог учешћа. Криза је утицала да се већина мањих покровитеља определе за разне видове спајања а све у циљу опстанка под промењеним околностима. Чињеница да су већи покровитељи конкурентнији и присутнији код емисија већег обима чије је учешће у 2011. години пало за 4% у односу на 2009. годину (1999. чиниле су 41% укупног тржишта, 2009. године 62%, а 58% у 2011. години) такође је утицала на незнатно повећање учешћа мањих покровитеља.

График 1. Учешће водећих покровитеља у периоду 1999-2011



Извор : The bond buyer/ Thomson Reuters

2.3 Правни саветник и његов значај у емисији муниципалних обвезница

Почетак 19. века карактерише појава првих облика муниципалних обвезница емитованих у циљу финансирања путне инфраструктуре. У том периоду се очекивао значајан привредни раст и развој који је требао да утиче на јачање пореске снаге издаваоца како би се вратила позајмљена средства. Међутим развој није био уједначен и многе новчане обавезе по основу емитованих обвезница нису извршене. Купци обвезница су покренули велики број парница у жељи да поврате своју инвестицију. У жељи да избегну своју обавезу, емитенти су своју одбрану базирали на техничким недостацима и пропустима у процедурама при изради документације, односно на ставу да сама емисија није урађена у складу са тада важећим прописима и процедурама. Оваква учестала пракса избегавања обавеза од стране емитента муниципалних обвезница у то време, утицала је на пад заинтересованости инвеститора за овај финансијски инструмент. Како би повратили поверење инвеститора у овај финансијски инструмент, ангажовани су независних правни саветници при емисији обвезница што је касније постала и обавеза како је финансијско тржиште постајало све комплексније и захтевније.

Саставни део документације неопходне при емисији муниципалних обвезница је дозвола тј. мишљење независног правног саветника за муниципалне обвезнице. Емитент не може да очекује да прода своје обвезнице уколико нема позитивно мишљење дато од стране правног саветника, а то су обично адвокатске фирме које имају завидну репутацију на финансијском тржишту. Овим одобрењем емисије од стране правног саветника се гарантује правна сигурност инвеститору и њиме се обухватају два кључна питања :

- да ли су емитоване хартије од вредности обавезујуће за емитента у складу са условима из емисије и да ли је целокупан поступак емисије обављен у складу са важећим процедурама и законима?

- Да ли су обвезнице ослобођене пореских обавеза, тачније да ли је камата тј. приход од обвезница ослобођен пореза на савезном, локалном или на оба нива?

Одабир правног саветника представља један од првих корака емитента при емисији обвезница, обзиром да целокупан процес издавања мора да се надгледа од стране стручног лица како не би дошло до одређених процедуралних пропуста. Обим услуга које треба обезбедити је предмет посебног уговора између емитента и правног саветника. Услуге саветника обухватају:¹⁴

1. Давање мишљења у погледу исправности поступка емисије, извора и сигурности плаћања обавеза емитента, као и порески третман предметних обвезница.

2. Припрема и контрола неопходних докумената у поступку емисије, контрола поступка издавања, алокације и продаје муниципалних обвезница.

3. Пружање помоћи емитенту у циљу добијања сагласности, дозвола или неких других неопходних докумената од стране државних органа и регулаторних тела за потребе спровођења емисије.

4. Разматрање правних питања која се односе на структуру обвезница.

5. Спроводи поступак провере валидности финансијског инструмента.

6. Анализа и припрема докумената неопходних у поступку продаје обвезница.

7. Пружање помоћи издаваоцу у контактима са рејтинг агенцијама и кредиторима у циљу пружања адекватних информација са аспекта правне валидности целокупног процеса емисије.

¹⁴ National association of bond lawyers, The selection and evaluation of bond counsel, NABL 1998, str. 5-6

8. Припрема обавештења о продаји и контрола целокупног процеса обавештавања јавности о поступку емисије и продаје обвезница.

Пре самог поступка селекције правног консултанта, емитент мора да донесе пар битних одлука у вези његовог ангажмана као што су временски период ангажмана, за које емисије обвезница ће се ангажовати и да ли ће се ангажовати једна или више адвокатских фирми за послове правног саветовања при емисији обвезница.

Правни саветник може бити ангажован за :

- а) све емисије емитента у одређеном временском периоду
- б) одређен број повезаних емисија – серију емисија када се у фазама финансира одређени пројекат
- ц) све емисије обвезница одређеног типа
- д) сваку појединачну емисију.

Одабиром једног правног саветника за све емисије у дужем временском периоду, углавном се постиже већа ефикасност и избегава се могућност дуплирања одређених трошкова у односу на друге облике ангажовања правног саветника. Саветник у том случају у потпуности познаје емитента, његово пословање и финансијске потребе, као и правне акте и споразуме којима је регулисано његово пословање. Ипак у одређеним случајевима емитент је принуђен да ангажује правне саветнике за сваку појединачну емисију и то је најчешће случај када се уводе неке новине у финансирању, када се емитује муниципална обвезница са комплекснијом структуром па је неопходан правни консултант који је показао посебну стручност у тој конкретној области. Емитент наред ангажује и више различитих саветника када је неопходно да у релативно кратком периоду емитује већи број емисија па на тај начин жели да изврши извесну дисперзију ризика.

2.3 Значај рејтинг агенција у поступку емисије

Кредитни рејтинг је мишљење независне специјализоване агенције за процену кредитног ризика о способности и спремности емитента (државе, локалне самоуправе или фирме) да испуни своје финансијске обавезе у потпуности и на време. Рејтинг агенције процењују кредитну способност емитента и сигурност улагања у њихове хартије од вредности и додељују им одређени рејтинг од ког зависи висина каматне стопе, вредност, односно принос конкретне хартије од вредности. Додељени кредитни рејтинг се временом може мењати услед значајних промена на тржишту и пословању

емитента које се нису могле предвидети и нису сагледани у моменту првобитне анализе кредитне способности.

Значај рејтинг агенција је да се што више смањи информациона асиметричност између емитента и инвеститора. Основна преокупација сваког инвеститора је да ли ће емитент бити у могућности да врати позајмљена средства заједно са припадајућим каматама. Инвеститор, у жељи да прикупи што више информација и адекватно сагледа кредитну способност емитента, сагледава историју измиривања обавеза емитанта, његове садашње и будуће финансијске могућности, прати његове активности, анализира његова будућа пословања и на овај начин улаже значајан труд, време и своје ресурсе. Утврђивањем кредитног рејтинга емитента од стране признате рејтинг агенције, инвеститор је донекле упознат са нивоом кредитног ризика коме је изложена његова инвестиција. Кредитни рејтинг је битан фактор при процени инвеститора да ли ући или не у одређену инвестицију, али је и поред тога неопходно да се сагледа широк спектар других фактора пре куповине. Своју оцену агенције изражавају у виду „рејтинга“ односно одговарајућом комбинацијом слова, плусева и минусева као што је приказано у табели 12. и иза сваке оцене стоји агенција са својом репутацијом.

Табела 12. S&P рејтинг и вероватноћа неизвршења обавезе

S&P	Процент неизвршења	Опис
Инвестициона класа		
AAA	0,02%	Изузетно јак капацитет за испуњење финансијских обавеза
AA+	0,03%	Врло јак капацитет за испуњење финансијских обавеза
AA	0,04%	Као горе, са повећаним ризиком
AA	0,06%	Као горе, са повећаним ризиком
A+	0,05%	Јак капацитет да се испуне финансијске обавезе, зависно од неповољних економских услова и промена околности
A	0,12%	Као горе, са повећаним ризиком
A	0,15%	Као горе, са повећаним ризиком
BBB+	0,20%	Адекватан капацитет да се испуне финансијске обавезе, зависно од неповољних економских услова
BBB	0,26%	Као горе, са повећаним ризиком
BBB-	0,37%	Учесници на тржишту сматрају је најнижом инвестиционом класом
Спекулативна класа		
BB+	0,52%	Учесници на тржиштима сматрају највишом спекулативном класом
BB	0,73%	Релативно стабилан на кратак рок, зависно од великих текућих неизвесности у погледу неповољних основних, финансијских и економских услова
BB-	1,22%	Као горе, са повећаним ризиком

Б+,Б	2,01%	За сада има капацитет да испуни финансијске обавезе, мада је врло подложен неповољним пословним и финансијским и економским условима
Б-	3,34%	Као горе, са повећаним ризиком
ЦЦЦ+	5,38%	Као горе, са повећаним ризиком
ЦЦЦ	8,68%	За сада рањив, са капацитетом да испуни финансијске обавезе високо зависан од повољних пословних, финансијских и економских услова
ЦЦЦ-	14,00%	Као горе, са повећаним ризиком
ЦЦ+	14,94%	Као горе, са повећаним ризиком
Ц	17,00%	За сада високо рањив
ЦД	18,25%	За сада високо рањив од постојећих обавеза и других повољних, финансијских и економских услова
Д	20,00%	Неизвршена плаћања по финансијским обавезама

Извор:<http://www.caiso.com/>

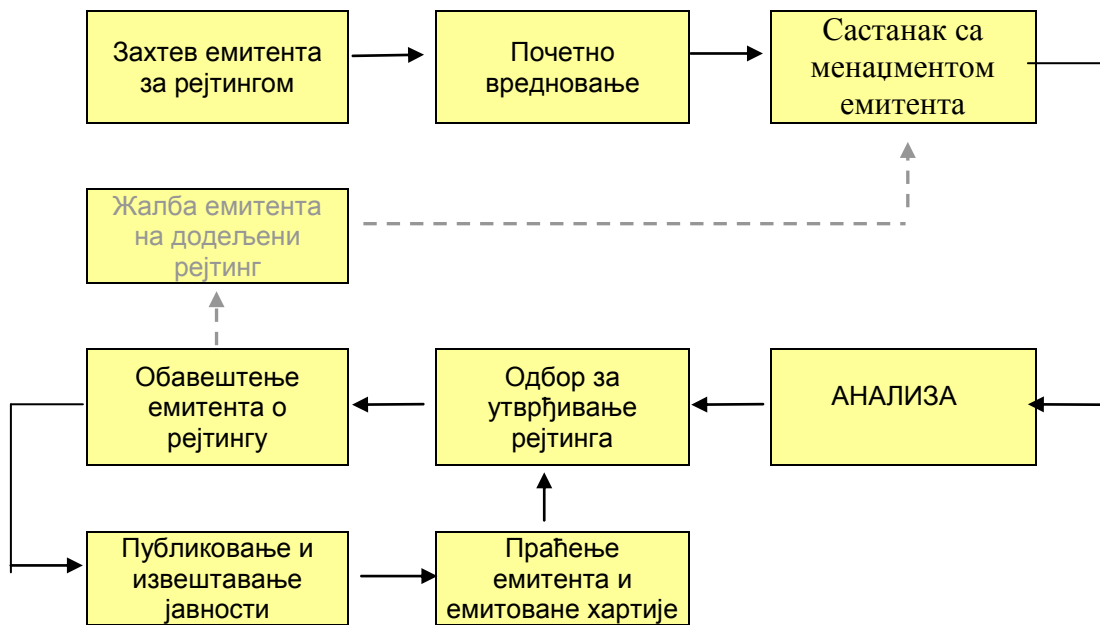
Значај кредитног рејтинга и рејтинг агенција огледа се и у решавању проблема информационе асиметричности између инвеститора и портфолио менаџера који управљају њиховим средствима. Пословном политиком, која је садржана у проспекту једног инвестиционог или пензионог фонда, често је слобода улагања менаџера фонда ограничена прописаним нивоом кредитног ризика коме се може фонд изложити. Тачније, прописан је најнижи дозвољен ниво кредитног рејтинга и менаџер не може улагати у хартије са нижим кредитним рејтингом од прописаног тако да портфолио менаџер не може доћи у искушење да инвестира у ризичније хартије и тиме се штите интереси инвеститора. Тако на пример, инвестициону политику осигуравајућих компанија и пензионих фондова карактерише искључиво улагање у хартије од вредности са високим кредитним рејтингом имајући у виду дугорочни хоризонт њихових улагања и склоност ка сигурнијим инвестицијама са мањим приносима.

Циљ утврђивања кредитног рејтинга није да се укаже на вредност и подобност неке инвестиције, не представља неки вид препоруке за улагање, већ оцену тј. мишљење о нивоу кредитног ризика неке хартије, односно емитента. Кредитни рејтинг не мери перформансе хартије попут тржшне вредности или ценовне флукуације и не пружа информације:

- о томе да ли инвеститори купују, продају или држе одређене хартије од вредности;
- о исплативости улагања у одређене финансијске инструменте;
- да ли је ниво ризика конкретног улагања прихватљив за инвеститора;
- да ли је принос који доноси хартија адекватан нивоу кредитног ризика;
- о односу цене хартије и нивоа кредитног ризика;

- о ликвидности тржишта на коме ће се финансијски инструмент куповати/продавати;
- о стабилности тржишта и тржишне вредности финансијског инструмента.¹⁵

Кредитни ранг емитента је од великог значаја инвеститорима и представља полазну основу у процесу доношења инвестиционе одлуке. Са друге стране, сваки емитент прижељкује што бољи кредитни рејтинг јер у том случају може да очекује да прикупи потребна средства под повољнијим условима односно са нижом каматном стопом. Независне кредитне агенције Moody's investor service (Moody's), Standar & Poors (S&P) i Fitch Ratings (Fitch) су од значаја за обезбеђивање стабилне, транспарентне и објективне глобалне архитектуре кредитног ризика. Популарност кредитног рејтинга које они дају произилази не само из њихове једноставности, где се богатство података и анализе представља само једним симболом, већ из чињенице да њихови експерти имају приступ привилегованим информацијама које омогућавају независну, објективну и апсолутну евалуацију способности субјеката да отплати дуг.¹⁶



Слика 2. Поступак утврђивања кредитног рејтинга од стране рејтинг агенције

Извор: Standard & Poors, www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/

¹⁵ Standard & Poor's : What credit ratings are & are not, www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/

¹⁶ Наташа Кожул, Методологија кредитног рејтинга за суверене и корпорације, Удружење банака Србије - часопис Банкарство, бр.1, 2012.

2.4.1 Водеће рејтинг агенције и њихове методологије

Појава првих рејтинг агенција везује се за САД и развој њене железничке инфраструктуре средином 19 века. Развој ове индустрије и саобраћајне инфраструктуре широм земље захтевао је знатно већи капитал од оног који су банке могле да обезбеде. У жељи да дођу до додатног капитала, компаније су кренуле са издавањем корпоративних обвезница. Пре тога на тржишту обвезница су постојале искључиво државне и обвезнице локалних нивоа власти, чију кредитну способност и спремност за измирење обавеза инвеститори никада нису доводили у питање тако да неке додатне информације о њима као емитентима тј. дужницима инвеститорима нису биле ни потребне. Временом на тржишту корпоративних обвезница се појавила огромна понуда корпоративних обвезница које су се нудиле инвестиционој јавности, тако да се јавила и потреба за што јефтиним и доступнијим изворима информација о овим дужницима и њиховим хартијама.

Henry Varnum Poor је први 1868. године издао „Приручник за железнице и канале Сједињених Америчких Држава“ у коме су били објављени оперативни и финансијски подаци водећих америчких компанија које су се бавиле изградњом железничке инфраструктуре и тако пружио први независни извор информација о кредитној способности емитената . Henry V. Poor је са својим сином основао H.V and H.W. Poor компанију која је наставила да годишње издаје и ажурира поменути приручник. Luther Lee Blake је 1906. године основао Standard Statistics Bureau са циљем пружања финансијских информација и о другим предузећима која немају додирних тачака са бизнисом изградње путне инфраструктуре у САД-у. Уместо годишњег издавања приручника, Standard Statistics се определио за чешће ажурирање финансијских података. Године 1941. Poor Co i Standar Statistics су се спојиле и тако је настала Standard & Poors данас једна од водећих рејтинг агенција.

John Moody је од 1900. године издавао „Moody's Manual", приручник који је пружао анализу акција и обвезница предузећа из разних индустрија. Године 1914. Moody's investor service је регистрован, проширена је база анализираних предузећа и исте године је ова компанија проширила делокруг своје делатности на анализу муниципалних обвезница издатих од стране америчких општина, градова и других нивоа локалне власти. До 1924. године Moody's investor service је покривао сто одсто америчког тржишта обвезница и данас спада у групу водећих рејтинг агенција.

John Knowles Fitch је 1913. године основао издавачку кућу Фитцх Fitch Publishing Company чије су публикације у то време биле веома битни финансијски извори за инвестициону индустрију. Године 1924. Fitch уводи „ AAA до Д “ рејтинг систем који је до данашњих дана остао основа за оцену кредитне способности у целој индустрији. Иако су Moody's и S&P водеће рејтинг агенције са скоро 80% тржишног учешћа, Fitch се све више сматра њиховим достојним конкурентом у области утврђивања кредитног рејтинга поготово након серије успешних мерцера са сродним компанијама из области финансијске анализе и управљање ризицима.

Табела 13. Подаци за кредитне агенције Moody's, S&P и Fitch за 2010. годину

	Moody's	Standard&Poors	Fitch
Број запослених:			
аналитичара	1.088	1.109	712
супервизора	116	236	337
Укупно:	1.204	1.345	1.049
Број оцењених обвезница:			
финансијских институција	61.581	54.000	61.550
осигуравајућих компанија	4.540	8.200	1.657
корпорација	30.285	44.500	13.385
хипотекарних заложница	101.546	117.900	64.535
Држава	841.235	965.900	363.897
Укупно:	1.039.187	1.190.500	505.024

Извор: Nationally recognized statistical rating organization, септембар 2011

На светском финансијском тржишту тренутно послује између 130 и 150 рејтинг агенција али велики број њих су мале регионалне агенције које су фокусиране на одређено тржиште или индустријски сектор, тако да скоро 95% тржишта покривају горе поменуте три рејтинг агенције. Регулаторна тела многих земаља утицала су да ове три агенције остваре монополску позицију на тржишту обзиром да су дуги низ година ово биле једине агенције које су биле национално признате тако да су финансијске институције прихватале искључиво њихове рејтинге. Поред тога што је неопходно да агенција буде призната од стране инвестиционе јавности, основни критеријуми које светски признате рејтинг агенције морају да задовољавају су:¹⁷

¹⁷ Gautam Setty, Randall Dodd, 2003. Credit rating agencies: Their impact on capital flows to developing countries, *Financial policy four-derivatives study center*, стр. 3

- 1) Довољан ниво капитала и извора средстава како би агенција могла нормално да послује у циљу избегавања било каквих политичких или економских притисака при утврђивању рејтинга неке компаније;
- 2) Адекватна организациона структура;
- 3) Довољан број стручних кадрова способних да врше темељне и поуздане анализе;
- 4) Мора да постоје прописане интерне процедуре агенције како би се спречила злоупотреба поверљивих информација
- 5) Не сме да постоји власничка или било каква друга повезаност агенције са компанијама чији кредитни рејтинг утврђују како би се избегао сукоб интереса;

Табела 14. Поређење система рангирања рејтинг агенција

	S&P	Moody's	Fitch
Инвестициона класа			
1	AAA	Aaa	AAA
2	AA+	Aa1	AA+
3	AA	Aa2	AA
4	AA	Aa3	AA
5	A+	A1	A+
6	A	A2	A
7	A	A3	A
8	BBB+	Baa1	BBB+
9	BBB	Baa2	BBB
10	BBB-	Baa3	BBB-
Спекулативна класа			
11	BB+	Ba1	BB+
12	BB	Ba2	BB
13	BB-	Ba3	BB-
14	B+	B1	B+
15	B	B2	B
16	B-	B3	B-
17	CCC+	Caа1	CCC+
18	CCC	Caа2	CCC
19	CCC-	Caа3	CCC-
20	CC+	/	CC+
21	C	/	C
22	CD	Ca	DD
23	D	C	DD
24	/	/	D

Извор: Bhatia (2002)

* Све три агенције пружају рејтинг како за емитенте тако и за њихове појединачне дугове тј. хартије од вредности. Оне градирају субјекте - емитенте и њихове способности да испуне своје облигације, као и њихове појединачне емисије у погледу њиховог квалитета и вероватноће неизвршења

Рејтинг агенције користе различите приступе при утврђивању кредитног рејтинга. Неке агенције користе аналитички метод, неке примат дају математичким моделима, а постоје и рејтинг агенције које комбинују ова два модела. Агенције које користе аналитички модел ослањају се на процене својих аналитичара и њиховом мишљењу о кредитној способности емитента. Аналитичари сагледавају, финансијске перформансе, политику и стратегију управљања ризиком емитента, као и економско окружење у коме емитент послује где се пре свега посматра:¹⁸

- 1) Економска структура и могућности земље
 - БДП, инфлација, стопа незапослености, увоз, извоз
- 2) Фискални показатељи
 - јавни приходи и расходи, учешће укупног дуга у БДП
- 3) Екстерна плаћања и дуг земље
 - девизни курс, трошкови радне снаге, платни биланс, девизни дуг и рацио сервисирања дуга
- 4) Монетарни и фактори ликвидности
 - краткорочне домаће каматне стопе, износ домаћих кредита, новчана маса М2/девизне резерве, доспели дугови/девизне резерве, пасива банака/актива банака.

Поред процене квантитативних података, аналитичари вреднују и широки спектар квалитативних података у жељи да што боље процени способност и спремност емитента да испуни своје финансијске обавезе на време.

Са друге стране, постоји мањи број агенција које се искључиво ослањају на математичке моделе где се укупни квантитативни подаци уносе у одређене сложене математичке формуле на основу којих се утврђује рејтинг.

¹⁸ Gautam Setty, Randall Dodd, Credit rating agencies: Their impact on capital flows to developing countries, Financial policy four-derivatives study center, april 2003., str5

2.4.2 Рејтинг агенције и сукоб интереса

Давне 1996. године новинар Thomas Friedman је можда на најбољи начин представио тадашњи утицај и моћ рејтинг агенција :

„ Постоје Сједињене Америчке Државе и постоји Moody's рејтинг агенција која рангира ваше обвезнице. САД вас могу уништити бомбардовањем, док вас Moody's може уништити смањујући рејтинг вашој обвезници. Верујте ми да није баш најјасније ко има већу моћ.“

Све до избијања светске економске кризе рејтинг агенцијама се безусловно веровало и биле су водиле свим учесницима на светском финансијском тржишту. Са економском кризом дошло је до масовног пропадања инвестиција у хартије од вредности које су до јуче биле високо рангиране код рејтинг агенција. Standard & Poor's, Moody's и Fitch су оштро критиковане због њихове улоге у покретању финансијске кризе у САД-у. Оне су оптужене да су подстицале трговање сложеним финансијским инструментима, који су изазвали кризу, дајући им дуго добар кредитни рејтинг. Рејтинг агенцијама почиње да се приписује непрофесионалан и нестручан рад и да су једноставно служиле да створе жељену слику о одређеним хартијама од вредности и њиховим емитетима која није била базирана на економским показатељима. Тако су за релативно кратко време рејтинг агенције прошле пут од изузетно моћних, професионално високостручних и уважених институција до институција које се сада оптужују за монополски положај, непрофесионалност и висок степен корумпираности.¹⁹ Америчка комисија за хартије од вредности указала је на озбиљне пропусте у раду ових агенција док се у Европи све више подржава идеја о стварању независне европске рејтинг агенције која не би била у приватним рукама.

Како је дошло до тога да рејтинг агенције изгубе своје позиције на финансијском тржишту? Подсетимо се да су се прве рејтинг агенције појавиле почетком 20 века као информативни сервис инвеститора. Инвеститори су плаћали за оцене њихових планираних инвестиција, а агенције су се трудиле да њихове оцене буду што веродостојније како би створиле што бољу репутацију и тако привукле што већи број инвеститора. Почетком '70 година прошлог века индустрија кредитног рејтинга уводи

¹⁹ Јован Б. Душанић, Рејтинг агенције и сукоб интереса, дневне новине Политика, 16.03.2012.

значајне промене и иновације. Агенције увиђају како њихове оцене имају све већи значај за емитенте у смислу олакшаног приступа тржишту капитала уз смањење трошкова прибављања капитала и у условима све веће понуде разних финансијских инструмената на тржишту. Експанзија и све већа комплексност тржишта капитала уз значајан раст потреба за статистичким и аналитичким услугама утицало је на промену пословања рејтинг агенција које сада за своју услугу накнаду наплаћују од емитента, а не од инвеститора како је то било у почетку. Са оваквим системом емитенти су добили могућност да се директно договарају са рејтинг агенцијама у циљу добијања што бољег рејтинга, за који су спремни да плате и веће накнаде, јер добар рејтинг директно утиче на ефикасан пласман њихових хартија од вредности. Емитенти су се временом све више окретали рејтинг агенцијама које су биле спремније да им излазе у сусрет, те агенције су за то биле доста добро плаћане, а све то је на крају ишло на штету инвеститора јер су се оцене агенција све више удаљавале од реалности. Легализован је систем у коме постоји сукоб интереса јер рејтинг агенције плаћају емитенти чије хартије од вредности се оцењују и рангирају. Рејтинг агенције су отишле и корак даље па су емитентима (за допунско плаћање услуга) понудиле и „консултовање“ или „моделирање“. Емитент се сада може обратити рејтинг агенцији да му моделира активу која ће касније да добије најбољу оцену од исте те агенције.²⁰

Поред ових значајних промена које су се увеле '70 година прошлог века у индустрији кредитног рејтинга, можемо истаћи и да су регулаторна тела финансијских тржишта широм света такође велики кривци за стварање монополског положаја на тржишту који је између осталог и довео до тога да се данас рејтинг агенције посматрају као непрофесионалне институције склоне корупцији. Америчка комисија за хартије од вредности (СЕЦ) је 80-тих година увела на финансијском тржишту категорију национално признатих рејтинг агенција (*NRSRO-nationally recognized statistical rating organization*) чије рејтинге искључиво прихвата као релевантне при оцене финансијских институција које су под надзором СЕЦ-а и по аутоматизму је сврстала Standard & Poor's, Moody's i Fitch у ову категорију. Остала финансијска регулаторна тела су убрзо прихватиле овакву категоризацију и коју су доследно примењивала у свом и у пословању . Током наредних тридесет година свега четири нове рејтинг агенције су добиле статус национално признатих агенција од стране СЕЦ-а, међутим многа мерцовања са водећим агенцијама, пре свега са Fitch -ом, су утицала да од 1975. до

²⁰ Јован Б. Душанић, Рејтинг агенције и сукоб интереса, дневне новине Политика, 16.03.2012.

2000. године број национално признатих рејтинг агенција остане на истом нивоу, три. Тако је СЕЦ била значајна препрека многим рејтинг агенцијама за улазак на то тржиште, јер без добијања *NRSRO* категоризације од стране комисије, узалудно је било и бавити се тим бизнисом јер би такве агенције биле игнорисане како од инвеститора тако и од емитента хартија од вредности. СЕЦ никада није званично објавила основне критеријуме које треба да задовољи једна фирма како би добила статус национално признате рејтинг агенције, никада није постојала званична ревизија додељених статуса и никада није разјашњено како су неке агенције по аутоматизму добиле тај статус а многе друге су биле одбијене. Овакав систем би можда још дуго функционисао да се на финансијском тржишту 2001. године није десио случај компаније *ENRON*. Три водеће рејтинг компаније су овој компанији доделиле високи рејтинг „инвестициони ниво“ , а свега пет дана пре банкротства ове компаније су повукле своје оцене и снизиле јој кредитни рејтинг. Бурна реаговања медија и инвестиционе јавности довела је до тога да се 2006. године одређеним законским решењима практично налаже комисији за хартије од вредности транспарентнији рад и да не буде препрека за појаву већег броја признатих рејтинг агенција. Овим актима прописани су и критеријуми на основу којих би СЕЦ требала да додељује агенцијама статус национално признатих рејтинг агенција. Након доношења појединих законских акта и реформе у области кредитног рејтинга, нових седам рејтинг агенција је у периоду од 2000-2008. године добило статус *NRSRO* и данас их има укупно десет.

Светска економска криза и поновна закаснела реакција водећих рејтинг агенција је овог пута дефинитивно указала да је неопходна темељна реформа пословања овог система. Неопходно је укинути постојећим агенцијама привилеговани статус које оне имају код регулаторних власти многих земаља и тренутни олигопол укинути повећавањем конкурентности ублажавањем услова за добијање статуса национално признатих агенција. У циљу избегавања злоупотреба које се биле честе у ранијим периодима, неопходно је рејтинг агенцијама онемогућити да се истовремено баве и консултантским услугама и можда и најбитнији корак који је потребно учинити у процесу реформе индустрије кредитног рејтинга је повратак на првобитан модел пословања односно наплата услуга за утврђени кредитни рејтинг од инвеститора.

**ТРЕЋИ ДЕО – ПРИМАРНО И СЕКУНДАРНО ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ
ОБВЕЗНИЦА**

1. Методе продаје муниципалних обвезница

Поступак емисије муниципалних обвезница се састоји из неколико фаза кроз које сваки емитент мора да прође. Имајући у виду да локалне власти углавном не располажу стручним кадром који би могао да спроведе целокупан процес емисије, први корак у том поступку представља одабир независног финансијског саветника уз чију помоћ се утврђује обим и структура емисије. Једна од кључних одлука у овој фази емисије обвезница представља одабир методе продаје муниципалних обвезница. Постоје три методе путем којих се локалне власти задужују на тржишту муниципалних обвезница:

- тендерска продаја (*competitive bid*)
- продаја путем преговора (*negotiated sale*) и
- приватни пласман (*private placement*).

Емитенти немају увек слободу избора у вези методе којом ће продавати своје обвезнице. Истраживања која су спровели Peng i Brucato²¹ показују да у многим државама САД-а законом је предвиђено да се опште обавезујуће муниципалне обвезнице продају искључиво тендерском продајом. Таква ограничења не постоје код емисије приходних муниципалних обвезница. Приватни пласман муниципалних обвезница представља директну продају обвезница инвеститору од стране емитента без ангажмана посредника у поступку продаје. То је обично затворена емисија обвезница којом се директно продаје унапред познатим професионалним инвеститорима. Приватни пласман се обично користи код емисија малог обима, кад емитент први пут емитује обвезнице и не поседује кредитну историју, при емисији обвезница са нижим кредитним рејтингом. Овај тип продаје учествује са свега 0,5% од укупне продаје на тржишту муниципалних обвезница, тако да можемо констатовати да код емитената углавном постоји дилема у одабиру између две методе продаје, тендерске или продаје путем преговора.

²¹ Jung Peng i Peter Brucato Jr., „Do Competitive – Only Laws Have an Impact on the Borrowing Cost of Municipal Bonds ?“, *Municipal Finance Journal* 22 (2001), str. 61-76

1.1 Тендерска продаја обвезница

Код тендерске продаје емитент расписује конкурс и прикупља понуде од стране већег броја покровитеља који конкуришу за спровођење поступка продаје. Уколико се ради о емисији већег обима, чест је случај да се више покровитеља удружују у синдикат и заједнички конкуришу за спровођење поступка емисије. Јавни конкурс се објављује у неким од дневних новина пар недеља пре емисије, и у том периоду потенцијални покровитељи се окрећу прелиминарним анализама и испитују заинтересованост инвеститора за куповином обвезница и утврђују која би то каматна стопа била адекватна да би се остварила продаја целокупне емисије. Покровитељ или синдикат покровитеља који понуди најбоље услове, односно обезбеди средства емитенту по најнижој каматној стопи, стиче право да откупљене обвезнице касније продаје инвеститорима. Поступак емисије муниципалних обвезница се састоји из две основне фазе: припрема емисије и продаја (покровитељство). Код продаје путем тендера финансијски саветник је задужен за послове припреме и организовања емисије, док је покровитељ који победи на тендеру одговоран за спровођење поступка продаје. Након одабира методе продаје финансијски саветник отпочиње са припремом емисије која обухвата следеће активности:²²

- 1) дефинисање обима и структуру емисије
- 2) припрема неопходне документацију за спровођење поступка
- 3) обезбеђење кредитног рејтинга од стране рејтинг агенција
- 4) спровођење *cost benefit* анализе у вези додатног осигурања обвезница
- 5) саветовања по питању одабира правог времена за емисију обвезница - *timing*
- 6) прибављање и вредновање понуда покровитеља .

Покровитељ остварује зараду у овом послу у виду спреда – *GUS* (*Gross Underwriter Spread*) који се утврђује као дисконт на номиналну вредност обвезнице тако да емитент добија умањен износ у односу на номиналну вредност емисије. Поред спреда који припада покровитељу и који представља у основи и највећи трошак за емитента, други значајни трошкови при емисији су : накнада финансијског саветника,

²² Frank J Fabozzi, Sylvan G. Feldstein, The handbook of municipal bonds, John Wiley and Sons, 2008, str. 53

накнада рејтинг агенције, трошкови штампања документације, премија осигурања у случају да је обвезница осигурана.

1.2 Продаја путем преговора

Код овог метода продаје емитент бира покровитеља емисије који ће откупити емисију и касније понудити у поступку јавне продаје својим клијентима инвеститорима. Покровитељ се бира на бази његових референци, ранијих искуства или на бази њихове раније заједничке сарадње. Покровитељ емисије може да се одабере и прикупљањем понуда које садрже референце и искуства покровитеља у сличним пројектима и цену његове услуге, док се цена тј. камата по којој ће се финансирати емитента утврђује касније након одабира покровитеља. Одабрани покровитељ је одговоран како за припрему емисије тако и за даљу продају обвезница. Овај метод продаје се назива продаја путем преговора из разлога што се карактеристике обвезнице и услови по којима се врши емисија обвезница и услови продаје утврђују путем преговора између емитента и одабраног покровитеља. Да би преговори били ефикасни, емитент мора да познаје тржиште и да поседује довољно знања и искуства на финансијском тржишту како би имао добру преговарачку позицију и активно учествовао у дефинисању услова по којима ће задужити. У супротном за емитента је пожељно да ангажује независног финансијског саветника који би га заступао у тим преговорима.

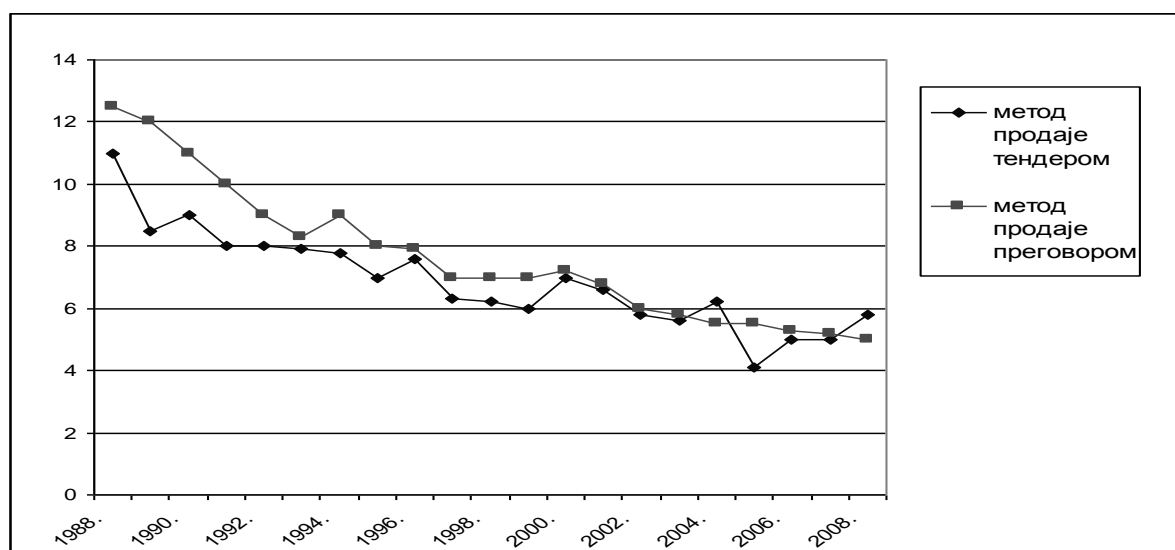
1.3. Компаративна анализа метода продаје

Ефекти који се постижу одабиром адекватне методе продаје муниципалних обвезница је предмет многих истраживања у економској теорији. Постоје две групе студија, једна, која истиче метод продаје путем тендера као ефикаснији метод по питању висине трошкова емисије и друга, која под одређеним околностима ипак предност даје методи продаје путем преговора.

Један од основних економских принципа је да раст конкурентности на тржишту неминовно доводи до раста квалитета и цена сваке услуге. Из тих разлога једна група економиста истиче продају муниципалних обвезница путем тендера као ефикаснији метод јер је емитенту на располагању већа група инвеститора, што ствара могућност емитенту да се задужи под знатно повољнијим условима. Имајући у виду да је

ангажман покровитеља неизбежан у процесу емисије обвезница, обзиром да код продаје путем преговора емитент бира покровитеља на бази неких субјективних оцена и без прикупљања конкурентских понуда, поставља се питање у том случају о заинтересованости покровитеља да уложи значајан труд како би се емитент задужио под најповољнијим условима. У истраживањима спроведеним средином 1990-тих при продаји муниципалних обвезница државе Орегон,²³ дошло се до закључка да је продаја тендерским путем за резултат имала значајно ниже камате по којима се емитент задуживао него што је то било у случају продаје путем преговора. Многа истраживања такође потврђују да је накнада покровитеља, односно спред који остварују при продаји обвезница, знатно нижа при тендерској продаји муниципалних обвезница. У последњих двадесет година одсупања од овог правила су била присутна само у току 2004. године и недавно 2008, као резултат светске економске кризе (график бр.2).

График 2. Разлика у накнади покровитеља емисије у односу на метод продаје (1988-2009)



Извор: The handbook of municipal bonds, John Wiley and Sons, 2008 & Muni Underwriting Fees at 8-Year High, Dan Seymour, The bond buyer, 2009.

Обзиром да се продаја путем преговора базира на субјективној процени у одабиру покровитеља, а не искључиво на бази цене односно трошкова задуживања како је случај код тендерске продаје, постоје два битна негативна ефекта која се могу јавити. Прво, постоји погодно тло за појаву корупције и злоупотребе политичке моћи и

²³ William Simonsen, Mark D. Robbins, Lee Helgerson, "The influence of Jurisdiction Size and Sale Type on Municipal Bond interest rate: An Empirical Analysis", Public Administration Review 61 (2001), str 709-717

утицаја. Локални органи власти су у могућности да послове додељују њима блиским компанијама које су финансирале ранију њихову политичку кампању у процесу доласка на власти и у пракси је било често оваквих појава ткз. *pay to play* скандала. Други негативан ефекат који се може јавити, је случај да се услед субјективне процене одабере покровитељ емисије који можда не располаже довољним искуством и знањем што може довести до тога да се емитент задужи под неповољнијим условима.

Присталице друге тезе оспоравају тврдњу да продаја тендером безусловно води ка задуживању емитента под најповољнијим условима. Ове студије испитују које су то околности под којима је метод продаје путем преговора ефикаснији. Основна претпоставка заступника прве тезе је да ће понудом обвезница од стране емитента уследити значајна конкуренција међу покровитељима емисије и њихових клијената-инвеститора, што води ка јефтинијим изворима финансирања. Међутим, постоје ситуације када је слаба заинтересованост и тражња од стране покровитеља и инвеститора за муниципалним обвезницама и тада се губи та веза између конкурентности и ниских трошкова задуживања. Постоје два кључна фактора који утичу на тражњу за муниципалним обвезницама: а) комплексан облик обвезнице и б) информациона асиметричност.

а) Муниципалне обвезнице често садрже разне иновације које омогућавају емитенту ниже трошкове при задуживању, али их у исто време те иновације чине сложенијим за разумевање од стране инвеститора. Обвезнице могу да се емитују са варијабилном каматном стопом, синтетичком фиксном стопом или са уграђеним разним опцијама (*put - call*). Што је обвезница сложенија то изискује додатан ангажман и време за едукацију, информисање и проналажење инвеститора. У таквим околностима продаја путем преговора је пожељнија због веће слободе и флексибилности у погледу „*timing-a*“ продаје, односно на располагању је више времена за додатну едукацију и информисање клијената, а све у циљу добијања што адекватнијих понуда за куповином обвезница.

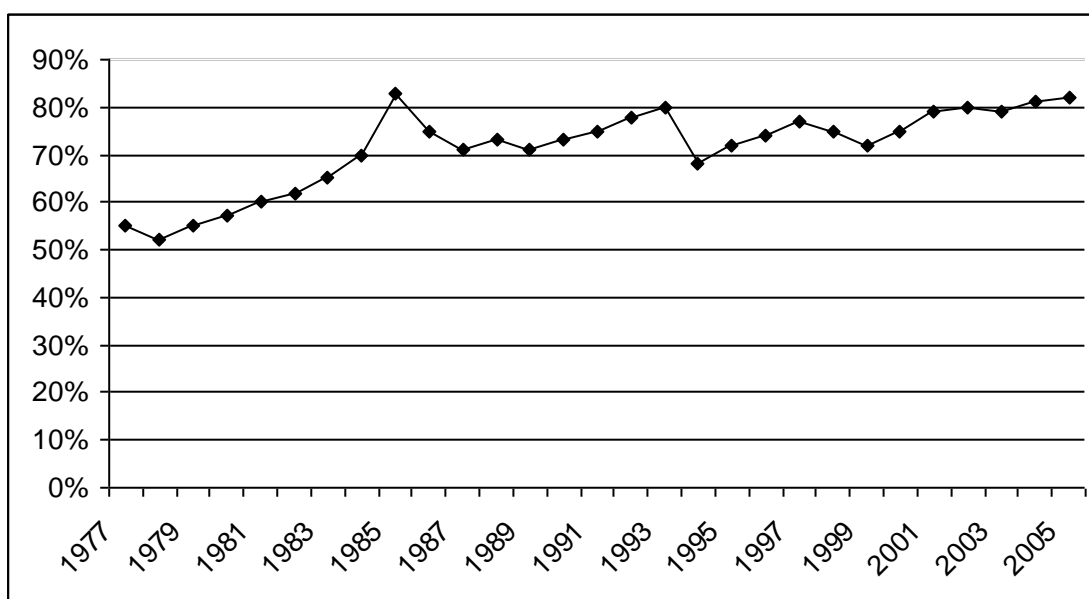
б) Информациона асиметрија се јавља у ситуацијама када не постоји идентична информисаност свих учесника у трансакцији. Односи се на то колико су инвеститори информисани о емитенту и пројекту у који се инвестира. Инвеститор је увек забринут по питању способности емитента да врати главницу са припадајућим каматама и уколико не располаже жељеним информацијама или ће одустати од инвестиције или ће захтевати већи принос на своја улагања. Постоје више ситуација у

којима је неопходна дубља анализа, додатне информације и више времена како би се инвеститор одлучио за куповину обвезница:

- уколико се емитент први пут појављује на тржишту муниципалних обвезница и не постоје историјски подаци по питању његове редовности у измирењу обавеза;
- уколико се емитује приходна обвезница већа је неизвесност за инвеститора, за разлику од опште обавезујуће муниципалне обвезнице која је гарантована пореском снагом емитента;
- уколико се ради о приходној муниципалној обвезници од великог је значаја која врста пројекта се финансира, јер неке пројекте је теже, а неке лакше анализирати и утврдити способност да се временом генерише довољан приход за измирење обавеза;
- код обвезница са нижим кредитним рејтингом постоји већи изазов у погледу анализа и утврђивања кредитне способности емитента.

Уколико муниципалне обвезнице садрже неку од горе поменутих карактеристика, продаја путем преговора даје више времена покровитељу емисије да информише своје клијенте-инвеститоре и тако смањи информациону асиметрију, а све у циљу добијања што бољих понуда по питању висине каматне стопе по којој би се задужио емитент.

График 3. Употреба методе продаје путем преговора у укупним емисијама н муниципалних обвезница



Извор: The handbook of municipal bonds, John Wiley and Sons, 2008, стр.62

Један од основних разлога зашто се емитенти одлучују управо за продају муниципалних обвезница путем преговора, је тај што овај начин продаје пружа могућност да се дуже испитује тржиште у циљу долажења до нових идеја и техника финансирања. Многи емитенти нису често присутни на тржишту муниципалних обвезница, не задужују често на овакав начин и нису и из тих разлога најбоље информисани како би адекватно, за њих финансијски најповољније, спровели процес емисије обвезница. Покровитељ пружа преко потребне савете око припреме емисије и нема потребе за додатним ангажовањем независног саветника. Чињеница да емитент не мора да специфира тачан датум изласка обвезнице на тржиште, већ то чини кад се по њему створе најповољнији услови на тржишту, чини овај вид продаје флексибилним и додатно атрактивнијим. Основни недостатак представља то, што се о висини камате и накнаде покровитеља преговара. Цена задуживања није резултат конкурентских понуда више покровитеља па емитент никад није сигуран да је емитовао хартије под најповољнијим условима.

Обе методе имају одређене предности и недостатке, али пракса нам показује да је метода продаје муниципалних обвезница путем преговора заступљенија и учествује са преко 80% у укупним емисијама муниципалних обвезница (график 3). Економска теорија предлаже примену метода продаје путем тендера у случајевима када за конкретну емисију није неопходна ригорозна анализа карактеристика обвезнице и емитента од стране покровитеља и инвеститора у циљу утврђивања кредитног ризика. То су ситуације када постоји обиље информација о емитенту који је познат финансијској јавности или се ради о емисији опште обавезујућих обвезница и обвезница са високим кредитним рејтингом. Са друге стране продаја путем преговора има предности код емисија код којих је потребна дубља анализа, додатна едукација и информисање инвеститора у циљу утврђивања кредитног рејтинга.

Табела 15. Компаративна анализа метода продаје муниципалних обвезница

		ПРОДАЈА МЕТОДОМ ТЕНДЕРА		
ПРЕДНОСТИ			НЕДОСТАЦИ	
постижу се ниже каматне стопе под којима се задужује емитент			понуда покровитеља може да садржи премију како би осигурао победу на тендеру	
накнаде покровитеља су ниже			емитент нема могућност да промени датум емисије, доспеће или структуру обвезнице након објаве позива покровитељима за доставу понуда	
транспарентност при одабиру покровитеља			емитент обично нема контролу над саставом синдиката покровитеља	
			услови из понуде можда нису и најповољнији могући услови	
		ПРОДАЈА МЕТОДОМ ПРЕГОВОРА		
ПРЕДНОСТИ			НЕДОСТАЦИ	
Покровитељ обавља послове припреме емисије и тако елиминира трошкове и потребу за независним саветником			не постоји конкуренција покровитеља при утврђивању услова емисије	
већа могућност за спровођење адекватног истраживања у циљу обезбеђења инвеститора који ће понудити највишу цену за обвезнице			тешко је утврдити да ли је накнада (спреад) покровитеља одговарајућа обзиром да се пружа шири спектар услуга	
већа флексибилност - могућност промене датума емисије или структуре емисије обвезнице као одговор на промену тржишних услова			нема транспарентности при одабиру покровитеља и може довести до оптужби за фаворизовање појединих фирми	
емитент има већу контролу над саставом синдиката покровитеља				

Извор: Paul A. Leonard, „An Empirical Analysis of Competitive Bid and Negotiated Offerings of Municipal Bonds“, Municipal Finance Journal 17, 1996

2. Ликвидност тржишта муниципалних обвезница

Трговање на тржишту муниципалних обвезница се одвија на примарном и секундарном тржишту. Примарно тржиште се везује за прво издавање и продају обвезница, односно њихово увођење на тржиште. На примарном тржишту обично покровитељ емисије купује целокупну емисију од емитента и затим је нуди широј инвестиционој јавности у примарној продаји. При примарној продаји сви битни услови су унапред дефинисани укључујући цену и каматну стопу коју носи емитована хартија

и средства од продаје обвезница иду емитенту. Институционални и индивидуални инвеститори испостављају своје налоге куповине покровитељу, налози се реализују по унапред дефинисаним приоритетима док се брокерско дилерска провизија за посредовање при примарној продаји наплаћује од издаваоца муниципалних обвезница. Институционални инвеститори учествују на примарном тржишту куповином великих лотова муниципалних хартија директно од покровитеља емисије и уобичајни њихов минимални износ улагања је од \$1 милион. Са друге стране просечан улагања индивидуалних инвеститора обично износи око \$100.000 или мање и њих карактерише спорадична појава на тржишту са уобичајном стратегијом куповине и чувања хартија до доспећа. Индивидуални инвеститори су у могућности да учествују у примарној трговини муниципалним обвезницама уколико емитент при емисији предвиди период за пријем налога индивидуалних инвеститора тзв. *retail order period*. У том периоду покровитељ или синдикат покровитеља прима налоге искључиво од индивидуалних инвеститора. Емитент на почетку сваке емисије дефинише да ли ће постојати продаја на мало тј. продаја индивидуалним инвеститорима, период у ком ће примати такве налоге као и квалификације које мора да задовољава инвеститор да би био окарактерисан као *retail* инвеститор.

Свака даља трговина муниципалним обвезницама након примарне продаје од стране покровитеља представља трговину на секундарном тржишту. На секундарном тржишту емитент не добија новац од трансакција већ се врши купопродаја обвезница између инвеститора. Секундарно тржиште омогућава власницима хартија од вредности да у сваком моменту (уколико постоји купац) уновче своју инвестицију и дођу до ликвидних средстава. Да ли је могуће брзо и ефикасно трговати на секундарном тржишту муниципалних обвезница? Које су то специфичности овог финансијског инструмента који утичу да се његово секундарно трговање доста разликује од секундарног трговања државним, корпоративним обвезницама или акцијама? Према последњим званичним подацима агенције *Bloomberg*, закључно са месецом октобром 2011. године, на најактивнијем америчком тржишту муниципалних обвезница егзистира око 46.000 емитената који су емитовали око 1,1 милион муниципалних хартија различитих по основу кредитне структуре, рокова доспећа, годишњег приноса, средства обезбеђења и других специфичних услова. Због ове необичне карактеристике тржишта муниципалних обвезница, њихову секундарну трговину је немогуће организовати на регуларном берзанском тржишту већ се њима искључиво тргује на ванберзанском тржишту - *ОТС тржишту*. На секундарном тржишту муниципалних

обвезница не постоји организована и централизована трговина, званично време трговања, дневне котације емитованих обвезница као и јединствена трговачка платформа путем које се може трговати и пратити трговање. То је класично дилерско тржиште које чини преко хиљаду посредника које функционише тако што инвеститор купује обвезнице од своје брокерско-дилерске куће, а продавац продаје обвезнице својој брокерско-дилерској кући. Дилер који је примио налог може свом клијенту да понуди неку муниципалну обвезницу из свог порфеља или да тражи на *ОТЦ тржишту* од других дилера обвезницу са захтеваним карактеристикама. Брокерско-дилерске куће међусобно комуницирају и прикупљају информације путем телефона, е-маилова и интерних информационих платформи о понуди и тражњи муниципалних обвезница на секундарном тржишту. Због специфичности самог тржишта и његове фрагментисаности (јер пореска ослобођења имају инвеститори у случају да купују обвезнице региона, дистрикта или општине којој припадају и из тих разлога постоје специјализовани регионални брокери који послују искључиво на одређеном тржишту) честа је појава да брокерско –дилерске куће ангажују своје брокере (енгл. *broker's brokers*) како би дошли до жељених муниципалних обвезница. На секундарном тржишту посредници трговину могу да обављају по налогу клијенту где послују као агенти и за ту активност наплаћују провизију од купаца/продаваца обвезница или тргују у своје име и за свој рачун у циљу оптимизације сопственог портфеља хартија од вредности и у том случају на тржишту наступају као дилери.

Обзиром да се секундарна трговина муниципалним обвезницама не одвија на некој од берзи тј. на неком централизованом и организованом тржишту, агенција Standard and Poor's је још давне 1935. године, у циљу што ефикаснијег трговања муниципалним обвезницама на секундарном тржишту, отпочела са публикавањем часописа „Плава листа“ који се првобитно штампао на плавом папиру па је по томе и сам часопис добио назив. Иначе пун назив ове публикације која се дневно ажурирала и која је од 1999.године била доступна свим регистрованим учесницима на овом тржишту и путем интернета је „Плава листа општинских обвезница које се нуде на продају“ (енгл. *The Blue List of Current Municipal Offerings*). Плава листа је била свеобухватан извор информација о активностима и обимима на секундарном тржишту општинским обвезницама. Широки спектар муниципалних обвезница расположивих за продају, са свим својим битним карактеристикама, су презентоване на овај начин инвеститорима којима су биле доступне детаљне информације о емитенту, врсти обвезнице, количини која се нуди на продају, датуму доспећа, купонској стопи, цени и

дилеру који нуди конкретне обвезнице. Овде су такође биле садржане и информације и мишљења о свим прошлим активностима и емисијама конкретних издаваоца, могућности и пројекције њихових будућих активности, статистички подаци о приходима које обвезница доноси инвеститору што је све значајно за потенцијалне инвеститоре у циљу доношења праве инвестиционе одлуке. Овом публикацијом се покривало негде око 40% обвезница које су се нудиле на секундарном тржишту. Појава многих електронских сервиса утицала је да овакав вид информисања инвеститора о секундарном тржишту муниципалних обвезница буде превазиђен, тако да је августа 2001. године Standard and Poor's престао са издавањем ове публикације. Брокерско – дилерске куће данас често користе *Alternative Trading Systems* (АТС систем) који су дизајнирани тако да олакшају секундарну трговину муниципалним обвезницама. Уз помоћ ових електронских сервиса брокери на тржишту лакше проналазе друге посреднике који нуде хартије од вредности које одговарају њиховим клијентина и тиме се значајно подиже ликвидност иначе неликвидног тржишта. Коришћење АТС система у секундарној трговини муниципалним обвезницама је одобрено од стране Комисије за хартије од вредности (СЕЦ) и приступ овим системима је омогућен искључиво дилерско - брокерским кућама. Иако је на тржишту присутно више од хиљаду посредника званични подаци МСРБ-а²⁴ нам говоре да је у 2011. години 75% секундарног трговања обављено од стране водећих 10 дилерско- брокерских кућа. Након обављене сваке трансакције дилерско-брокерска кућа је у обавези да у року од 15 минута достави податке МСРБ-у о обављеној трговини тако да ово регулаторно тело има могућност да путем свог ЕММА²⁵ система пружа значајне информације о муниципалним обвезницама широј инвестиционој јавности.

Треба имати у виду да је мала вероватноћа да ће инвеститор у муниципалне обвезнице наћи на секундарном тржишту спремног продавца обвезница са свим њеним карактеристикама које он жели. Уобичајно је да купац специфицира основне карактеристике обвезнице у које је спреман да улаже (бонитет емитента, рок доспећа,

²⁴ Municipal Securities Rulemaking Board–МСРБ је регулаторно тело на америчком тржишту муниципалних обвезница које контролише рад брокерско дилерских друштва и банака, креира прописе и правила пословања на овом тржишту а све у циљу заштите инвеститора. Ово регулаторно тело је основано од стране Конгреса САД-а 1975. године и подлеже надзору Комисије за хартије од вредности (СЕЦ).

²⁵ Electronic Municipal Market Access – ЕММА је сервис МСРБ-а који пружа званичне податке о примарном и секундарном тржишту муниципалних обвезница. ЕММА нуди бесплатан он-лине приступ информацијама код нових емисија, пружа информације о каматним стопама и резултатима обављених аукција, као и информације у реалном времену о извршеним трговинама на секундарном тржишту и постигнутим ценама.

каматна стопа, принос, порески третман ...) и након тога направи ужи избор међу обвезницама које се нуде на продају а које приближно одговарају задатим критеријумима. Да секундарно тржиште муниципалних обвезница спада у групу неликвидних тржишта додатно нам говори податак да се њима углавном тргује спорадично и да се у току 2010. и 2011. године са чак 99% активних муниципалних обвезница није уопште трговало на секундарном тржишту.

Табела 16. Секундарно тржиште муниципалним обвезницама у САД-у

Укупан број трансакција					
	2007	2008	2009	2010	2011
	9.182.124	10.976.658	10.359.611	10.497.319	10.392.855
Укупан обим трговања у мил.\$					
	2007	2008	2009	2010	2011
продаја брокерско-дилерској кући/банци	3.156.765	2.722.682	2.029.305	1.975.401	1.666.732
куповина од брокерско-дилерске куће/банке	2.519.994	1.970.188	1.186.992	1.239.264	1.085.580
међу дилерска трговина	1.008.370	821.550	574.974	572.329	526.367
	6.685.129	5.514.420	3.791.271	3.786.994	3.278.679

Извор: MSRB 2011 Factbook, <http://www.msrb.org/msrb1/pdfs/MSRB2011FactBook.pdf>

О релативно ниском нивоу ликвидности секундарног тржишта муниципалних обвезница на тренутно најразвијенијем, америчком тржишту, додатно нам говоре подаци приказани у табели 16. И поред великог броја обављених трансакција и великог броја расположивих обвезница за даљу продају (око милион хартија од вредности), у 2011. години просечан дневни промет муниципалним обвезницама износио је 11,3 милијарди долара . Са друге стране секундарно тржиште корпоративним обвезницама карактерише 20,6 милијарди долара просечан дневни промет од свега 50.000 емитованих корпоративних обвезница доступних за даљу продају. Статистички подаци говоре да се најактивнија секундарна трговина муниципалним обвезницама обавља у првом месецу након њиховог издавања , у другом месецу обим трговине опада за неких 15% , након чега следи још значајнији пад у каснијем периоду. Када муниципалне обвезнице пронађу пут до индивидуалних и институционалних инвеститора, чије учешће на тржишту износи преко 87%, следи драматичан пад у њиховој секундарној трговини обзиром да ове инвеститоре карактерише стратегија *buy and hold* (купити и чувати хартије од вредности

до доспећа) и то је још једна битна чињеница која објашњава низак ниво ликвидности овог тржишта.

2.1 Утврђивање цене на секундарном тржишту муниципалних обвезница

Обзиром да се секундарна трговина муниципалним обвезницама не обавља на неком централизованом и организованом тржишту (берзи), да не постоје дневне котације већ је то дилерско тржиште које одликује велика хетерогеност емитената и хартија од вредности којима се спорадично тргује, не постоји могућност да се за сваку муниципалну обвезницу у сваком моменту прецизно зна цена по којој се може њоме трговати. Брокерско-дилерске куће одређују цене муниципалних обвезница по којима су они вољни да тргују, на бази процене њихове тржишне вредности ослањајући се на различите изворе информација. То не значи да ће то бити и коначна цена по којима ће се обавити трговина. Постоје неколико релевантних фактора на које се брокерско-дилерске куће ослањају при процени цена муниципалних обвезница:

- *post-trade price information* - информације о цени недавно трговане обвезнице или њој сличних обвезница;
- *pre-trade price information* – доступне информације о цени обвезнице пре било какве трговине конкретне или њој сличне обвезнице;
- основне карактеристике обвезнице и њен кредитни квалитет;
- релевантне тржишне информације и
- трошкови трговања .

1) Почев од 2005. године регулаторно тело МСРБ захтева од брокерско-дилерских кућа да се у року од 15 минута пријави свака обављена трансакција. То је доста утицало да се побољша транспарентност цена на секундарном тржишту муниципалних обвезница. Путем ЕММА веб сајта свим учесницима су доступне *post trade* информације о ценама обвезница које су репер за утврђивање цена код будућих трговина. Уколико се конкретном обвезницом није трговало дилери као репер за утврђивање цене користе цене сличних обвезница са којима се трговало. У случају да се неком обвезницом трговало искључиво између дилера остали учесници на тржишту морају да у ту цену укључе и провизије дилера као би дошли до информације колико би била цена обвезнице када би они инвестирали.

2) За процену тржишне вредности обвезнице продавци могу тражити од својих брокера да упуте захтев другим брокерима да дају понуде за куповину њихових обвезница, да сагледају најповољније цене по којима су се у ранијем периоду нудиле и тражиле конкретне или њима сличне обвезнице иако се њима можда никад није ни трговало. На бази својих дневних комуникација брокерско дилерске куће долазе до оваквих пре таде информација. За разлику од пост траде информација, пре траде информације нису централизоване и нису јавно доступне.

3) На тржишну цену муниципалних обвезница значајно утучу и информације о промени кредитног квалитета хартије, односно о промени кредитне способности емитента да на време измирује своје обавезе. Промене у кредитрном квалитету утицаће на промену тржишне цене у односу на цену по којој се неком хартијом последњи пут трговало. Из тих разлога учесници на тржишту редовно прате све битне информације које се тичу емитената муниципалних обвезница, а које могу значајно да утичу на кретање цена њихових обвезница. Емитенти имају и законску обавезу да правовремено обелодањују битне информације које могу да утичу на тржишну вредност обвезница попут информација о кашњењу у исплати камата, проблеми са исплатом главница, промене кредитног рејтинга и сл.

4) Приликом процене тржишне цене муниципалних обвезница као важне факторе треба сагледати опште тржишне услове и дешавања на тржишту. Тако на пример уколико дође до промене каматних стопа на тржишту у односу на датум последње трговине обвезницама, под претпоставком да су сви остали услови идентични, то ће аутоматски утицати на промену тржишне цене обвезнице (раст каматне стопе на тржишту ће утицати на смањење, а пад каматне стопе на раст цене обвезнице). Веома битан фактор представља и укупна понуда и тражња на тржишту муниципалних обвезница. Из тих разлога посредници на тржишту често прате дешавања на примарном тржишту јер велика тражња за новим емисијама утиче на цене сличних обвезница на секундарном тржишту. Такође разни спољшњи фактори, вести и анализе финансијских стручњака о дешавањима на тржишту могу утицати на кретање цена муниципалних обвезница. Тако је на пример извештај финансијских аналитичара децембра 2010. године, којим је предвиђен велики број *defaults* тј. неизмирење обавеза од стране многих емитента муниципалних обвезница по питању плаћања камата и главница, утицао да велики број индивидуалних инвеститора повуче свој новац из фондова који су улагали ове хартије од вредности, што се одразило на депресијацију цена на секундарном тржишту муниципалних обвезница.

5) Оперативни трошкови брокерско-дилерске куће као и трошкови према регулаторном телу МСРБ-у такође утичу на цену обвезница. За брокерско-дилерску кућу је јефтиније када одређену количину обвезница истргује кроз веће лотове и са мањим бројем трансакција, него са већим бројем трансакција у виду мањих лотова. Тако на пример брокер који тргује са институционалним инвеститорима, да би продао муниципалне обвезнице у вредности од \$2 милиона потребно је да нађе једног купца који ће купити ову количину. Са друге стране, брокер који посредује за индивидуалне инвеститоре, за исту количину муниципалних обвезница мора да нађе нпр. 100 индивидуалних инвеститора који ће купити ову количину у виду више мањих лотова од \$20.000. Већи трошкови при трговини у виду више мањих лотова не укључују само време неопходно да се нађе већи број мањих инвеститора, већ и ризик у који улази брокерско-дилерска кућа у случају да не успе да прода целокупну количину откупљених обвезница. Истовремено, са индивидуалним инвеститорима брокерско-дилерским кућама је неопходно много више времена како би им презентовали и објаснили основне карактеристике обвезница као и ризике које носи овакав вид улагања, док су институционални инвеститори искуснији и едуковани када је овај вид улагања у питању. При дефинисању цене све ове трошкове брокерско-дилерске куће узимају у обзир тако да није редак случај да институционални инвеститори тргују по повлашћеној цени у односу на индивидуалне инвеститоре.

2.2 Трошкови трговања муниципалним обвезницама

На бази до сада истакнутих основних карактеристика секундарног тржишта муниципалних обвезница, ово тржиште смо окарактерисали као једно неликвидно тржиште која за последицу има нетранспарентност по питању утврђивања цена обвезница. Неликвидно тржиште значајно утиче и да трошкови трговања муниципалним обвезницама буду знатно већи у поређењу са трошковима на тржишту других хартија од вредности. Анализирајући податке о секундарној трговини муниципалним обвезницама у периоду од 2005-2010. године долази се до следећих закључака:

- индивидуални инвеститори углавном купују муниципалне обвезнице по вишим ценама, а продају по нижим ценама у односу на институционалне инвеститоре;
- брокерско – дилерске куће остварују знатно већи спреад (разлику између куповне и продајне цене) при трговинама мањег обима;

- цена коју плаћају индивидуални инвеститори за конкретну обвезницу варира више него цена коју плаћају институционални инвеститори;²⁶
- трошкови трговања код активних муниципалних обвезница су често већи него код трговине неактивним обвезницама;
- трошкови трговине и ликвидност конкретне муниципалне обвезнице зависи доста од њеног кредитног квалитета и њене сложености;
- трошкови трговине су мањи код тек издатих обвезница и обвезница са краћим роком доспећа.

Кретање цене муниципалних обвезница у поменутом периоду, при куповини и продају у зависности од обима трговине најбоље је приказано у табели 17 . Како обим трговине расте, релативне цене које инвеститори плаћају за муниципалне обвезнице константно опадају док релативне цене које инвеститори добијају при продаји својих хартија константно расту.

Табела 17. Кретање цена муниципалних обвезница са фиксним приносом у односу на обим трговања у 2010. години

Обим трговине	Просечна релативна цена продаје обвезница инвеститорима (%)	Просечна релативна цена куповине обвезница од инвеститора (%)
\$1.000 - \$10.000	101,9	99,4
\$10.000 - \$20.000	101,8	99,6
\$20.000 - \$50.000	101,4	99,7
\$50.000 - \$100.000	100,9	100,1
\$100.000 - \$250.000	100,4	100,1
\$250.000 - \$500.000	100,3	100,3
\$500.000 - \$1.000.000	100,2	100,4
\$1.000.000 - \$5.000.000	100,1	100,5
preko \$5.000.000	100,1	100,5

Извор: GAO analiza MSRB podataka, www.gao.gov

Статистички подаци о обављеним трговинама у поменутом периоду такође потврђују да је зарада посредника, која је садржана у спреад-у, знатно већа код трговина мањег обима. Имајући у виду да индивидуални инвеститори тргују са мањим количинама, обично су то трговине испод \$100.000, они плаћају знатно већи спреад брокерско-дилерским кућама него институционални инвеститори. Табела бр.18 нам

²⁶ United States Government Accountability Office (GAO), Municipal securities – Overview of market structure, pricing and regulation, Januar 2012.,str 16

сликовито приказује како провизија брокера утиче на различит принос по доспећу обвезнице код индивидуалног и институционалног инвеститора.

Табела 18. Утицај брокерско дилерске провизије на принос по доспећу код индивидуалног и институционалног инвеститора у муниципалне обвезнице

	Куповина брокера од индивидуалног инвеститора	Продаја брокера индивидуалном инвеститору уз спреад од 2%	Куповина брокера од институционалног инвеститора	Продаја брокера институционалном инвеститору уз спреад од 0.1%
Номинална вредност обвезнице	\$20.000	\$20.000	\$5.000.000	\$5.000.000
Купонска стопа	5%	5%	5%	5%
Година доспећа	10	10	10	10
Цена	\$100,00	\$102,00	\$100,00	\$100,01
Укупан износ	\$20.000	\$20.400	\$5.000.000	\$5.000.500
Годишњи принос	5%	4,75%	5%	4,99%
Процентуална промена годишњег приноса		-5,07%		-0,03%

Извор: ГАО анализа МСРБ података, www.gao.gov

Посматрајући трговање на најразвијенијем, САД тржишту, у периоду 2005-2010. године може се доћи до још једне законитости присутне на секундарном тржишту муниципалним обвезницама, која додатно потврђује да се ради о једном неликвидном тржишту. Код трговина већег обима присутна је мања дисперзија цене у односу на трговине мањег обима. Цена чешће и више варира код инвестирања индивидуалних инвеститора чије су трговине најчешће мањег обима.

Табела 19. Просечна дисперзија цене код муниципалних обвезница са фиксним приносом у 2010.години

Обим трговине	Просечна дисперзија цене при продаји обвезница инвеститорима (%) *	Просечна дисперзија цене при куповини обвезница од инвеститорима (%)
\$1.000 - \$10.000	1,24	0,68
\$10.000 - \$20.000	1,05	0,43
\$20.000 - \$50.000	0,88	0,46
\$50.000 - \$100.000	0,46	0,33
\$100.000 - \$250.000	0,18	0,19
\$250.000 - \$500.000	0,13	0,19
\$500.000 - \$1.000.000	0,11	0,25
\$1.000.000 - \$5.000.000	0,11	0,27
preko \$5.000.000	0,07	0,07

Извор: ГАО анализа МСРБ података, www.gao.gov

*Дисперзија цене представља разлику између максималне и минималне цене по којој се тргује у односу на просечну цену трговања

Резултати многих истраживања указују да постоји негативна корелација између трансакционих трошкова и кредитног рејтинга муниципалне обвезнице, као и позитивна корелација између трансакционих трошкова и сложености самог финансијског инструмента. Институционални инвеститори су свесни високих трансакционих трошкова код муниципалних обвезница сложених структура, тако да за разлику од индивидуалних инвеститора, више преферирају једноставније облике муниципалних обвезница. Није редак случај и да брокерско-дилерске куће усмеравају неинформисане индивидуалне инвеститоре ка сложенијим обвезницама јер је ту и зарада дилера већа. Обвезнице са високим кредитним рејтингом и једноставнијом структуром, без уграђених сложених финансијских опција, карактерише највећи обим на секундарном тржишту. Пракса такође показује да су значајнији обими трговине на секундарном тржишту код ново издатих обвезница јер су код њих и нижи трансакциони трошкови. Код обвезница којима се ближи доспеће и код којих ће се главница ускоро наплатити често не постоји заинтересованост инвеститора за продају управо због високих трансакционих трошкова тако да нема економског интереса за њиховом продајом.

Из претходних табела јасно се види да трошкови трговања индивидуалних инвеститора знатно премашују трошкове институционалних инвеститора. Провизија брокера која се разликује код трговина мањег и већег обима није искључиви разлог за постојање ове разлике, већ ту постоје и други фактори који утичу на то. Недостатак транспарентности цена на тржишту значајно утиче да боље информисани инвеститори боље пролазе по питању цене. Већа дисперзија цена код трговине индивидуалних инвеститора неком конкретном обвезницом произилази из њихове различите информисаности и њиховог различитог нивоа знања. Брокери имају простора да са мање едукованим и мање информисаним индивидуалним инвеститорима тргују по ценама које су неповољније за њих, односно зарачунавају им знатно веће провизије, и одатле произилази велика разноликост у ценама при различитим трговинама истом хартијом код индивидуалних инвеститора. Професионални инвеститори су свакодневно присутни на тржишту, користе разне електронске сервисе који нису доступни широј инвестиционој јавности, располажу широком мрежом брокерско-дилерских кућа са којима су у свакодневном контакту, располажу са више средстава и више знања јер се читави тимови стручњака баве анализама и проценама о кретањима на финансијском тржишту, тако да им све то омогућава да праве боље процене вредности финансијских инструмената и да имају бољу преговарачку позицију при трговању у односу на

индивидуалне инвеститоре. На америчком тржишту муниципалних обвезница свакодневно конкурише више од сто брокерско-дилерских кућа које се утркују да институционалним инвеститорима понуде широку лепезу обвезница како на примарном тако и на секундарном тржишту. Институционални инвеститори свакодневно добијају понуде са секундарног тржишта од својих брокера путем *Bloomberg* система који омогућава својим корисницима да прикупе и да на адекватан начин организују све те понуде у циљу што лакше анализе хетерогеног тржишта муниципалних обвезница. За разлику од институционалних инвеститора који располажу са хиљадама дневних понуда путем велике брокерско-дилерске мреже, индивидуални инвеститори обично имају рачун код једног или пар брокерско-дилерских посредника који не могу да му пруже идентичну услугу, док је коришћење *Bloomberg* система за индивидуалног инвеститора скупо и неисплативо.

3. Инвеститори на тржишту муниципалних обвезница

Чињеница, да су муниципалне обвезнице финансијски инструмент који доноси својим власницима могућност за бољим пореским третманом, значајно је утицала да доминантни учесници и улагачи на овом тржишту, које данас износи \$3,7 билиона²⁷, буду индивидуални инвеститори - *retail* сектор. Индивидуални инвеститори поседују 75% емитованих и тренутно активних муниципалних обвезница што директно, што индиректно кроз куповину инвестиционих јединица разних инвестиционих фондова. Преостали део обвезница налази се у власништву банака и осигуравајућих компанија. Страни улагачи, корпорације и централне банке углавном не купују муниципалне обвезнице у већим износима обзиром да ова врста инвеститора нема бенефите када је порески третман у питању. Индивидуални инвеститори углавном купују ове обвезнице и држе их до доспећа. У поседу становништва налазе се обвезнице у вредности близу \$1.9 билиона и у последњих 15 година забележен је раст од чак 30%. У истом периоду присутан је пад учешћа инвестиционих фондова, а имајући у виду да се учешће осталих инвеститора задржао на приближно истом нивоу, можемо закључити да се индивидуални инвеститори све више одлучују да директно инвестирају у ове хартије од вредности. Пре доношења закона о пореској реформи 1986. године у САД-у,

²⁷ Овај податак се односи само на тржиште муниципалних обвезница САД-а које је најдоминантније и које чини 99% светског тржишта.

комерцијалне банке су биле доминантни купци ових обвезница на тржишту јер су имале значајне пореске олакшице. Законом о пореској реформи значајно су им смањене олакшице што се драстично одразило на њихово учеће на тржишту. Са значајних 51% учешћа у периоду 1971-1972. године, њихова активност је пала на свега 7.5%-8,5% у последњих 15 година (табела 20). Ипак, многе банке и даље фаворизују ову врсту пласмана због повољног пореског третмана али највише и због релативно ниског кредитног ризика у односу на друге хартије од вредности. Према подацима финансијске куће Highline Financial LLC, у 2011. години забележен је раст у куповини муниципалних обвезница од стране банака за скоро 15% у односу на 2010. годину, што је уједно и највећи забележени раст још од 1991. године када је банкарски сектор располагао са свега \$78 милијарди у муниципалним обвезницама. Данас се у портфолиу банкарског сектора налазе муниципалне обвезнице у номиналном износу од \$214 милијарди што чини око 9% овог тржишта.

**Табела 20. Учешће инвеститора на тржишту муниципалних обвезница
у периоду 1996-2011**

Година	Становништво	Инвестициони фондови	Банке	Осигуравајућа друштва	Остали
1996	39,08%	33,05%	8,49%	14,97%	4,42%
1997	37,74%	33,84%	8,49%	15,80%	4,13%
1998	35,55%	35,37%	8,58%	16,15%	4,35%
1999	36,24%	35,65%	8,63%	15,04%	4,44%
2000	35,87%	36,51%	8,69%	13,72%	5,21%
2001	36,24%	37,69%	8,96%	12,01%	5,10%
2002	38,48%	36,41%	8,42%	11,51%	5,18%
2003	37,03%	35,33%	8,64%	13,17%	5,83%
2004	54,79%	24,46%	6,32%	10,45%	3,97%
2005	53,85%	24,24%	6,88%	11,36%	3,67%
2006	52,34%	25,03%	7,54%	11,57%	3,51%
2007	50,04%	27,12%	7,37%	11,97%	3,50%
2008	49,87%	27,22%	7,43%	12,11%	3,38%
2009	51,28%	26,19%	7,12%	11,97%	3,44%
2010	51,49%	25,03%	7,83%	12,14%	3,51%
2011	50,54%	24,85%	8,87%	12,12%	3,63%

Извор: Federal Reserve SAD

3.1 Инвестициони фондови

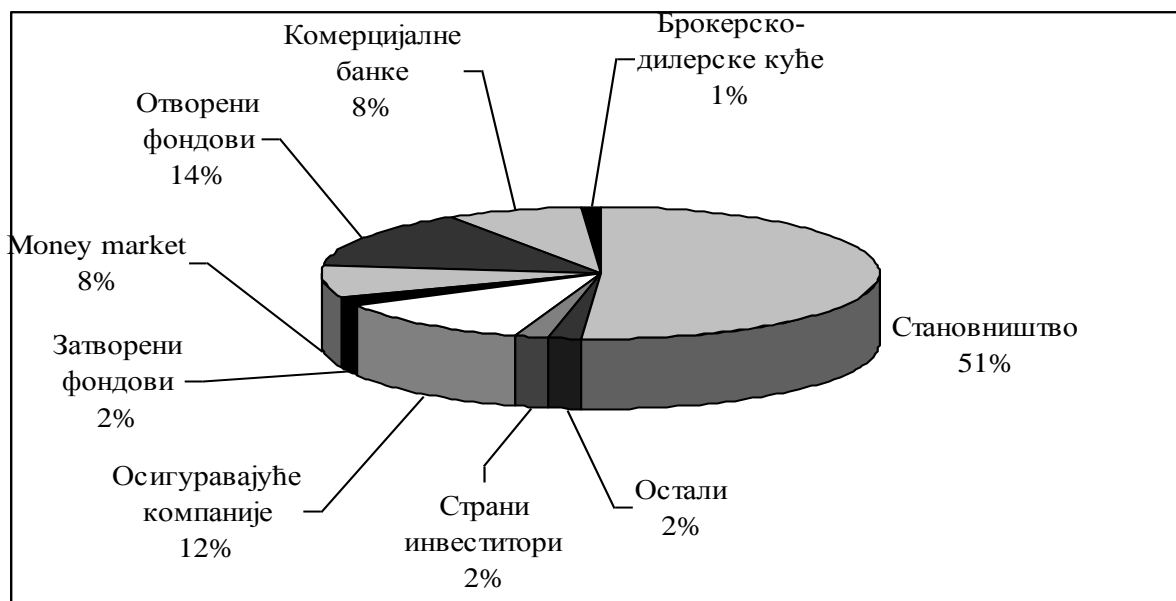
Поред сектора становништва који је доминантни учесник на тржишту муниципалних обвезница, инвестициони фондови такође представљају значајне инвеститоре на овом тржишту са учешћем од преко 25%. Инвестициони фондови су професионално вођене финансијске институције (инвестиционе компаније) које мобилишу капитал више појединаца ради улагања у скуп хартија од вредности различитих издавача.²⁸ На тржишту муниципалних обвезница, од инвестиционих фондова, доминирају специјализовани отворени инвестициони фондови (open-end-funds) који искључиво улажу средства у муниципалне обвезнице са 14.5% учешћа (слика 3). Затим следе *money market* инвестициони фондови који првенствено улажу у тржиште новца са 7.9%, док затворени инвестициони фондови (closed-end-funds) учествују са свега 2.2%. Инвеститори који улажу у инвестиционе фондове специјализоване за тржиште муниципалних обвезница имају вишеструке користи:

- они првенствено диверзификују своје улагање и на тај начин смањују ризик јер уобичајно минимално улагање у муниципалну обвезницу од \$5.000 отежава малом индивидуалном инвеститору да диверзификује свој портфолио;
- користе професионална и стручна знања портфолио менаџера који управљају фондовима ;
- решавају проблем неликвидности секундарног тржишта муниципалних обвезница јер купљену инвестициону јединицу у сваком моменту могу да продају.²⁹

²⁸ Бранко Васиљевић, *Основе финансијског тржишта*, Београд 2005., стр.115

²⁹ *Отворени инвестициони фонд* је доминантан облик инвестиционих фондова у свету и то како по броју тако и по активи којом располажу. Ову врсту фондова карактерише то што они континуирано издају и продају инвестиционе јединице и исто тако их откупљују. Средства прикупљена продајом својих инвестиционих јединица фондови улажу у различите финансијске инструменте којима се активно тргује у секундарном промету. Њиховим инвестиционим јединицама се не тргује на берзама, нити било каквом другом секундарном тржишту па због тога они имају обавезу да сопствене инвестиционе јединице откупљују на захтев инвеститора.

Затворени инвестициони фонд функционише као корпорација и емитује фиксиран број акција којима се касније тргује на секундарном тржишту. Акције новоформираног затвореног инвестиционог фонда нуде се тржишту методом иницијалне јавне понуде, а средства прикупљена на тај начин се пласирају у одређени портфељ хартија од вредности у складу са циљевима и пословном филозофијом фонда. Цена акција затвореног инвестиционог фонда зависи од понуде и тражње тих хартија од вредности на секундарном тржишту.



Слика 3. Тржиште муниципалних обвезница у САД по секторима у 2011. години
Izvor: US Securities and exchange commission

Основна карактеристика инвестиционих фондова који улажу искључиво у муниципалне обвезнице, је њихова конзервативна инвестициона политика, која има за циљ да се пре свега заштити уложена главница и обезбеди редован приход. Уобичајно је да фондови обвезница периодично исплаћују инвеститорима дивиденду која се састоји од камате коју доносе хартије које се налазе у портфолиу фонда, плус периодично реализована капитална апresiasiја услед раста цена истих хартија од вредности. Инвеститори се одлучују за улагање у инвестиционе фондове радије него за директно улагање у конкретну хартију од вредности из два разлога: приход и диверзификација. Фондови обвезница често обезбеђују приходе који су већи од прихода које доноси штедња у банкама или прихода *money market* фондова. Чест је случај да фондови обвезница обезбеђују и чешћу исплату прихода својим инвеститорима него што то је то случај код директног улагања у индивидуалну обвезницу.

3.1.1 Exchange traded funds (ETF)

Exchange traded funds (ETF) представљају једну од најуспешнијих финансијских иновација у протеклој деценији. У време светске финансијске кризе, када је драматично

опала ликвидност многих финансијских инструмената на свим светским берзама, ЕТФ-овима се тргује више него икада.

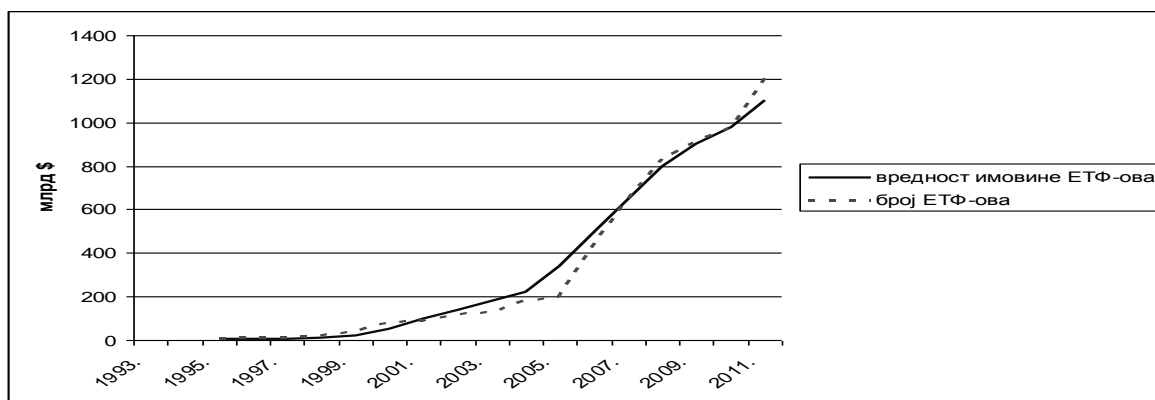
ЕТФ можемо дефинисати као посебну врсту инвестиционих компанија или као специфичну врсту отворених инвестиционих фондова чијим се акцијама дневно тргује на неком организованом тржишту. Њихове акције се креирају тако што одређена група ауторизованих институционалних инвеститора депонује одређене хартије од вредности у корист фонда и заузврат добијају одређен број њених акција којима се слободно тргује на тржишту. Они истовремено садрже неке од предности отворених и затворених инвестиционих фондова. Баш као и код затворених инвестиционих фондова њиховим акцијама се непрекидно тргује на берзи и њихова цена је подложна честим флукуацијама у току дана. Са друге стране код њих постоји могућност да се, као и код отвореног инвестиционог фонда, број инвестиционих јединица тј. акција у оптицају повећа или смањи у сваком моменту у зависности од тржишне тражње. ЕТФ може да прати одређен индекс било целог тржишта, било појединог сектора, роба или неког другог финансијског инструмента. Како се мења вредност базног инструмента, тако се мења и вредност НАВ-а³⁰ а тиме и вредност саме акције ЕТФ-а. Акције ЕТФ могу се купити или продати као и било као хартија од вредности која вам пружа диверзификацију попут улагања у инвестиционе фондове (*mutual funds*) али вам омогућава и трговину на берзи као инвестиција у неке акције. Цена акција ЕТФ-а зависи од тржишних кретања односно понуде и тражње јер се њима секундарно тргује на берзанском тржишту. Ипак, за разлику од обичних акција, цена акција неког ЕТФ у великој мери зависи од НАВ-а фонда, односно од кретања цена хартија од вредности које се налазе у портфолиу ЕТФ-а.

Први ЕТФ је креиран у Северној Америци 1993. године са циљем да прати кретање S&P 500 индекса (данас један од највећих ЕТФ-а са популарним називом „Spider“, просечним дневним прометом од преко \$20 млрд и представља једну од најликвиднијих хартија од вредности на свету). У Европи се први ЕТФ јавља 2000. године, док је први ЕТФ везан за муниципалне обвезнице креиран 2007. године. Значајан раст у трговини ЕТФ-овима забележен је након 2005. године (график 4) и за

³⁰ Нето вредност инвестиционе јединице (engl. NAV- Net Asset Value). Нето вредност инвестиционе јединице се добија када се од укупне тржишне вредности портфолија фонда одузму обавезе фонда и добијени износ подели са укупним бројем инвестиционих јединица које је фонд емитовао. Овако се добија јединствена цена инвестиционе јединице фонда, која инвеститорима помаже да одреде колики део имовине фонда је у њиховом власништву, тако што ће број инвестиционих јединица у њиховом власништву помножити са нето вредношћу инвестиционе јединице. Такође, ово је начин и да се израчуна колики принос има инвестиција у тај фонд.

релативно кратак период имовина ових фондова достигла је ниво од \$1,4 билиона. На бази истраживања Barclays Global Investor's на светском финансијском тржишту егзистира 2.825 ЕТФ-а са имовином вредном од \$1,44 билиона и њихове акције су тренутно листиране на 49 светских берзи. У САД-у закључно са јуним 2011. године регистровано је 1.039 ЕТФ-а са имовином вредном \$937,5 млрд, док је у Европи имовина 1.185 регистрованих ЕТФ-а вредела \$321млрд.

График 4. Вредност имовине ЕТФ-ова у периоду 1993-2011.



Извор: Investment company fact book

Поступак креирања једног ЕТФ-а је веома комплексан процес који се значајно разликује од поступка формирања *mutual* фондова. Индивидуални инвеститори нису укључени у стварање акција ЕТФ-а већ се тиме искључиво баве велики институционални инвеститори који добијају ЕТФ акције, не на бази уплаћеног новца као код већине инвестиционих фондова, већ на бази депоноване унапред дефинисане „корпе“ хартија од вредности.

Поступак креирања ЕТФ-а се састоји из неколико корака:

- најпре менаџер фонда (често они носе и назив „спонзор“ фонда) заједно са институционалним инвеститорима који су укључени у формирање ЕТФ-а дефинишу таргетни индекс, односно за коју врсту финансијских инструмента (S&P индекс, NASDAQ, злато, сребро, нафта, акције, муниципалне обвезнице ...) ће се ЕТФ и његова вредност везати, дефинишу које хартије ће бити укључене у „корпу“ хартија од вредности и колики број ЕТФ акција ће бити понуђено инвеститорима . Затим се детаљан план предложеног ЕТФ-а као и информација о томе на којој ће берзи бити листиран доставља Комисији за хартије од вредности на одобрење;

- након дефинисане листе хартија од вредности за које се могу добити акције ЕТФ-а, спонзор фонда дефинише форму уговора са институционалним инвеститорима који желе да буду носиоци стварања ЕТФ акција;
- институционални инвеститори, креатори инвестиционих јединица односно ЕТФ акција, депонују одређен број дефинисаних хартија од вредности спонзору фонда и заузврат добијају одговарајући број *creation unit-a* које се уобичајно састоје од 50.000 до 100.000 ЕТФ акција (ови инвеститори се називају још и *creation unit holders*);
- институционални инвеститори - *creation unit holders* имају могућност да добијене акције држе у поседу или да их понуде осталим инвеститорима на тржишту;
- индивидуални инвеститори могу да купе акције ЕТФ-а испостављањем налога свом брокеру имајући у виду да су акције ЕТФ-а листиране на многим светским берзама (NYSE, NASDAQ, AMEX).

Цена акција ЕТФ-а зависи од тржишних кретања односно понуде и тражње јер се њима секундарно тргује на берзанском тржишту. Ипак, за разлику од обичних акција, цена акција неког ЕТФ у великој мери зависи од НАВ-а фонда, односно од кретања цена хартија од вредности које се налазе у портфолиу фонда. Тржишна цена обично варира око НАВ-а јер институционални инвеститори, креатори ЕТФ акција, обезбеђују арбитражу тако што по потреби креирају нове акције или повлаче одређени број емитованих акција. Треба нагласити да се повлачење, односно смањивање броја ЕТФ акција, спроводи по истом принципу као и при њиховом креирању. Инвеститори у том случају не добијају новац већ одређен број одређених хартија од вредности које се налазе у портфолиу фонда.

3.1.2 Exchange traded funds муниципалних обвезница (Муни ЕТФ)

Као резултат светске финансијске кризе и све мање могућности на тржишту за осигурање обвезница тј. потраживања по основу улагања у обвезнице, инвеститори су све више забринути по питању кредитног ризика на тржишту муниципалних обвезница. Они до скоро нису много бринули о сигурности својих инвестиција обзиром да је у 2006. години 70% хартија на тржишту муниципалних обвезница имало кредитни рејтинг ААА и да је већина тих хартија било осигурано. Инвеститори данас све више

траже добро диверзификовано улагање, ликвидност и конкурентне приносе када је реч о улагању у хартије са фиксним приносом, те се из тих разлога све више одлучују за улагање у ЕТФ-ове муниципалних обвезница. Године 2007. долази до појаве iShares S&P National Municipal Bond Fund (MUB), првог ЕТФ-а муниципалних обвезница. Овај фонд прати кретање индекса муниципалних обвезница, садржи узорак од 2.056 муниципалних обвезница од 9.070 колико је садржано у индексу и то је и данас највећи и најликвиднији ЕТФ муниципалних обвезница са имовином вредном близу \$3млрд. Укупна имовина ЕТФ муниципалних обвезница се креће око \$7,6 млрд што је доста мало у поређењу са имовином *mutual* фондова који улажу искључиво у муниципале обвезнице, али је присутан значајан раст у ЕТФ индустрији имајући у виду да ова врста финансијског производа егзистира свега пет година на тржишту муниципалних обвезница.

Већина ЕТФ-ова муниципалних обвезница су индексни фондови који омогућавају индивидуалним инвеститорима да поседују један добро диверзификован портфолио којим могу да тргују на ликвидном, трошковно ефикасном и транспарентном тржишту.

- Имајући у виду да се обвезница тргује у лотовима у вредности од \$5.000 па навише то представља велики проблем малим индивидуалним инвеститорима да креирају добар и диверзификован портфолио. Улагањем у ЕТФ-ове инвеститори имају могућност да за пар десетина долара купе акције чија ће вредност зависити од кретања цене неколико стотина муниципалних обвезница које се налазе у портфолиу фонда. Треба имати у виду да куповином акција ЕТФ-а нисте купили део портфолиа фонда већ акције инвестиционе компаније која у свом власништву има одређени портфолио муниципалних обвезница.
- Већина ЕТФ-ова пружа могућност инвеститорима да се упознају са садржином портфолиа фонда на дневном нивоу, обзиром да индивидуални инвеститори често имају потребе за информацијама о томе шта они заправо поседују. Транспарентност улагања у ову врсту хартија од вредности огледа се и у томе што је у сваком моменту доступна информација о цени по којој се може трговати ЕТФ-ом обзиром да је хартија листирана на берзи.

- Слаба ликвидност на секундарном тржишту муниципалних обвезница је један од фактора који често одвраћа многе инвеститоре од улагања у ове хартије од вредности. Трговци муниципалним обвезницама су приморани да преговарају у трговини са осталим учесницима на ОТЦ тржишту и као резултат такве трговине су високи трансакциони трошкови који су често и преко 2%, што значајно утиче на нето принос инвеститора. Имајући у виду да се акцијама ЕТФ-а тргује на организованом берзанском тржишту где инвеститори имају увида у понуди и тражњи, спреду, обиму трговања, свакодневном кретању цене акције, то доприноси да ово тржиште буде изразито ликвидно. За разлику од власника муниципалних обвезница који су углавном приморани да своје хартије од вредности држа до доспећа, власници ЕТФ-а муниципалних обвезница у сваком моменту могу да дођу до ликвидних средстава продајом акција ЕТФ-а на берзи уз релативно ниске трансакционе трошкове.
- Улагање у ЕТФ има значајне предности како над улагањем у *mutual* фондове тако и над улагањем у индивидуалне муниципалне обвезнице. Та предност се највише огледа у нижим трошковима. Неликвидност тржишта муниципалних обвезница утиче да трансакциони трошкови код трговине индивидуалним муниципалним обвезницама лако достижу ниво и од 2%. Са друге стране, *mutual* фондови који искључиво улажу у муниципалне обвезнице обезбеђују диверзификацију, активно управљање имовином од стране менаџмента, ликвидност, али и просечне годишње трошкове од 1.05% који значајно смањују годишњи приход. ЕТФ муниципалних обвезница уз диверзификацију и ликвидност обезбеђују знатно ниже годишње трошкове које се у просеку крећу око 0,3% - 0,4%.

Иако улагање у муниципалне обвезнице представља један вид сигурног улагања, имајући у виду да се просечна стопа кредитног ризика креће око 0.2%, улагањем у Муни ЕТФ-ове инвеститори се диверзификацијом додатно штите од кредитног ризика, обезбеђују редовна месечна примања у виду дивиденде и имају идентичан порески третман као и код директног улагања у муниципалне обвезнице. Треба нагласити да су код улагања у ЕТФ муниципалних обвезница приноси у виду дивиденде ослобођени од плаћања пореза али не и капитални добици уколико се они остваре купопродајом акција неког Муни ЕТФ-а. Имајући у виду да је појава светске економске кризе

допринела да приноси код улагања у хартије од вредности са фиксним приносом данас буду доста нижи него у ранијем периоду, ипак се може рећи да улагање у Муни ЕТФ-ове доноси добре приносе када се узме у обзир ниво кредитног ризика коме су изложени инвеститори и ефекти који се добијају услед повољног пореског третмана. Инвеститори имају могућност да улажу у две основне врсте Муни ЕТФ-а, краткорочне и дугорочне. Инвеститори који преферирају хартије од вредности са краћим роком доспећа у циљу избегавања ризика промене каматних стопа опредељују се за Муни ЕТФ са краћим роком доспећа. Тако на пример Market Vectors Short Municipal Bond Index ETF (ознака на берзи: SMB) нуди ефикасан начин да се приступи оваквој врсти краткорочних хартија јер овај фонд има просечне модификовано трајање, односно рочност, од свега три године. Свакако да се мања изложеност ризику промене каматне стопе одражава на висину приноса који код ове хартије износи свега 1.84%. Са друге стране, код дугорочних Муни ЕТФ-ова у портфолиу се налазе углавном дугорочне муниципалне обвезнице, па тако на пример Market Vectors Long Municipal Bond Index ETF (ознака на берзи: MLN) има рочност од 14 година, значајно је изложен ризику промене каматне стопе али доноси и атрактиван принос на годишњем нивоу од 4.3%.

Табела 21. Водећи Муни ЕТФ-ови по основу величине активе и рајтингу

Рбр	Назив ЕТФ муниципалних обвезница	Тикер	Врста	Укупна актива (млн \$)	Коефицијент трошкова ³¹	Morningstar рејтинг ³²	Годишњи принос
1	iShares S&P National AMT-Free Muni Bd	MUB	Дугорочни	2.200	0.25%	4	3.56%
2	SPDR Nuveen Barclays Capital S/T Muni Bd	SHM	краткорочни	1.300	0.20%	4	1.69%
3	SPDR Nuveen Barclays Capital Muni Bond	TFI	Дугорочни	921.1	0.23%	5	3.62%
4	PowerShares Insured National Muni Bond	PZA	Дугорочни	577.7	0.28%	3	4.55%
5	PowerShares VRDO Tax-Free Weekly	PVI	краткорочни	602.4	0.25%	/	0.30%
6	iShares S&P S/T Natnl AMT-Free Muni Bd	SUB	краткорочни	457.6	0.25%	/	1.25%
7	Market Vectors Intermediate Muni ETF	ITM	средњорочни	224.3	0.24%	/	3.31%
8	Market Vectors Short Municipal Index ETF	SMB	краткорочни	109.1	0.20%	/	2.06%
9	Market Vectors Long Municipal Index ETF	MLN	Дугорочни	64.0	0.24%	/	4.30%
10	PIMCO Intermediate Muni Bond Strgy ETF	MUNI	средњорочни	49.2	0.35%	/	2.14%

Извор: ETF trends, <http://www.etftrends.com>

³¹ коефицијент трошкова=трошкови/актива фонда

³² Рејтинг агенције Морнингстар, водеће рејтинг агенције за „mutual“ фондове и ЕТФ-ове

3.1.3 Предности улагања у ЕТФ муниципалних обвезница

Да ЕТФ-ови представљају једну од најуспешнијих финансијских иновација у последњој деценији потврђују ставови многих економиста и инвестиционих банкара који сматрају да ће моћна индустрија *mutual* фондова највероватније за пар година заменити, односно трансформисати своје фондове у ЕТФ-ове. Они се често пореде са отвореним *mutual* фондовима из разлога што постоје значајне сличности међу њима и што све више долази до изражаја њихова међусобна конкуренција у циљу привлачења што већег броја инвеститора. Индустрија *mutual* фондова располаже значајно већом активом, што је и нормално обзиром да има значајно дужу традицију од скоро 90 година у односу на ЕТФ-е, међутим имовина ЕТФ-а расте значајно бржим темпом.

Муни ЕТФ-ови и *mutual* фондови који улажу у муниципалне обвезнице су значајно допринели расту и развоју тржишта муниципалних обвезница. Тај допринос се огледа највише у томе што инвеститори улагањем у ове фондове добијају ликвидну и добро диверзификовану инвестицију на тржишту муниципалних обвезница. На овом тржишту присутна је све већа популарност Муни ЕТФ-ова јер су се они у пракси паказују као практичнија и трошковно ефикаснија инвестиција од улагања у *mutual* фондове муниципалних обвезница. Кључне карактеристике које их издвајају и дају предност над инвестиционим фондовима су:

- пореска ефикасност
- транспарентност
- нижи трошкови
- могућност “кратке“ продаје
- могућност куповине са „левериџ“-ом
- већа флексибилност и
- не постоји ограничење у погледу минималног улагања.

1) Муни ЕТФ су порески ефикаснији од инвестиционих фондова због начина на који се креирају односно начина на који се повлачи њихова актива. Код отворених инвестиционих фондова уколико неко од инвеститора жели да повуче своје улагање, менаџер фонда долази до новчаних средстава за исплату продајом дела портфолиа фонда. Том продајом могу се генерисати одређени опорезиви капитални добици тако да се укупан пореску терет расподељује осталим акционарима фонда путем умањења активе фонда. Обзиром да ЕТФ карактерише ткз. повлачење инвестиције у натури,

односно инвеститори који излазе из фонда добијају одређен део портфеља фонда, не постоји могућност за стварање опорезиве добити тако да нема и расподеле пореског терета на остале акционаре. Муни ЕТФ продају обвезнице из свог портфеља само у случају ребаланса индекса који прате и то се дешава обично једном годишње. То су обично промети малих обима тако да евентуална реализација капиталног добитка приликом ових продаја може довести до занемарљивог пореског оптерећења свих акционара ЕТФ-а.

2) Менаџмент *mutual* фондова квартално или полугодишње доставља извештај о садржини и структури свог портфолиа, док је то извештавање код Муни ЕТФ-ова на дневном нивоу што обезбеђује инвеститорима већи степен финансијске транспарентности. Већи ниво транспарентности код улагања у Муни ЕТФ огледа се у трговини и начину утврђивања цене инвестиционих јединица односно акција. Куповина односно продаја инвестиционих јединица *mutual* фонда обавља се директно са менаџментом фонда на бази утврђене НАВ. Са друге стране акцијама Муни ЕТФ-ова се тргује на берзи по ценама утврђеним на основу понуде и тражње.

3) Муни ЕТФ-ови генерално имају знатно нижи коефицијент трошкова у поређењу са *mutual* фондовима и постоје два основна разлога за то. Са становишта стратегије улагања, фондови се обично опредељују између активног и пасивног управљања. Муни ЕТФ карактерише углавном пасивно управљање што подразумева једноставно реплицирање и праћење индекса као показатеља кретања цена хартија од вредности целог тржишта или одређених тржишних сегмената. Из тих разлога трошкови пасивног управљања фондом су знатно нижи него код активног управљања, где менаџери оваквих фондова на бази праћења и анализа перформанси свих учесника на тржишту доносе одлуке у које хартије улагати. Други веома битан разлог, због којег су трошкови код Муни ЕТФ-а нижи од трошкова *mutual* фондова муниципалних обвезница па чак и од индексних (пасивних) *mutual* фондова, је тај што се код *mutual* фондови јављају додатни трошкови због честе куповине и продаје хартија од вредности из портфолиа по основу улагања и повлачења инвеститора из фонда. Код Муни ЕТФ-а промет портфолиа је знатно нижи и куповина и продају обвезнице из портфеља се обавља обично једном годишње у случају потребе ребаланса индекса. Муни ЕТФ обично имају и ниже трошкове маркетинга и дистрибуције. Трошкови менаџмента код ЕТФ-а се креће од 0,1% - 0,74%, док већина *mutual* фондова имају годишње трошкове управљања фондом од 1% - 3%. Имајући у виду да учешће активних ЕТФ-ова константно расте, може се очекивати постепен раст њихових трошкова управљања у скорије време .

- 4) Кратка продаја (енг. *short sale*) је спекулативна операција која се спроводи у очекивању пада цене неке хартије од вредности. Акцијама Муни ЕТФ-а се тргује на берзи као и са сваком другом акцијом тако да постоји могућност кратке продаје од стране инвеститора који предвиђају пад цене неке ЕТФ акције. То подразумева да инвеститор позајмљује акције ЕТФ-а од брокера и продаје их на тржишту да би касније, када падне цена, конкретну акцију ЕТФ-а купио и вратио брокеру. Могућност кратке продаје је немогућа код инвестирања у *mutual* фондове као и код директног улагања у индивидуалне муниципалне обвезнице јер не постоји ликвидно, организовано и централизовано секундарно тржиште.
- 5) Трговање уз коришћење леверица пружа значајане могућности за стицање профита, али у исто време представља велики ризик. Левериц трговање или трговање на маргинама подразумева да нисте у обавези да остварите пуну вредност позиције. То значи да можете остварити и веће куповине ЕТФ акција од оних које реално можете да покријете са тренутним стањем на новчаном рачуну. Левериц 1:100 подразумева да при депозиту од \$1.000 долара инвеститор може да тргујете са износом од \$100.000. Обзиром да се ЕТФ акцијама тргује на берзи, инвеститори имају могућност да купују те акције са леверицом, односно са позајмљеним средствима од брокерске куће. Брокерске куће одређују максималан левериц а инвеститори сами бирају да ли ће и са коликом позајмицом да тргују. Овакав принцип трговања није могућ код отворених *mutual* фондова и код трговине индивидуалним муниципалним обвезницама.
- 6) Улагање у ЕТФ пружа већу флексибилност која се огледа у томе што је инвеститорима омогућено да у сваком моменту купе акцију ЕТФ-а на берзи по тржишној цени, да могу да позајмљују акције, заузимају „кратке“ позиције, да њима тргују на маргини и да их користе за потребе хедџинга. Постоје и инверзни ЕТФ-ови који су уз помоћ разних деривата конструисани тако да инвеститору доносе профит при паду базног индекса који фонд прати. Инверзни ЕТФ-ови се углавном користе за хедџинг како би се заштитио портфељ инвеститора.
- 7) Једна од значајних предности улагања у Муни ЕТФ и *exchange traded* фондова уопште, је та што су они погодни пре свега за мале инвеститоре јер не постоји минимално прописана сума улагања, већ инвеститор може на берзи да купи само једну акцију ЕТФ-а ако жели. Са друге стране, већина *mutual* фондова има прописане минималне износе за улагање и они се обично крећу од \$1.000 до \$3.000, а код неких премашује износ и од \$25.000.

Табела 22. Компарација Муни ЕТФ-а и отворених инвестиционих фондова

	ЕТФ	Отворени инвестициони фонд (<i>mutual</i> фонд)
Начин управљања фондом	Постоје активни и пасивни (индексни) ЕТФ. Пасивни доминирају.	Постоје активни и пасивни (индексни) <i>mutual</i> фондови. Активни доминирају.
Транспарентност	Инвеститорима је свакодневно доступна информација о садржини портфолиа ЕТФ-а.	Инвеститорима је квартално доступна информација о садржини портфолиа.
Ефикасност	При повлачењу инвеститора ЕТФ не продаје део портфолија већ се акционар продаје акције на берзи или се наплаћује у природи тј. акцијама из портфолија. Из тих разлога не долази до реализације евентуалниог капиталног добитка и плаћања пореза од стране ЕТФ-а.	При повлачењу инвеститора трансакција се обавља директно са фондом и фонд мора да прода део портфела да би извршио исплату. Из тих разлога може да дође до реализације евентуалниог капиталног добитка и плаћања пореза од стране <i>mutual</i> фонда који се касније дистрибуира свим улагачима.
Вредновање акција и трговина	Тргује се на берзи као и сваком другом акцијом и цена се мења у току дана. Постоји могућност кратке продаје, трговине на маргини и трговина ЕТФ опцијама.	Цена <i>mutual</i> фонда је НАВ-а и она се утврђује на крају дана. Све трговине инвестиционих јединица се обављају по НАВ-у. Не тргује се на берзи, не постоји могућност кратке продаје и трговине опцијама али постоји могућност трговине на маргини.
Трансакциони трошкови и накнаде	Просечна накнада менаџмента фонда износи око 0,4%. Акцијама се тргује на берзи па инвеститор мора да рачуна на купопродајни спред и провизију брокера која обично износи око 10\$ по трансакцији.	Просечна накнада менаџмента фонда износи око 1,5%. Постоје улазно излазне накнаде као и накнаде за раније повлачење из фонда које се крећу и до 2%.
Куповина/продаја	Трговина се обавља искључиво преко брокера.	Трговина може да се обавља преко брокера али и директно са фондом.
Минимум инвестирања	Не постоји, инвеститор може да купи једну акцију на берзи.	Многи имају прописане минималне износе за улагање.

Извор: A Deloitte Research Report : „Exchange-Traded Funds Challenging the Dominance of Mutual Funds“

ЧЕТВРТИ ДЕО – ВРЕДНОВАЊЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА

1. Вредновање различитих врста муниципалних обвезница

Једна од карактеристика тржишта муниципалних обвезница је да се секундарна трговина обавља на неорганизованом и нецетрализованом ОТЦ тржишту које карактерише низак ниво ликвидности што за последицу има низак ниво транспарентност цене обвезница на тржишту. Из тих разлога вредновање муниципалних обвезница представља неопходан процес коме се мора посветити сваки инвеститор на овом тржишту. Професионалне финансијске институције свакодневно приступају овом процесу, а све у циљу обезбеђења објективног вредновања својих портфолиа. Вредновање обвезница од стране инвеститора није потребно код примарне емисије обзиром да целокупан поступак дефинисања цене обвезнице спроводи покровитељ емисије. Покровитељ одређује цену на бази више фактора као што су : тражња за муниципалним обвезница, ниво цене на секундарном тржишту сличних обвезница, тренутно кретање каматних стопа на тржишту, кредитни рејтинг и историјски подаци о ранијим емисијама конкретног емитента. Сви ови фактори се сагледавају и код дефинисања цене муниципалних обвезница на секундарном тржишту, где се при самој анализи акценат ставља пре свега на тренутне каматне стопе на националном и светском тржишту капитала, затим на поверење инвеститора у кредитну способност и спремност емитента да измирује своје обавезе по основу камата и главнице и однос понуде и тражње на секундарном тржишту муниципалних обвезница. Методологија вредновања обвезница се временом унапређивала. У почетку је тај процес био доста једноставан. Интерна крива приноса представља један од најосновнијих модела вредновања који се заснива на компарацији конкретне обвезнице са обвезницама са сличним карактеристикама чије су цене познате односно којима је скоро трговано. Основне карактеристике на бази којих се обвезнице упоређују су:

- емитент обвезнице
- вредност купона
- рок доспећа
- врста обвезнице: општа обавезујућа или приходна муниципална обвезница
- кредитни рејтинг

- постојање опције
- сврха емисије
- да ли је обвезница осигурана или не.

При вредновању муниципалних обвезница, као и код осталих хартија од вредности, увек се полази од преференција инвеститора и његове склоности ка ризику. Сваки инвеститор у муниципалне обвезнице пажљивој анализира принос и ниво ризика који му доноси нека инвестиција. Код ових обвезница треба разликовати три основне врсте приноса :

- 1) **Купонски принос** (coupon yield), који се добија када се годишњи приход обвезнице у виду камата подели са њеном номиналном вредношћу. Инвеститор који купи обвезницу по номиналној вредности и држи је до рока доспећа, имаће принос једнак купонској стопи. Међутим купонски принос није довољан податак за доношење одлуке о инвестирању, јер често принос на обвезницу није једнак њеној купонској стопи. Чест је случај да се обвезница купи по нижој или вишој цени од номинале.
- 2) **Текући принос** (current yield) који узима у обзир промену цене обвезнице и добија се када се годишњи приход од камата подели са тржишном ценом обвезнице. Он такође представља грубу процену приноса јер уважава само купонску стопу и ниједан други извор прилива који може да утиче на укупан принос инвеститора. Не узима у обзир капитални добитак који ће инвеститор остварити уколико купи купонску обвезницу уз дисконт и држи је до доспећа, као и капитални губитак уколико купи обвезницу са премијом и држи је до доспећа..
- 3) **Принос до доспећа** (yield to maturity) који представља фиксну каматну стопу која чини да је садашња вредност *cash flow-a* обвезнице једнака њеној цени. Математички, то је **y** које је решење следеће једначине:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+y)^t} \quad (1)$$

Принос до доспећа обухвата поред камате и капитални добитак (у случају куповине обвезнице уз дисконт) односно капитални губитак (у случају куповине обвезнице са премијом).

Анализирајући принос који доноси улагање у муниципалне обвезнице инвеститори посебно морају да обратe пажњу на чињеницу да приходи остварени у виду камате нису опорезовани. Из тог разлога када вреднују муниципалне обвезнице и упоређују њихове приносе са приносима других хартија од вредности (државне обвезнице, корпоративне обвезнице, трезорски записи и сл.) који подлежу опорезивању, потребно је извршити корекције тих приноса за износ пореза како би та компарација приноса била адекватна. Гранична пореска стопа представља стопу при којој инвеститор остварује идентичан принос улагањем у муниципалну или неку другу хартију од вредности .

$$r_m = r_c (1 - t) \quad (2)$$

r_m = каматна стопа муниципалне обвезнице

r_c = каматна стопа друге хартије од вредности

t = гранична пореска стопа

Са појавом и развојем инвестиционих фондова који улажу у обвезнице (период 1960-1970) јавила се потреба и за прецизнијом и професионалнијом евалуацијом обвезница, а у циљу што објективнијег дневног израчунавања нето вредност инвестиционог фонда. Евалуације (вредновање) муниципалних обвезница представља мишљење независних експерата о цени коју су инвеститори спремни да плате и коју треба платити за одређену хартију. Евалуација може бити урађена пре или након емитовања у зависности од потреба инвеститора. Овакве анализе потребне су широком кругу инвеститора: обвезничким и новчаним фондовима, банкама и другим институционалним инвеститорима. Све анализе имају за циљ да дају одговор на питање да ли је по тренутној тржишној цени обвезнице она прецењена, потцењена или се можда налази на нивоу своје фер вредности.³³

³³ Милан Трајковић, Водич кроз муниципалне обвезнице,, <http://www.krediti.rs/downloads2/vodic-kroz-municipalne-obveznice.pdf>

1.1 Вредновање муниципалних обвезница без уговорних клаузула

Основни принцип вредновања муниципалних, као и других врста обвезница, је примена методе дискотовања очекиваних новчаних токова (периодичне исплате купона и номиналне вредности на дан доспећа). Обвезнице се вреднују у три корака:

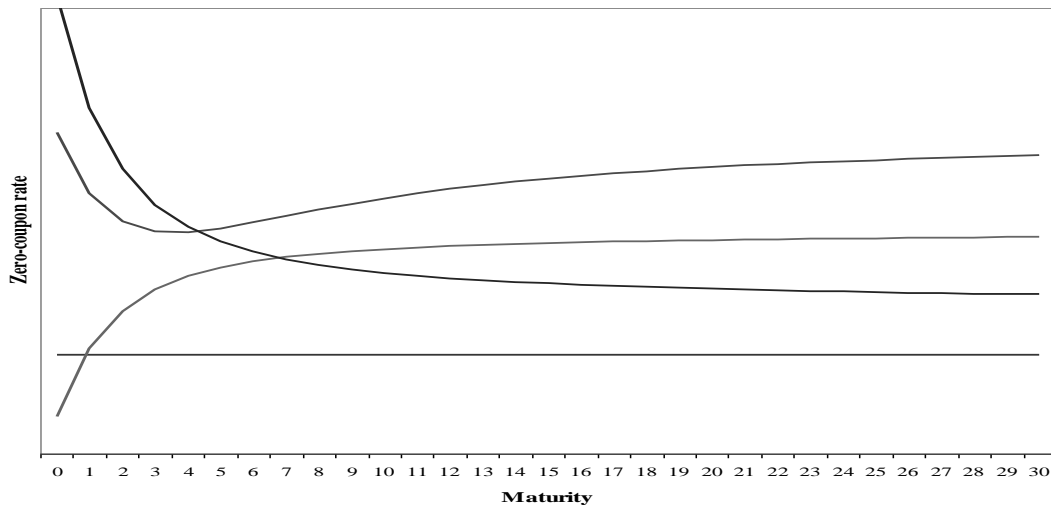
- најпре треба одредити новчани ток који носи хартија
- дефинисати дисконтну стопу и
- израчунати садашњу вредност дисконтованог новчаног тока.

Новчани ток (cash flow) муниципалне обвезнице представља очекивана будућа примања које носи улагање у хартију од вредности. У моменту емисије обвезнице, планом отплате дефинисани су и будући новчани токови. При утврђивању новчаног тока проблеми могу настати у случају да постоји опција ране отплате главнице (кол опција), опција опозива (пут опција) и у случају да је купон индексан на неку променљиву каматну стопу.

Дисконтна стопа или захтевана стопа приноса, представља минималну каматну стопу коју инвеститори захтевају за своје улагање у безризичну активу, тако да се при вредновању обвезница као дисконтне стопе углавном узимају каматна стопа на државне обвезнице или референтна каматна стопа централне банке. Код традиционални приступа вредновања обвезница подразумева се да се узима јединствена дисконтна стопа за све периоде. Са друге стране *No-arbitrage* приступ подразумева да се за сваки период користи посебна дисконтна стопа до које долазимо помоћу криве приноса. Обзиром да се крива приноса добија поређењем стопе приноса до доспећа на обвезнице са истим ризиком, ликвидношћу, пореским статусом и уговорним клаузулама а различитим роковима доспећа, већина инвеститора сагледава кретање будућих каматних стопа (форвард стопа)³⁴ на бази криве приноса државних обвезница које су најликвиднија и најсигурнија инвестиција.

³⁴ Форвард стопе представљају очекивања тржишта за вредности спот стопа (тренутних каматних стопа одређених хартија) у будућности.

График 5. Могући облици криве приноса



Извор : [34, str.259]

Облик криве приноса обвезница зависи од преференци инвеститора. Када би сви били индиферентни у погледу времена доспећа, крива приноса би била увек равна. Преференце инвеститора су одређене њиховим очекивањима, природом њихове инвестиције, нивоом ризика који су вољни да прихвате. Постоје више теорија које се баве терминском структуром каматних стопа, које имају за циљ да из микроекономских основа нађу везу између каматних стопа и времена до доспећа и поменућемо само неке од њих:

- Теорија очекивања
- Теорије премије за ризик
 - Теорија премије за ликвидност
 - Теорија преферентног “станишта”
- Теорија сегментације тржишта

Након дефинисаног новчаног тока и дисконтне стопе утврђује се вредност обвезнице као садашња вредност дисконтованих новчаних токова. Треба истаћи значајну разлику код вредновања купонских обвезница, обвезница без купона (енгл. *zero coupon bond*), ануитетских обвезница.

Општа формула за утврђивање вредности обвезнице гласи :

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r_t)^t} \quad (3)$$

при чему је:

P – унутрашња вредност обвезнице, CF_t - новчани ток периода, r_t - дисконтна стопа периода, T - рок доспећа обвезнице.

Вредност обвезнице са идентичним годишњим cash flow-ом и фиксном дисконтном стопом се израчунава помоћу формуле:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{CF}{(1+r)^t} = \frac{CF}{r} \left(1 - \frac{1}{(1+r)^T} \right) \quad (4)$$

Вредност купонске обвезнице при фиксној дисконтној стопи се израчунава на следећи начин:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{c}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^T} = \frac{c}{r} \left(1 - \frac{1}{(1+r)^T} \right) + \frac{N}{(1+r)^T} \quad (5)$$

где је:

c – годишњи купон, а N – вредност на дан доспећа или номинална вредност.

Код обвезница без купона (*zero coupon bond*) постоји само један cash flow, а то је исплата номинале након доспећа обвезнице па се вредност оваквих обвезница израчунава на следећи начин :

$$P = \frac{N}{(1+r)^T} \quad (6)$$

Из приказаних формула се може закључити да што је виша дисконтна стопа мања је вредност обвезнице и обрнуто, што је нижа дисконтна стопа већа је вредност обвезнице. Када говоримо о методама вредновања обвезница треба истаћи још једну законитост која се тиче односа купонске стопе обвезнице, захтеваног тржишног приноса

и цене обвезнице. Имајући у виду да је захтевани тржишни принос у ствари једнак дисконтној стопи можемо констатовати следеће:

купонска стопа = дисконтној стопи → цена обвезнице = номинали

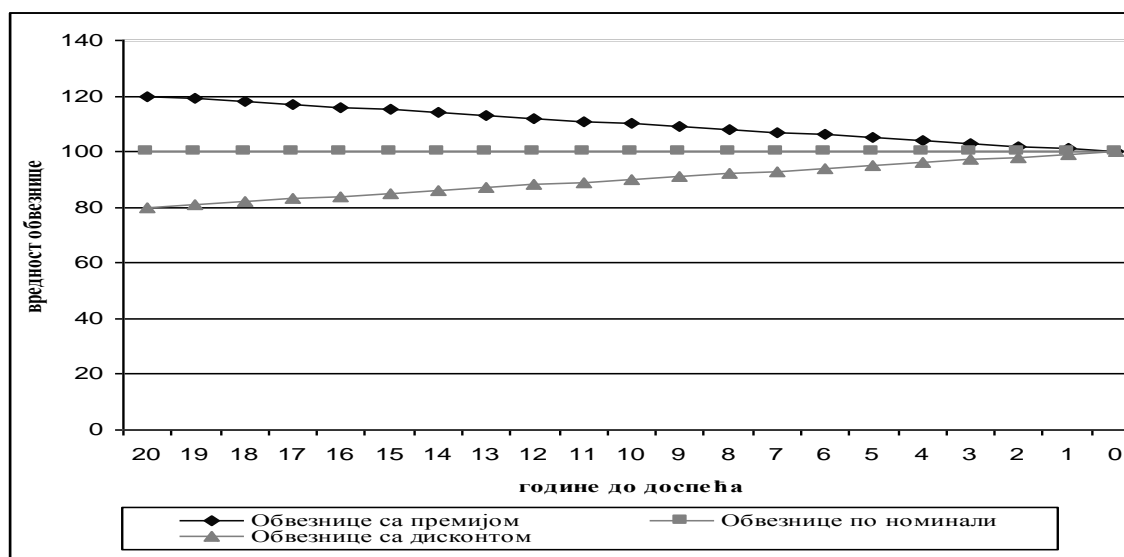
купонска стопа < дисконтне стопе → цена обвезнице < номинале (дисконт)

купонска стопа > дисконтне стопе → цена обвезнице > номинале (премија)

Доспеће обвезнице такође представља један од битних фактора који утиче на вредност обвезнице. Како се приближава време доспеће обвезнице њена вредност се приближава номиналној вредности. Уколико претпоставимо да се дисконтна стопа не мења током времена, у зависности од врсте обвезнице и њена вредност се различито мења (график б):

- 1) опада са временом ако је обвезница са премијом
- 2) расте са временом ако је обвезница са дисконтом
- 3) не мења се уколико се продаје по номинали – *par value*

График б. Ефекат времена на вредност обвезнице при фиксној дисконтној стопи



Извор: [34, str.133]

За купонске муниципалне обвезнице је карактеристично да се исплата купона обично врши полугодишње. На то треба обратити посебну пажњу када се приступа вредновању обвезнице јер је у том случају потребно поделити годишњи купон са два, прилагодити дисконтну стопу тако што се годишња дисконтна стопа дели са два, а

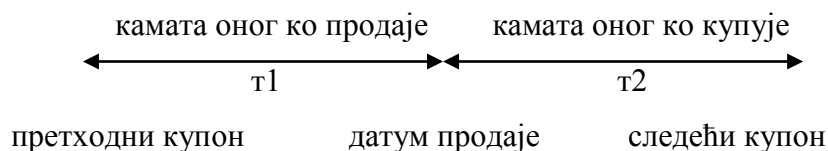
време до доспећа множи са два тако да се вредност купонске обвезнице са полугодишњом исплатом купона утврђује на следећи начин:

$$P = \sum_{t=1}^{2T} \frac{\frac{c}{2}}{(1+r/2)^t} + \frac{N}{(1+r/2)^{2T}} = \frac{c/2}{r/2} \left(1 - \frac{1}{(1+r/2)^{2T}} \right) + \frac{N}{(1+r/2)^{2T}} \quad (7)$$

1.1.1 Вредновање обвезница у периоду између две исплате купона

Код купонских обвезница до додатних компликација долази када настојимо да утврдимо њену вредност у периоду између две исплате купона. Износ који би требало платити продавцу једнак је садашњој вредности cash flow -а обвезнице, с тим да треба имати у виду да се први следећи cash flow од момента куповине (салдирања трансакције) састоји из две компоненте:

- а) камате која припада продавцу и
- б) камате која припада купцу обвезнице



Камата која припада продавцу и која није исплаћена је камата за период од дана последњег исплаћеног купона до дана продаје обвезнице односно салдирања трансакције (на слици изнад обележено са t_1). Део камате која припада продавцу се често у пракси назива *нарасла* или *акумулирана камата*, а цене обвезница која садржи *нараслу камату* назива се *бруто* или *пуна цена*. Од бруто цене треба одузети *нараслу камату* (енгл. *accrued interest-AI*) да би се добила *нето* или *чиста цена* обвезнице.

При утврђивање пуне цене обвезнице најпре је неопходно да се утврди компонента w , која представља однос између преосталог броја дана до доспећа и укупног броја дана између две исплате купона :

$$w = \frac{\text{broj dana od saldiranja do sledeće isplate kupona}}{\text{ukupnog broja dana između dve isplate kupona}}$$

$$w = \frac{t_2}{t_1 + t_2} \quad (8)$$

$$PV_t = \frac{CF_t}{(1 + r_t)^{t-1+w}} \quad \dots \text{пуна цена} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} AI_t &= CF_t \times \frac{t_1}{t_1 + t_2} \quad \dots \text{нарасла (акумулирана) камата} \quad (10) \\ &= CF_t \times (1 - w) \end{aligned}$$

$$nPV_t = PV_t - AI_t \quad \dots \text{нето (чиста) цена обвезнице} \quad (11)$$

Од бруто цене треба одузети нараслу камату да би се добила нето или чиста цена обвезнице. Чиста цена обвезнице се углавном користи при котирању обвезница на америчким берзама, док се на европском и другим тржиштима користи бруто или пуне цене обвезнице (често се ове цене називају још и *dirty price*). Чисте цене обвезница су стабилније на тржишту од пуних цена јер када дође до промене чисте цене на тржишту то се дешава због неког економског разлога као на пример због промене каматне стопе на тржишту или пада кредитног рејтинга емитента. Пуна цена (*dirty price*) обвезница се такође мења услед поменутих економских разлога али се и свакодневно мења услед смањења броја дана до следеће исплате купона.

1.2 Вредновање муниципалних обвезница са уговорним клаузулама

У претходном поглављу није разматрано вредновање обвезница код којих постоје укључене опције и коришћење горе разматраних формула при утврђивање вредности таквих обвезница није сврсисходно, јер код таквих обвезница није могуће са сигурношћу утврдити будући *cash flow*. При вредновању муниципалних обвезница посебно треба посматрати случај када емитент (продавац обвезнице) има право да пре доспећа отплати обвезницу (то је такозвана кол опција) и случај када инвеститор

(власник обвезнице) има право да захтева од продавца обвезнице да раније отплати обвезницу (то је пут опција). При анализи обвезница са уграђеним опцијама акценат треба ставити на утврђивању вероватноће будућег cash flow -а. Методе које се користе код обвезница са укљученом опцијом имају за циљ првенствено да утврде да ли је конкретна обвезница скупа, јефтина или фер вреднована.

Како инвеститори, концептуално гледано, виде муниципалне обвезнице са уграђеним опцијама. Инвеститор који поседује обвезницу са кол опцијом може доћи у ситуацију да због евентуалног пада каматних стопа на тржишту емитент искористи опцију и пре доспећа отплати своју обвезницу. Инвеститор је онда изложен ризику реинвестирања својих средстава. Из тих разлога обвезница са уграђеном кол опцијом вреди мање у односу на обвезницу истог емитента без уграђене опције или неку другу обвезницу без опције са сличним карактеристикама (принос, кредитни ризик, доспеће) :

Цена обвезнице са кол опцијом = цена обвезнице без опције – вредност кол опције

Са друге стране, инвеститор који поседује муниципалну обвезницу са пут опцијом има могућност да у сваком моменту тражи од емитента повраћај својих средстава. Ову опцију инвеститори углавном и користе у случају раста каматних стопа на тржишту или погоршаног кредитног рејтинга емитента. Из тих разлога таква обвезница вреди више него идентична обвезница без опције:

Цена обвезнице са пут опцијом = цена обвезнице без опције + вредност пут опције

Постоје више модела који се могу користити за вредновање муниципалних обвезница са уграђеним опцијама:

- Модели у дискретном времену:
 - Биномна стабла
 - Коначни прираштаји
- Модели у континуалном времену:
 - Једнофакторски
 - Мултифакторски
- Арбитражни модели
- Нумеричке симулације

Једно-факторни модел користи као фактор еволуције само краткорочне каматне стопе. Дво-факторни модел може да спецификује еволуцију како краткорочних тако и дугорочних каматних стопа. Постоје модели у дискретном времену и модели у континуалном времену. Акцент се у овом раду ставља на ове прве, и то на најједноставнији- биномни модел.

Први корак у процени вредности обвезница почиње од одређивања реперних каматних стопа. У пракси, најчешће коришћене реперне каматне стопе су стопе:

- трезорских записа
- сличних муниципалних обвезница
- других обвезница истог емитента.

На основу реперних обвезница, морају се одредити спот дисконтне стопе конзистентне са тржишним ценама јер то је услов да реперне спот дисконтне стопе не дозвољавају арбитражу. У случају када градимо модел за вредновање обвезница са укљученим опцијама, њихови будући новчани токови зависе од тога шта ће се догодити са каматним стопама у будућности. Стога, морамо да знамо како да процењујемо, на основу процене вредности волатилности, како ће каматне стопе мењати у будућности. До сада нисмо посебно разматрали волатилност приноса (односно спот дисконтних стопа) обвезница. У случају обвезница које не укључују опције, то и није био проблем јер њихова цена неће зависити од волатилности каматних стопа. Волатилност каматних стопа се одређује као стандардна девијација историјских вредности одговарајучих каматних стопа.

Најпре конструишемо биномиално стабло каматних стопа. Полазимо од тога да смо одредили волатилности приноса и каматних стопа и крећемо од периода 0 (данас) а сваки ниво стабла одговара једној години с тим да се стабло може направити и тако да елементарни интервал времена одговара пола године или месец дана, према потреби. Означимо са r_m краткорочну стопу у тренутку t у стању n , а из сваког чвора излази тачно две гране (могуће промене каматних стопа су на горе или на доле).

График 10. Биномно стабло каматних стопа

				r4,HHHH	...
			r3,HHH		
		r2,HH		r4,HHHL	
r0	r1,H		r3,HHL		...
		r2,HL		r4,HHLL	
	r1,L		r3,HLL		
		r2,LL		r4,HLLL	...
			r3,LLL		
				r4,LLLL	...
t=0	1	2	3	4	...

Извор : [34, str.304]

Претпостављамо да је верованоћа да ће каматна стопа ићи горе или доле у сваком тренутку времена једнака 50%. Претпоставимо да знамо могуће вредности обвезнице у тренутку $t=1$. Наиме, да је у случају када је каматна стопа порасла (H стање), новчани ток обвезнице $V_H + C$ (где је V_H вредност обвезнице, а C вредност купона) док је у стању L, новчани ток обвезнице $V_L + C$. Вредност обвезнице у тренутку $t=0$ је онда једнака :

$$P_0 = \frac{0.5(V_H + C)}{(1+r_0)} + \frac{0.5(V_L + C)}{(1+r_0)} \quad (12)$$

Користећи метод индукције уназад (backward induction) можемо корак по корак да вреднујемо уназад обвезницу док не стигнемо до тренутка 0.

Да бисмо илустровали како се процењује обвезница коришћењем биномиалног стабла размотримо купонску обвезницу без опција са купоном 6,5%, при чему је волатилност каматних стопа 10% .

Пример 1 . Биномно стабло (волатилност 10%)

			9,20%
		7,01%	
	5,43%		7,53%
3,50%		5,74%	
	4,44%		6,17%
		4,70%	
			5,05%

t=0 1 2 3 4

				100
			97,528634	6,5
		97,924895		6,5
		6,5		100
	100,23021		99,041023	6,5
	6,5	100,41841		6,5
104,64304		6,5		100
	103,38088		100,3146	6,5
	6,5	102,5335		6,5
		6,5		100
			101,38194	6,5
			6,5	
				100
				6,5

Приметимо да се приликом израчунавања вредности обвезница користе каматне стопе за један ниво на лево у односу на новчане токове који се дисконтују. Тако на пример израчунавање вредности обвезнице за период t=3 у чвору ННН добије се на следећи начин :

$$V_{3,ННН} = \frac{0.5*(100+6.5)+0.5*(100+6.5)}{1 + 0.0920}$$

$$V_{3,ННН} = 97,528634$$

На идентичан начин се утврђује вредност обвезнице у свим осталим чворовима и корак по корак вреднујемо уназад обвезницу док не стигнемо до тренутка 0. Уколико је биномиално стабло другачије (као у примеру 2), при волатилности каматне стопе од 20%, вредност идентичне обвезнице остаје непромењена што нам доказује претходно изнету тврдњу да волатилност каматне стопе не утиче на вредност обвезнице које не укључују опције.

Пример 2: Биномно стабло (волатилност 20%)

			12,00%
		8,34%	
	5,92%		8,04%
3,50%		5,59%	
	3,97%		5,39%
		3,75%	
			3,61%

t=0 1 2 3 4

				100
			95,086739	6,5
		95,37104	6,5	
	98,68379		98,570861	100
	6,5	100,67991	6,5	6,5
104,64268		6,5		100
	104,92655		101,05122	6,5
	6,5	104,50016	6,5	
		6,5		100
			102,78494	6,5
			6,5	
				100
				6,5

1.2.1 Вредновање обвезница са укљученом кол опцијом

Вредновање оваквих обвезница се обавља на исти начин као и у претходном примеру када смо разматрали обвезнице без уграђених опција, стим да сада треба обратити пажњу на једну битну измену: у неким чворовима емитент обвезнице има право да одлучи да отплати обвезницу. У чворовима у којима он има право да то учини, он мора да упореди вредност коју мора да отплати у случају ране отплате (у нашем примеру 100) са новчаним током у том тренутку времена уколико обвезница не би била превремено отплаћена. Одлука о извршењу је у рукама емитента обвезнице.

Ако за пример узмемо претходну обвезницу са купоном 6,5% са временом доспећа од 4 године, претпоставком да је волатилност каматне стопе 10% и претпоставком да се обвезница може опозвати у тренутку $t=1, 2, \text{ и } 3$, у сваком чвору у коме је рана отплата могућа израчунава се вредност обвезнице следећом формулом:

$$\min\left(100, \frac{0.5(V_{*H} + C + V_{*L} + C)}{1 + r_*}\right) \quad (13)$$

Вредност обвезнице у случају када је волатилност 10% једнака је 102.899. Можемо уочити да обвезница са укљученом кол опцијом има другачију вредност од обвезнице без кол опције коју смо утврдили у претходном примеру. Разлика између вредност обвезнице без опције и вредности обвезнице са кол опцијом представља вредност кол опције коју је инвеститор практично дао емитенту. Наиме 104.643 (вредност обвезнице без опције) – $102.899 = 1.744$. Можемо такође приметити да је рана исплата могућа углавном када краткорочна каматна стопа пада односно када је могуће на тржишту добити јефтиније финансирање. Осенчена поља су чворови раније исплате.

Пример 3 . Биномно стабло (волатилност 10%)

			9,20%	
		7,01%		
	5,43%		7,53%	
3,50%		5,74%		
	4,44%		6,17%	
		4,70%		
			5,05%	

t=0 1 2 3 4

				100
			97,528634	6,5
		97,924895	6,5	
		6,5		100
	100		99,041023	6,5
	6,5	100	6,5	
102,8986		6,5		100
	100		100	6,5
	6,5	100	6,5	
		6,5		100
			100	6,5
			6,5	
				100
				6,5

Када је волатилност 20% на годишњем нивоу цена обвезнице као и цена опције неће бити иста (пример 4.). Наиме, цена опције расте те се цена обвезнице смањује. Цена обвезнице постаје 102,10 а цена опције је 2,535 .

Пример 4: Биномно стабло (волатилност 20%)

			12,00%
		8,34%	
	5,92%		8,04%
3,50%		5,59%	
	3,97%		5,39%
		3,75%	
			3,61%

t=0 1 2 3 4

				100
			95,086739	6,5
		95,37104		6,5
			6,5	100
	98,362834		98,570861	6,5
		100		6,5
102,1077		6,5		100
	100		100	6,5
		6,5		6,5
			100	100
			6,5	6,5
				100
				6,5
				100
				6,5

Треба нагласити да код оваквих обвезница може постојати и комплексни распоред ране исплате (call schedule). Уместо да у t=1,2,3 цена ране исплате буде увек пар (односно 100), може распоред исплате бити са различитим ценама ране исплате на пример, 102 за t=1, 101 за t=2, и 100 за t=3.

1.2.2 Вредновање обвезница са укљученом пут опцијом

При вредновању муниципалних обвезница посебно треба посматрати случај када се ради о обвезници са укљученом пут опцијом. Код таквих обвезница инвеститор (власник обвезнице) има право да захтева од емитента да раније отплати обвезницу. Обзиром да се право на ранију исплату налази у рукама инвеститора, то својство повећава вредност такве обвезнице у односу на идентичну обвезницу без тог права. У чворовима биномног стабла у којима инвеститор има право да искористи опцију ранијег извршења, он мора да упореди тренутну вредност обвезница са пар вредношћу односно 100 и да узме максимум од та два броја. Ако за пример узмемо идентичну обвезницу из претходног примера: обвезницу са купоном 6,5%, са временом доспећа од 4 године претпоставком да је волатилност каматне стопе 10% и уколико власник може да покрене прерану отплату дужника по пар цени (пар цена је 100) почевши од $t = 1$, процењена вредност такве обвезнице се утврђује следећом формулом:

$$\max \left(100, \frac{0.5(V^*_H + C + V^*_L + C)}{1 + r^*} \right) \quad (14)$$

У условима високих каматних стопа на тржишту власник обвезнице ће искористити опцију и захтевати ранију исплату како би инвеститирао под повољнијим условима. Са друге стране, када су каматне стопе ниске, он неће захтевати превремену отплату. Осенчена поља су чворови раније исплате.

Вредност обвезнице у случају када је волатилност 10% једнака је 105.327. Можемо уочити да обвезница са укљученом пут опцијом има другачију вредност од обвезнице без пут опције коју смо утврдили у претходном примеру. Разлика између вредност обвезнице са пут опцијом и вредности обвезнице без пут опције представља вредност пут опције коју је емитент практично дао инвеститору. У нашем случају, пошто је обвезница са пут опцијом вредна 105.327 а обвезница без пут опције вредна 104.643, пут опција је вредна 0.684.

Пример 5 . Биномно стабло (волатилност 10%)

			9,20%
		7,01%	
	5,43%		7,53%
3,50%		5,74%	
	4,44%		6,17%
		4,70%	
			5,05%

t=0 1 2 3 4

				100
			100	6,5
		100	6,5	
	101,4294		100	6,5
	6,5	100,87189	6,5	
105,3272		6,5		100
	103,59797		100,3146	6,5
	6,5	102,5335	6,5	
		6,5		100
			101,38194	6,5
			6,5	
				100
				6,5

Већа волатилност повећава вредност пут опције. Можемо видети у примеру 6., да ако је волатилност једнака 20% на годишњем нивоу, вредност обвезнице са пут опцијом једнака је 106.01, док је вредност пут опције увећана и износи 1.36684.

Пример 6. Биномно стабло (волатилност 20%)

			12,00%
		8,34%	
	5,92%		8,04%
3,50%		5,59%	
	3,97%		5,39%
		3,75%	
			3,61%

t=0 1 2 3 4

				100
			100	6,5
		100	6,5	
				100
	101,18837		100	6,5
		101,35663	6,5	
106,00984		6,5		100
	105,252		101,05122	6,5
		104,50016	6,5	
				100
			102,78494	6,5
				6,5
				100
				6,5

ПЕТИ ДЕО – КРИЗА НА ТРЖИШТУ МУНИЦИПАЛНОГ ДУГА

1. Осигурање муниципалних обвезница

Осигурањем муниципалних обвезница, осигуравајуће друштво се обавезује да исплати главницу и припадајуће камате у случају неиспуњења обавеза од стране емитента обвезнице. Овим путем емитент подиже кредитни квалитет својој хартији, задужује се под повољнијим условима (са нижом каматном стопом) и у стању је да привуче знатно више инвеститора.³⁵ Компаније које гарантују исплату обавеза по основу емитованих обвезница су специјализоване осигуравајуће компаније (енгл. *monoline insurers*) јер се оне не баве осталим врстама осигурања попут животног осигурања, осигурања имовине, осигурања од одговорности и сл. Индустрија осигурања муниципалних обвезница уведена је 1971. године у САД-у оснивањем *American Municipal Bond Assurance Corp (AMBAC)*. Ова компанија је наменски формирана и докапитализована са циљем да се бави пословима осигурања обвезница. Временом је јачала конкуренција на овом тржишту осигурања формирањем нових компанија које су истовремено биле и чланице удружења осигураваача, *Municipal Bond Insurance Association (MBIA)*, које је основано 1973. године са циљем да се локалној самоуправи и осталим јавним ентитетима обезбеди бољи приступ јефтиним изворима финансирања. Осигуравајуће компаније су генерално осигуравале само обвезнице које су се налазиле у класи инвестиционог разреда, тачније са кредитним рејтингом од „БББ“ до „ААА“. Значај осигурања муниципалних обвезница је вишеструка. Емитент који осигурава своју обвезницу, по правилу се задужује по нижој каматној стопи, тако да остварује значајан економски ефекат који се огледа у разлици у каматној стопи између осигуране и не осигуране идентичне обвезнице (умањено за износ премије која се плаћа осигураваачу). Са друге стране, инвеститор је додатно осигурао своје потраживање, јер у случају да емитент није у могућности да изврши своју обавезу по питању камата и главница та обавеза пада на терет осигуравајуће компаније (мања је вероватноћа да и емитент и осигуравајућа кућа у исто време буду кредитно неспособне по питању измирења обавеза).³⁶ Емитенти муниципалних обвезница које се налазе на граници инвестиционог разреда, када је кредитни рејтинг у питању, често се одлучују за осигурање у циљу постепења свог рејтинга и самим тиме смањења трошкова задуживања. То је добро и са

³⁵ Liu G., 2011. Municipal Bond Insurance Premium, Credit Rating and Underlying Credit Risk, Social Science Research Network, : str 3.

³⁶ Честа је појава на секундарном тржишту да инвеститор, купац муниципалне обвезнице, сам осигура обвезницу односно своја потраживања код осигуравајуће компаније.

стране инвеститора обзиром да муниципалне обвезнице које су рангиране „ААА“ због осигурања, редовно доносе инвеститорима већи принос од обвезница које су без осигурања рангиране „ААА“. ³⁷

Осигурање муниципалних обвезница се разликује од осталих врста осигурања по основу структуре и начина на који емитент плаћа по основу осигурања. Емитент обично једнократно плаћа осигуравачу износ премије који за узврат пружа осигурање конкретне обвезнице за све време до њеног доспећа. У случају неизвршења обавеза од стране емитента, осигуравач наставља да измирује обавезе по плану исплате камате и главнице све док емитент евентуално не дође у могућност да настави са плаћањем своје обавезе или обвезница доспе на наплату. Уколико се у међувремену створе услови да емитент може да настави са плаћањем, у обавези је да измири све пропуштене уплате које је осигуравач намирио као и све остале трошкове настале активирањем осигурања. ³⁸ Иако је основна улога осигурања муниципалних обвезница заштита од ризика неизвршења обавеза од стране емитента, ³⁹ извештаји водећих кредитних агенција (Moody's и S&P) почев од 1950. године па до данас, показују да је вероватноћа неизмирења обавеза код обвезница инвестиционог разреда мања од 0,01%. Обвезнице најнижег инвестиционог разреда (Баа) су у истом периоду имале 0.06% стопу неизвршења. ⁴⁰ Што је обвезница вишег инвестиционог разреда, мања је вероватноћа неизвршења обавезе.

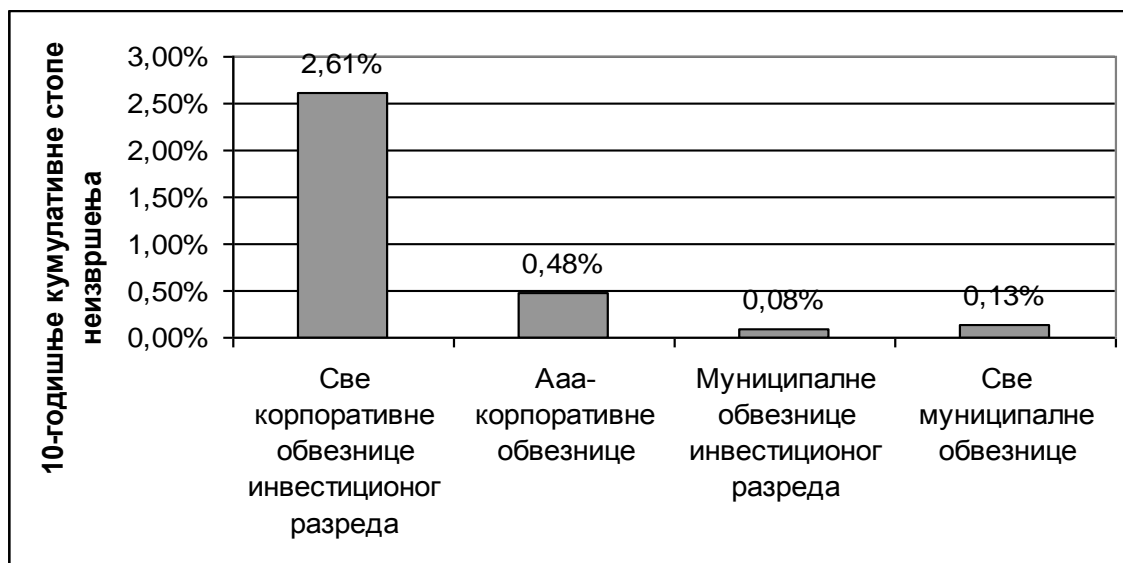
³⁷ Nanda V., Singh R. 2004. "Bond insurance: What is special about munis? ", *The Journal of Finance* 59, str.2256

³⁸ Wilkoff S. 2011. The Effect of Insurance on Municipal Bond Yields, *Working paper*, Haas School of Business, str.3

³⁹ Hempel G. 1971. The postwar quality of state and local debt, National Bureau of Economic Research

⁴⁰ Tennant J., Emery K, and Anne Van Praagh A. 2010. "U.s. municipal bond defaults and recoveries, 1970-2009", *Discussion paper*, Moody's и Petek G., Murphy S. and Adam Watson, 2011, U.s. public finance defaults and rating transition data: 2010 update, *Discussion paper*, Standard & Poor's.

**График 7. Компаративна анализа 10-годишње кумулативне стопе неизвршења
обавеза корпоративних и муниципалних обвезница инвестиционог разреда**



Извор: Moody's investor service

1.1 Поступак осигурања муниципалних обвезница

Имајући у виду да је поступак емисије муниципалних обвезница доста сложен и обиман посао, није редак случај да локалне власти ангажују финансијске саветнике који између осталог имају и значајну улогу у поступку осигурања емисије. Први корак је свакако упућивање захтева осигуравајућим компанијама и прикупљање њихових понуда. Након добијања захтева за осигурањем од стране емитента или покровитеља емисије (често покровитељ емисије финансира целокупан процес осигурања, укључујући и премију осигурања, стим да касније кроз разлику у цени који остварује покрива целокупне своје трошкове око осигурања), стручне службе осигуравајуће компаније анализирају финансијско стање емитента и правни статус емисије на основу јавно доступних информација о емитенту. То је процес сличан поступку утврђивања кредитног рејтинга обвезнице од стране рејтинг агенција, који је често неопходан услов при утврђивању висине премије осигурања. Међутим, многи осигуравачи не захтевају од својих клијената добијање кредитног рејтинга од стране реномираних рејтинг агенција обзиром да располажу сопственим службама које су способне да утврде свој интерни рејтинг и на тај начин процене ниво ризика којем се излажу. На основу утврђеног интерног рејтинга, осигуравајућа компанија доноси одлуку о томе да ли ће осигурати конкретну емисију муниципалних обвезница и ако осигурава, колика ће бити

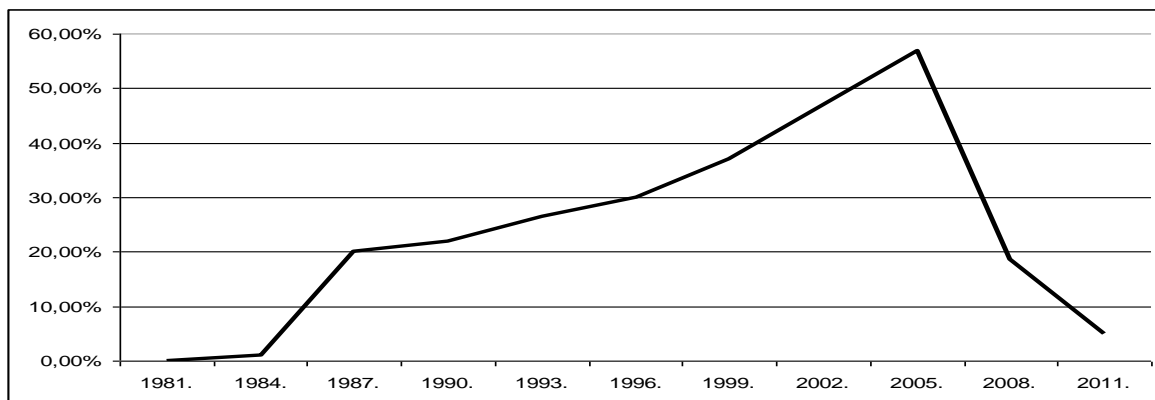
висина премије. Многе студије су се бавиле истраживањем висине премије осигурања муниципалних обвезница у последњих тридесетак година у циљу утврђивања да ли осигурањем емитент заправо смањује своје трошкове задуживања. При анализи висине премије при осигурању муниципалних обвезница треба имати у виду да осигуравач гарантује за целокупан износ дуга. Уколико претпоставимо да је за емисију муниципалног дуга од \$20 милиона на период од 30 година, висина премије \$0.6 милиона, премија на изглед износи 3% од обима емисије. Међутим треба имати у виду да је при емисији \$20 милиона на период од 30 година, износ укупног дуга (камате и главнице) скоро \$40 милиона. Тако долазимо до износа премије од 1.5% на износ укупног дуга. Претпоставимо да је конкретна муниципална обвезница кредитног рејтинга „А“ и да доноси инвеститору годишњи принос од 3%. Уколико се та иста обвезница осигура њен кредитни рејтинг скаче на „Ааа“ и у том случају су инвеститори спремни да прихвате и нижи принос од 2,5%. На овај начин емитент је уштедео 50 базних поена (0.5%) годишње али плаћа и премију од \$0,6 милиона осигуравајућој кући, што је еквивалент износу од 30 базних поена годишње. На овај начин су емитент и осигуравајућа кућа практично поделиле уштеду остварену осигурањем обвезнице. Са друге стране инвеститор је добио обвезницу бољег кредитног рејтинга, тако да је нижа стопа неизвршења обавезе заправо корист коју је остварио инвеститор осигурањем обвезнице.

1.2 Криза на тржишту осигурања муниципалних обвезница

Вредност премије код осигурања муниципалних обвезница се временом смањивала и она је код обвезница инвестиционог разреда у просеку дошла на ниво од 10 базних поена годишње. Осигуравајуће компаније су морале практично да послују са леверицом од 100:1 како би обезбедили 10% годишњег приноса на капитал нерачунајући порезе и трошкове из редовног пословања којима су биле изложене. У жељи да увећају своје приносе, осигуравајуће компаније се окрећу новим финансијским инструментима и иновацијама на тржишту муниципалних обвезница. Ипак, и са новим финансијским производима и новим тржиштима ван САД-а није решен проблем ниског приноса осигуравајућих кућа. Све је то утицало да се крајем 1990-тих година већина осигуравача муниципалних обвезница, привучени високим профитом и потребом за диверзификацијом, убрзано укључују у послове осигурања на тржишту структурираних

финансијских производа.⁴¹ Међутим, то је била област коју осигуравачи муниципалних обвезница нису довољно познавали. Кредитни ризик ових финансијских инструмената је углавном био подцењен, како од стране регулатора финансијског тржишта тако и од већине учесника на тржишту, рејтинг агенција, осигуравача обвезница и већине инвестиционих банака. И поред тога ове хартије су биле гарантоване од стране осигуравајућих компанија, носиле су кредитни рајтинг „ААА“ и „АА“ и временом су достигле учешће у укупној осигураној имовини од скоро 50% у многим осигуравајућим компанијама. Управо ова велика изложеност осигуравача у структуриране финансијске производе је утицала на драматичан пад у индустрији осигурања хартија од вредности. Појава хипотекарне кризе у САД-у августа 2007. године, довела је до тога да се капитал великог броја осигуравајућих компанија нагло смањује због значајних губитака на хипотекарном тржишту, што је утицало да рејтинг агенције снижавају рејтинге код већине осигуравајућих компанија испод инвестиционог разреда (испод БББ-). Значајни губици, банкротства и пад кредитних рејтинга многих осигуравача обвезница довела је до тога да 2010. године Assured Guaranty Ltd. (AGL) остане практично једини способан високо рангирани осигуравач на тржишту муниципалних обвезница.

График 8. Процент осигураних муниципалних обвезница на тржишту САД-а у периоду 1980-2011.



Извор: Moody's Investor Service, The Wall Street Journal

⁴¹ Структурирани финансијски производ (**assets backed security-ASB**)

Структурирани финансијски производ је осигуран неком имовином, као на пример дужничка хартија од вредности издата на основу банкарског кредита чији је повраћај осигуран неком имовином. Први структурирани финансијски производи издати су почетком 1990-тих од стране америчких а потом и европских банака. Један од првих сертификата (**Collateralized debt obligations -CDOs** као посебна врста АСБ-а) издала је Дреднер банка на немачки DAX индекс. Почетком 2000. године структурирани производи су у Европи почели доживљавати велики раст популарности. У Европи је у 2006. години издато структурираних производа у вредности од 569 милијарди еура.

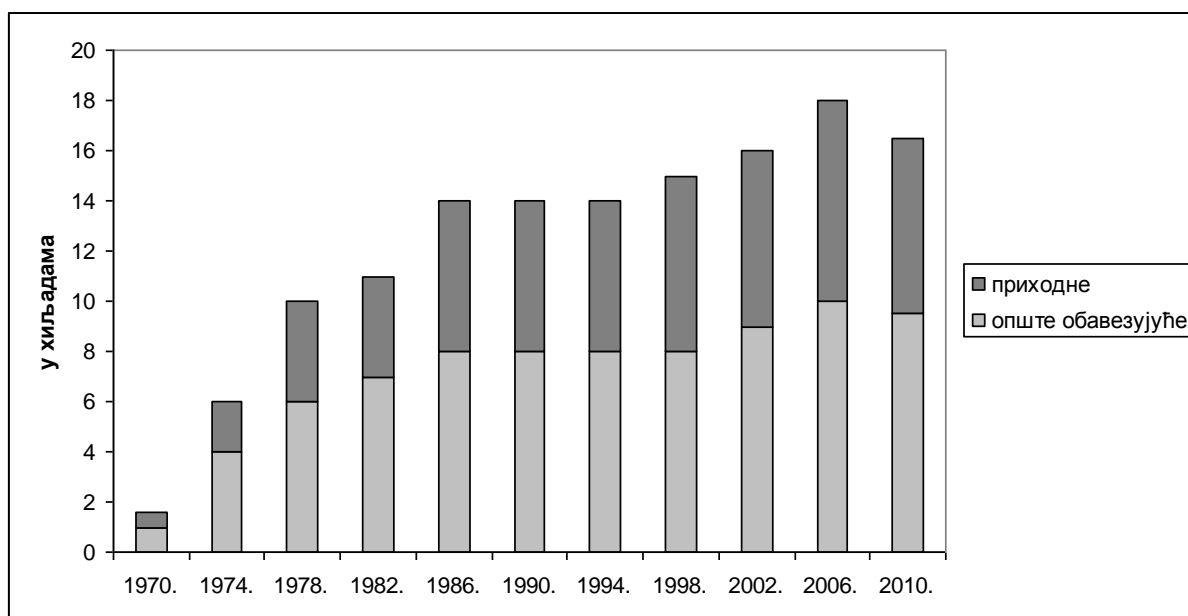
Оваква дешавања на финансијском тржишту довела су до драматичног смањења процента осигураних муниципалних обвезница. У 2005. година индустрија осигурања је практично била на врхунцу са 57% осигураних муниципалних обвезница, у 2009. години тај проценат је пао на 9%, док данас проценат осигураних муниципалних обвезница износи нешто више од 5% (график 8). Са све мањом активношћу осигуравача на тржишту, падао је и кредитни рејтинг нових емисија које нису биле осигуране што је утицало на све мању заинтересованост инвеститора поготово код емисија мањих емитената.

Потреба за осигурањем муниципалних обвезница свакако да и даље постоји за многе учеснике на тржишту. То се поготово може рећи за мале емитенте и емитенте који се често не задужују путем муниципалних обвезница, као и за мале индивидуалне инвеститоре којима је додатни вид обезбеђења пресудан фактор при доношењу инвестиционе одлуке. Сектор осигурања муниципалних обвезница има значајан потенцијал да расте, с тим да ће то сигурно бити другачији вид развоја у поређењу са кретањима у овој области последњих деценија.

2. Историја неизмирења финансијских обавеза по основу емитованих муниципалних обвезница

Локални нивои власти имају могућност да се задужују емитовањем обвезница чија се сигурност базира на пореској снази емитента (енгл. *general obligation-GO*). Имајући у виду да исплату дуга локална власт гарантује свим својим приходима, ове обвезнице представљају сигуран вид улагања за инвеститоре обзиром да постоји веома скромна историја неизвршења обавеза по основу емитованих опште обавезујућих муниципалних обвезница. Међутим статистика говори да скоро половина емитованих муниципалних обвезница рејтингованих од стране реномираних рејтинг агенција није покривено овом генералном обавезом плаћања, већ се углавном ради о приходним обвезницама код којих се повраћај дуга базира на будућим приходима капиталних пројеката који се финансирају.

График 9. Кретање броја рејтингованих муниципалних обвезница у периоду 1970-2011.



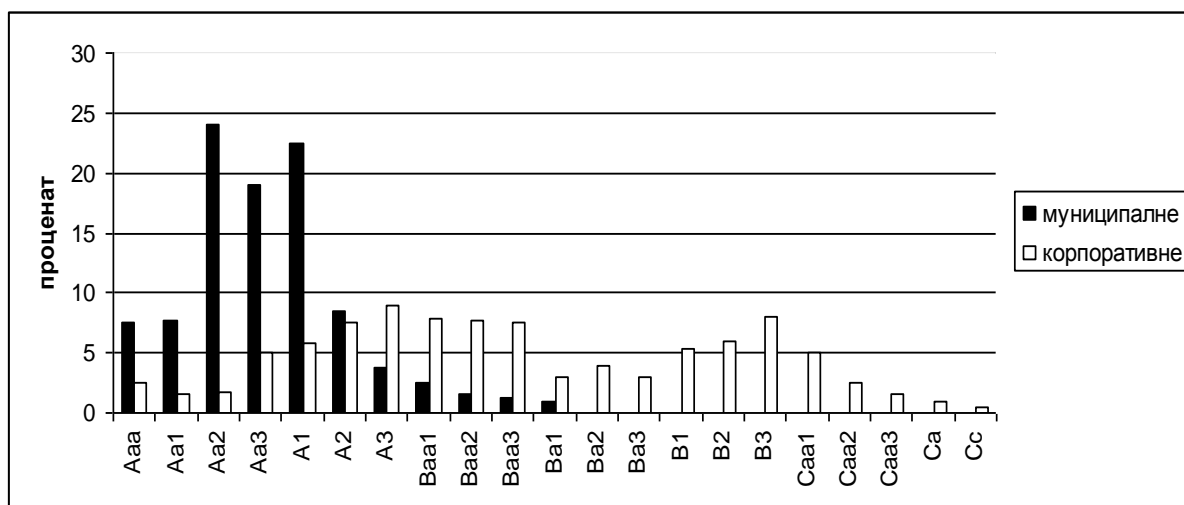
Извор: Moody's

График 9. нам показује да се број од око 1.500 муниципалних обвезница са додељеним одговарајућим кредитним рејтингом почетком 1970-тих, попео на 17.700 рејтингованих обвезница крајем 2011. године. Од овог укупног броја, 9.700 су опште

обавезујуће обвезнице, односно оне чине 55% од укупно броја рејтингованих муниципалних обвезница.

Статистика нам даље говори да је скоро 94% емитената муниципалних обвезница високо рангирано, односно носе рејтинг „А“ или виши ниво кредитног рејтинга. Уколико направимо поређење, око 34% емитената корпоративних обвезница на глобалном нивоу носе кредитни рејтинг већи или једнак „А“.

График 10. Компаративна анализа кредитног рејтинга муниципалних и корпоративних обвезница у 2011. години

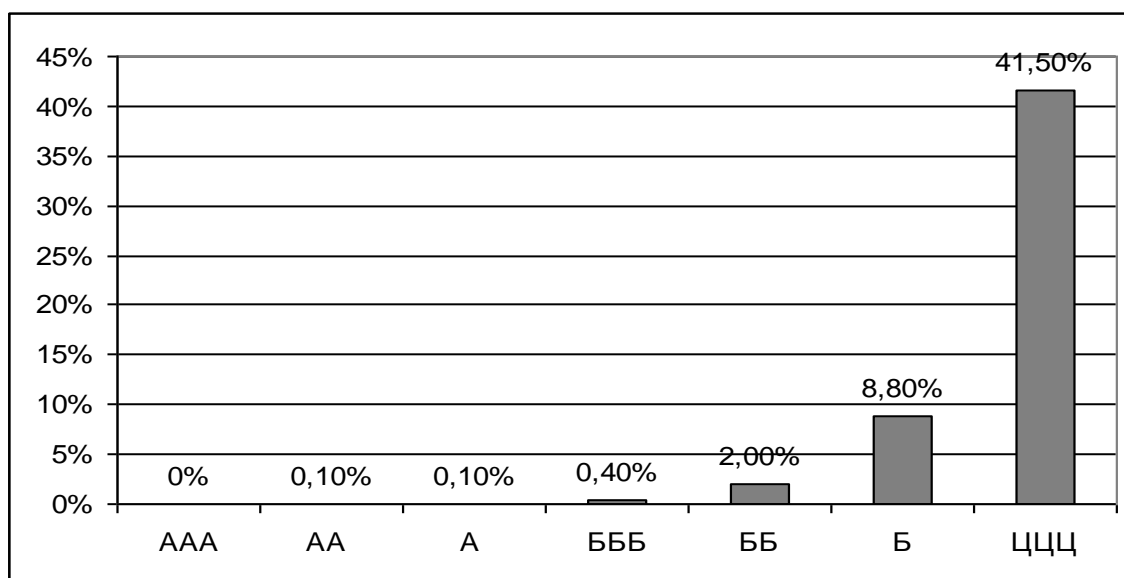


Извор: Moody's

Досадашња пракса показује да је стопа неизвршења обавеза код муниципалних обвезница релативно ниска у односу на корпоративне обвезнице. Тако је на пример стопа неизвршења обавеза код корпоративних обвезница инвестиционог разреда ААА/Ааа затно већа него код муниципалних обвезница нивоа БББ/Баа. У ствари уколико погледамо график бр. 11, видећемо да је практично код муниципалних обвезница инвестиционог разреда (БББ и више) неизвршење обавеза практично веома ретко. Тако на пример петогодишња кумулативна стопа неизмирења обавеза код муниципалних обвезница инвестиционог разреда износи 0.03% , насупрот 0.97% колика износи стопа код корпоративних обвезница, док код обвезница шпекулативног разреда (ББ+ и ниже) стопа износи 3.4% код муниципалних, насупрот 21.4% колико износи стопа неизвршења код корпоративних обвезница. Разлог за овакву статистику треба тражити у чињеници да општине могу подићи своје приходе једноставно повећањем локалних пореза и накнада. Оне не морају да генеришу профит попут

корпорација. До појаве светске финансијске кризе и могућност осигурања муниципалних обвезница значајно је утицао на њихов добар кредитни рејтинг и низак ниво стопе неизмирења обавеза.

График 11. Просечна кумулативна стопа неизвршења обавеза код муниципалних обвезница



Извор: Moody's

У дугој историји функционисања муниципалних обвезница на светском финансијском тржишту, значајан пораст неизмирења обавеза по основу емитованог дуга забележен је за време Велике депресије (1928-1939). Тада је забележен износ од око \$1.35 милијарди неизмирених обавеза по основу емитованих муниципалних обвезница (енгл. *municipal bond default*) у периоду од 1929-1937. године, што је износило око 7% од укупног дуга на тржишту муниципалних обвезница у то време.⁴² Међутим треба истаћи да су доспеле а неизмирене обавезе у то време, углавном касније измирене у периоду од неколико година. Тако су на пример, сви градови са популацијом већом од 25.000 становника закључно са 1938. годином измирили све своје доспеле обавезе. Процењује да је укупан губитак по основу неисплаћених камата и главница на тржишту муниципалних обвезница у то време око \$100 милиона, што је износило око 0.5% од укупног дуга на тржишту муниципалних обвезница у то време.

⁴² De Rosse M., 2011, Should You Be Worried about Your Municipal Bonds?, *U.S. Market Insight -Edward Jones, Member SIPC.*: str.2

Америчко тржиште муниципалних обвезница, захваћено рецесијом у последње две године, карактерише нагли пораст неизмирења обавеза по основу емитованих обвезница. У 2010. и 2011. години забележен је просечан број од 5,5 *default-a* (неизмирења) годишње, што је значајан раст ако се узме у обзир да је просечан број случајева неизмирења износио 1,5 годишње у периоду од 1970-2009. И поред тога може се рећи да је стопа неизмирења обавеза по основу емитованих муниципалних обвезница релативно мала на овом тржишту, јер је забележен 71 случај неизмирења обавеза у периоду од 1970-2011. године. Већина случајева неизмирења обавеза (73% - табела 25) односи се на сектор финансирања станбене изградње⁴³ и сектор здравства. Само пет емитената (градова, општина, дистрикта...) није адекватно измирило обавезе по основу емитованих опште обавезујућих муниципалних обвезница за посматрани период од 40-так година, што представља 7% од укупног броја неизмирених обавеза. У последње три године закључно са 2011., само један емитент опште обавезујућих муниципалних обвезница од 9.700 емитената рангираних од стране агенције Moodys, није извршио своју доспелу обавезу.⁴⁴

Табела 23. Стопе неизвршења обавеза у САД-у по секторима (1970-2011.)

Сврха	Број неизвршења	Процент
<i>Housing bonds</i> -стамбени сектор	29	40,80%
Болнице и сектор здравствених услуга	23	32,40%
Едукација	3	4,20%
Инфраструктура	4	5,60%
Комуналне услуге	2	2,80%
Градови	2	2,80%
Општине	1	1,40%
Специјални окрузи - дистрикт	1	1,40%
Водовод и канализација	1	1,40%
ПРИХОДНЕ ОБВЕЗНИЦЕ	66	93%
ОПШТЕ ОБАВЕЗУЈУЋЕ	5	7%
УКУПНО	71	100%

Извор: Moody's Investor Service

⁴³ Стамбене обвезнице (енгл. *Housing bonds*) – дужничке хартије од вредности издате од стране државних или локалних власти у циљу финансирања пројеката за развој станбене изградње. Емисија ових обвезница често захтева и одобрење бирача (локалног становништва). Стамбене обвезнице обично носе ниске каматне стопе и представљају једну од врста муниципалних обвезница. Приходи коју остварују инвеститори ослобођени су од пореза што представља један вид компензације за ниске камате које носе.

⁴⁴ Tudela M., Medioli A. and Anne Van Praagh A. 2012. “U.s. municipal bond defaults and recoveries, 1970-2011”, Discussion paper, Moody's.

**ШЕСТИ ДЕО – ДЕЦЕНТРАЛИЗАЦИЈА И РАВНОМЕРНИ
РЕГИОНАЛНИ РАЗВОЈ**

1. Фискална децентрализација као један од услова развоја тржишта муниципалног дуга

Децентрализација представља процес распоређивања надлежности и одговорности за обављање јавних функција са централне на ниже нивое власти. У читавом свету у току је поступак преноса овлашћења на ниже нивое власти јер је децентрализација процес који доприноси већој демократизацији друштва, бољем привредном развоју као и већем утицају грађана на дешавања у локалној заједници. Искуства многих земаља потврђују да централизација позитивно утиче на политичку стабилност, макроекономску стабилност и једнакост грађана. Државе морају да на адекватан начин решавају питање задовољавања јавних потреба, а нижи нивои власти у многим државама имају све значајнију улогу у томе. Локалне јединице имају своје властите приходе финансирања али њихови различити нивои развијености и разлике у фискалном капацитету у многоме утичу на одлуку о децентрализацији, фискалном изравњању и државној (централној) интервенцији. Децентрализација је веома комплексан процес и обазриво јој се треба приступити како се не би угрозио целокупан развој и функционисање једне земље. Најпре је неопходно реално сагледати капацитета и потенцијале за децентрализацију, односно капацитете и потенцијале региона и локалних самоуправа за преузимање одређених ингеренција са републичког нивоа. При спровођењу ефикасне децентрализације морају се анализирати способност општина и локалних органа управе у погледу организације и структуре, као и оспособљеност и стручност запослених, и наћи начини за њихово унапређење. Европска унија подстиче децентрализацију али не можемо рећи да постоји један установљен униформни модел децентрализације. У пракси постоје различити модели децентрализације и практично се не могу наћи земље са идентичном територијално-политичком и фискалном структуром. Већину савремених држава карактерише неколико нивоа територијалне власти, што често представља императив како би се што више удовољило разноврсним потребама које се јављају на нижим нивоима власти. Децентрализација у земљама ЕУ јавља се најчешће у следећим облицима:

- 1) федералне државе (Швајцарска, Аустрија, Немачка, Белгија);
- 2) јаке регионалне државе (Италија, Шпанија);

- 3) слабе регионалне државе са различитим степеном снаге региона:
 - административни региони (Мађарска и Румунија);
 - слабији региони (Чешка и Словачка);
 - умерено јаки региони (Француска и Пољска);
 - јаки региони (Шкотска);
- 4) унитарне државе
 - децентрализоване (Шведска, има самоуправне округе и врло јаке општине, Холандија);
 - умерено децентрализоване – самоуправни окрузи (Словенија и Хрватска);
 - слабо децентрализоване (са окрузима или без њих) Бугарска, Кипар, Малта.

У већини земаља, региони су више административни, него политички и функционални и имају релативно мало надлежности. Управо тај средњи ниво власти (регион, кантон, жупанија...) може да преузме део надлежности од градова и општина, што често наилази на отпор и противљење локалних јединица власти којима то није у интересу. Средњи ниво власти су обично надлежни за здравство, образовање, инфраструктуру, водоснабдевање, социјалне услуге и сл. У пракси је доста присутан ткз. скандинавски модел децентрализације где општине имају значајне надлежности, а средњи ниво власти је више формалан и има скромније надлежности. Постоје три основне области спровођења децентрализације: **политичка** (подела процеса политичког одлучивања на различите нивое), **административна** (пружање услуга на разним нивоима организације), **фискална**.⁴⁵

Фискална децентрализација се односи на прикупљање и потрошњу средстава на нижим нивоима власти. Што се више средстава прикупља и троши на нивоима власти различитим од централног, то је већи степен фискалне децентрализације једне земље. Основни принципи фискалне децентрализације су:

- јасно дефинисање функција, одговорности и прихода који припадају различитих нивоима власти;
- утврђивање аутономије локалне власти на приходној и расходној страни

⁴⁵ Прокопијевић М. 2012. „Фискална децентрализација Србије“, *Зборник научно истраживачких радова: Алтернативна национална стратегија децентрализације*, Центар за регионализам, Нови Сад, стр.160

- успостављање одговарајућих институција на локалном нивоу које су оспособљене да ефикасно извршавају поверене функције

Фискалну децентрализацију првенствено оправдавају економски разлози. Не улазећи у специфичности појединих земаља које су је спровеле и разлике које међу њима постоје, могу се идентификовати бројне економске погодности које се постижу фискалном децентрализацијом. Основни економски разлози за фискалну децентрализацију су:

- Одлуке на локалном нивоу могу бити боље усаглашене са преференцијама грађана;
- Понуда неких јавних добара мање кошта на локалном нивоу;
- Преношењем овлашћења на локални ниво расте одговорност и мотивација локалне власти;
- Развија се конкуренција између локалних заједница.

1.1 Предности и мане фискалне децентрализације

Успешно спровођење децентрализације зависи од много фактора, а досадашња пракса је првенствено показала да пре достигнутог одређеног нивоа материјалног стања децентрализација практично није могућа. Успех у спровођењу поступка децентрализације је много мање угрожен код земаља са средњим или високим приходима. У земљама са нижим и најнижим приходима,⁴⁶ децентрализација не може бити успешно спроведена јер она неминовно доводи до даље диференцијације државне организације, њене разуђености стварањем мреже недржавних органа и организација, са великим и захтевним чиновничким слојем, који је потребно адекватно финансирати из локалних јавних прихода (пореза и такси) остварених опорезивањем развијене подручне привреде и грађанства одређеног степена имућности.⁴⁷ Постоје низ негативних последица до којих може да доведе децентрализација, првенствено се може

⁴⁶ У пракси се обично земље које остварују БДП по глави становника испод \$500 сврставају у групу земаља са ниским приходима.

⁴⁷ Вучетић Д., Јанићијевић Д., 2006, Децентрализација као полазиште развоја Србије, Центар за развој грађанског друштва Протекта, Ниш: стр.18

угрозити ефикасност рада државе, а један од циљева децентрализације је управо повећање ефикасности државне организације.

У предност децентрализације убрајају се :

- Централне власти не располажу добрим информацијама о локалним приликама и потребама;
- Повећава се ефикасност одлучивања;
- Повећава се административна способност локалних нивоа власти;
- Пренос веће одговорности у планирању и развоју на локалне власти;
- Већа ангажованост грађана у доношењу политичких одлука;
- Прикупљање укупних јавних прихода може се повећати побољшаном сарадњом са грађанима;
- Осигурава се самосталност и сигурност локалних финансија;
- Подстиче се одговорније понашање локалних власт – локалне власти су често одговорније према изворним приходима него према трансферима.

Основни разлози против фискалне децентрализације:

- Нека јавна добра могу се понудити само на централном нивоу државе (одбрана, национална инфраструктура). Одсуство економије обима ограничава понуду неких јавних добара на локалном нивоу (снабдевање електричном енергијом, градња путне и железничке инфраструктуре);
- Неки порези могу постојати само на централном нивоу (ПДВ, царине, социјални доприноси), а други су ефикаснији на централном нивоу (порез на доходак, акцизе);
- Политика регионалног развоја може се успешно водити само на нивоу државе;
- Повећава се ниво корупције у земљи – локални политичари и бирократе су под већим притиском локалних интересних група;
- Отежава се спровођење макроекономских мера чиме се угрожава стабилност националне економије;
- Фискална децентрализација може довести до неконтролисаног задуживања локалних јединица власти.

Облик децентрализације мора бити прилагођен земљи у којој се спроводи и проблемима који доминирају у некој локалној јединици власти, јер ће онда у том случају горе поменуте предности доминирати над недостацима децентрализације. У супротном децентрализација ће представљати лоше решење за грађане и даљи привредни развој једне земље. У теорији се најчешће издвајају неколико основних принципа успешног спровођења децентрализације и побољшавања положаја становништва. Прво, корисније је да расходи буду нешто централизованiji него таксе (порези), што је правило у свим развијеним земљама Запада. Друго, трансфер средстава са централног на подручне нивое увек је добродошао и користан. У многим земљама ти трансфери износе више од 10% јавне потрошње централне власти и више од трећину прихода подржавних влада. Трансфери такође могу ублажити негативна дејства децентрализације на стабилизацију. Треће, бројност популације и величина територије неког подручја мора се узети у обзир при одређивању начина децентрализације. Децентрализација ће бити успешнија у великим и насељенијим земљама јер ће децентрализоване јединице бити ефикасне и позитивно ће доприносити развоју неког подручја.⁴⁸

1.2 Фискална децентрализација Србије

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

⁴⁸ Вучетић Д., Јанићијевић Д., 2006, Децентрализација као полазиште развоја Србије, Центар за развој грађанског друштва Протекта, Ниш: стр.22.

Степен фискалне децентрализације земље сагледава се кроз четири основна питања:⁴⁹

- 1) Колики је удео регионалних и локалних јединица власти у укупној државној потрошњи?
- 2) Колики је удео изворних средстава у укупним средствима регионалних и локалних јединица власти?
- 3) Да ли постоји хоризонтална пореска конкуренција?
- 4) Какав је положај регионалних и локалних јединица власти на финансијским тржиштима?

1) Скандинавске земље, Данска, Шведска и Финска, по овом првом параметру, са око 40% учешћа локалних јединица власти у укупној државној потрошњи, спадају у групу земаља са високим степеном фискалне децентрализације. У Шведској на пример, на општинском нивоу се троши око 40 одсто укупне државне потрошње, око 20 одсто иде за потребе социјалног осигурање, а остатак троши централна држава. Ако се узму у обзир јавни расходи као мерило децентрализације, општине имају огромне надлежности у поменутој земљи. Србија спада у групу земаља са средњим степеном фискалне децентрализације зато што пре кризе, када су смањили трансфере, потрошња на локалном нивоу у Србији је била негде између 12 и 13 одсто од укупне државне потрошње и то је врло јасни показатељ средње категорије. После кризе се проценат смањило, али опет је остао на око 10 одсто. Иначе, укупна потрошња на локалу 2008. године, када је била на врхунцу, износила је 2,2 милијарде евра, а 2010. године, после сманивања трансфера, потрошња на локалу је износила милијарду и 800 милиона.⁵⁰

2) Основни извори финансирања локалних нивоа власти у Европи представљају порези који су под контролом централне власти и трансфери државе. Изворни приходи по свом обиму обично заузимају последње место. Мање развијенијим локалним јединицама више одговарају државни трансфери, док развијенијим крајевима више одговара ослањање на изворне приходе. У изворне приходе спадају локални порези, таксе и накнаде чију висину одређују локални нивои власти. Изворни приходи у

⁴⁹ Прокопијевић М. 2012. Фискална децентрализација Србије, Зборник научно истраживачких радова: Алтернативна национална стратегија децентрализације, Центар за регионализам, Нови Сад, стр.165.

⁵⁰ Прокопијевић М. 2011, „Децентрализација у земљама ЕУ и могућа решења за Србију“, Семинар: Медији и децентрализација, Палић јун 2011.

земљама Европске уније у просеку износи око 30%, до је у Србији тај просек нешто мањи и износи око 24%. Повећање овог просека у Србији је могућ кроз повећање степена наплате локалних пореза, као и кроз преношење неких извора прихода са државног нивоа. Раст локалних извора прихода кроз пораст локалних пореза, накнада и такси није препоручљив јер такав потез дестимулативно утиче на привредну активност на локалу.

3) У различитим регионима и општинама локалне пореске стопе, накнаде и таксе могу бити различите и то значајно може да утиче на одлуку инвеститора да у некој општини инвестирају, а све у циљу остваривања нижих трошкова пословања. Поред ниских пореза, такси и накнада веома је битно да њихов ниво буде релативно стабилан, јер за привреду и грађане од великог значаја је стабилно и предвидиво окружење у коме послују. Циљ политике ниских пореза је да се привуче што више инвеститора и добростојећих појединаца, где се нижи јавни приходи услед ниских локалних пореза надокнађују кроз већи број становника, већу потрошњу и већу привредну активност. Пореска конкуренција је добра шанса за оне регионе и општине који остварују ниске изворне приходе. Обзиром да те локалне јединице власти не зависе много од изворних прихода, оне могу локалне порезе накнаде и таксе дугорочно да држе на ниском нивоу како би подстакле улагања, запошљавање и раст дохода. Оваква врста пореске конкуренције која се одвија међу јединицама истог нивоа власти (регионима, општинама, градовима) је хоризонталан облик конкуренције.

4) Најчешћи проблеми са којима се сусрећу локалне власти представља финансирање буџетског дефицита и инфраструктурних пројеката. Доста дуго је у Србији уобичајан начин финансирања инфраструктурних пројеката био из трансфера државе или из текућих прихода локалних нивоа власти, па је то један од разлога зашто већина локалних власти дуго није улагала у проширење комуналне инфраструктуре. Положај локалних власти на финансијским тржиштима подразумева могућност њиховог задуживања. У пракси генерално функционишу два основна модела, тржишни и административни.

- **Тржишни модел** подразумева да се локални нивои власти могу задуживати онолико колико им то тржиште дозвољава тј. док год има инвеститора (комерцијалних банака, фондова, индивидуалних инвеститора) спремних да им позајмљују средства. Погодност овог модела огледа се у слободи задуживања и

финансирања пројеката и заступљен је углавном у скандинавским и англосаксонским земљама. Са друге стране, недостатак овог модела представља могућност презадуживања и поремећаја у банкарском систему једне земље, стварања “балона“ у неким сферама привредне активности (поремећај на грађевинском тржишту у Шпанији) и погоршање укупне економске стабилности земље.

- Код **административног** модела постоји стриктна законска ограничења у погледу задуживања. Предност овог модела огледа се у смањеном ризику од презадужења, док његова непогодност представља хроничан недостатак средстава и недостатку слободе деловања локалних нивоа власти на финансијским тржиштима.

У Србији је заступљена једна од варијанти административног модела задуживања, обзиром да постоје рестриктивна правила задуживања локалних нивоа власти. Законом о јавном дугу („Службени гласник РС“, број 61/05) прописује се да одлуку о задуживању локалне власти доноси орган локалне власти, по претходно прибављеном мишљењу Министарства финансија (члан 33. став 1.). При томе, локалне власти не могу давати гаранције (члан 34. став 3.), а Република може дати гаранцију за измирење дуга локалних власти по основу јавног задуживања. Законом о буџетском систему („Сл. гласник РС“, бр. 54/2009, 73/2010 и 101/2010) је регулисано оснивање Управе за јавни дуг која врши надзор над задуживањем локалних власти. Локалне власти се могу задужити у земљи и иностранству, у домаћој или иностраној валути. У току буџетске године, законом је дефинисано, да задуживање за финансирање дефицита текуће ликвидности не сме прећи 5% укупно остварених прихода буџета локалне власти у претходној години. Код дугорочног задужења у циљу финансирања капиталних пројеката, Законом о јавном дугу је прописано да то задужење не сме прећи 50% укупно остварених текућих прихода буџета локалних власти у претходној години, осим у случајевима када се ради о дугорочном задуживању чији је рок отплате, не рачунајући период мировања, најмање пет година.

Локални нивои власти се могу задужити добијањем позајмице из државног трезора, задуживањем код домаћих и иностраних нетржишних фондова (Фонд за развој, Развојна банка, ЕБРД, Светска банка, ЕИБ), задуживањем код комерцијалних банака и емисијом дужничких хартија од вредности.

2. Муниципалне обвезнице у функцији равномерног регионалног развоја земље

Неравномерни регионални развој земље и скоро свуда присутан фенеомен развијеног севера и мање развијеног југа је проблем глобалног карактера. То је појава која не заобилази и много развијеније земље попут САД-а, Италије, Француске. На велики значај регионалног развоја указује и чињеница да се ово питање налази у уставима многих земаља. Један од битних циљева економске политике сваке земље је обезбеђивање равномерног регионалног развоја који се првенствено постиже стварањем економски јаким и конкурентних региона који ће успети да се интегришу у глобалне економске токове. Основни мотив за ангажовање државе у овој области су огромни унутар-регионални и међурегионални несклади који спутавају развој, а иницирају миграционе токове. Велики и стратешки важни простори остају популационо непокривени, а њихови ресурси неискоришћени. Истовремено, у развијеним центрима долази до прекомерне концентрације становништва и привреде, што производи негативне последице у економској, социјалној и еколошкој сфери.⁵¹ Основне карактеристике неразвијених региона и општина су пре свега:

- слаба привредна активност;
- интезивно демографско старење и слаба насељеност територије;
- миграције становништва према економски развијенијим срединама;
- неразвијена саобраћајна и комунална инфраструктура;
- висока стопа незапослености;
- слаба територијална покривеност школама, спортским центрима, здравственим установама и сл.

Улога државе се огледа у предузимању свих неопходних мера у циљу отклањања ограничења са којима су суочени неразвијени региони. Држава првенствено кроз инвестиције и стимулисање прилива капитала у неразвијене регионе подстиче равномерни регионални развој. Међутим и локалне самоуправе морају да дају значајан допринос како би учиниле своје подручје атрактивним за инвестирање и пословање. Та атрактивност се у великој мери ствара унапређењем административне процедуре и

⁵¹ Службени гласник Републике Србије, 2007. „Стратегија регионалног развоја Републике Србије за период 2007. до 2012. године“, стр.1

смањењем бирократије, као и кроз развој локалне инфраструктуре која је неминовност уколико желите прираст домаћих и страних инвестиција којима се посредно остварују многи циљеви локалне самоуправе: отварање нова предузећа, решавање проблема незапослености, смањење миграције младих људи, смањење потреба за социјалним давањима и сл.⁵² Локални економски развој нова је изворна надлежност јединица локалне самоуправе и у Републици Србији која је на њих пренета у процесу децентрализације. Према Закону о локалној самоуправи ("Сл. гласник РС", бр. 129/2007), којим су регулисане изворне надлежности јединица децентрализације у Србији, јединица локалне самоуправе, преко својих органа, у складу с Уставом и законом: „доноси програме и спроводи пројекте локалног економског развоја и стара се о унапређењу општег оквира за привређивање у јединици локалне самоуправе“. Тим Законом направљен је значајан заокрет од социјално оријентисаних локалних самоуправа (пружања различитих јавних услуга, социјалне заштите и сигурности становништву настањеном на територији локалне јединице) ка економски оријентисаној локалној самоуправи чији би задатак био *подстицање локалног економског развоја*, стварање повољног и подстицајног амбијента за инвестиције путем различитих механизма.⁵³

Недостатак финансијских средстава се често истиче као основна препрека локалној самоуправи у развоју и стварању адекватног окружења, међутим не увиђа се да често некомпетентност и пасивност локалних лидера како у приватном тако и у јавном сектору често представља много већи проблем. Ефикасно управљање јавним финансијама је веома битан инструмент политике развоја локалне самоуправе. И поред тога што су последњих десет година локалне самоуправе у Србији значајно унапредиле свој финансијски положај и даље не постоје довољна средства за подстицање локалног економског развоја поготово када се ради о финансирању капиталних инфраструктурних пројеката. Локалне самоуправе морају да се оспособе и спреме за проналажење финансијских средстава за пројекте које желе да реализују и морају да имају обучене кадрове који ће бити у ситуацији да управљају локалним ресурсима и задужењима. Традиционални видови финансирања локалног економског развоја су недовољни, а то показује и пракса развијених земаља. Муниципалне обвезнице су један

⁵² Бојовић Ј., 2010, Локални економски развој – приручник за практичаре, Сцерио принт, Ниш: стр.7

⁵³ Вучетић Д., Јовановић М., 2011., „Правно економске поставке коришћења општинских обвезница за финансирање локалног економског развоја и унапређење конкурентности јавног сектора у Републици Србији“, Зборник радова : Унапређење конкурентске предности јавног и приватног сектора умрежавањем компетенција у процесу европских интеграција, Економски факултет у Нишу, стр.171.

облик задуживања локалних нивоа власти на тржишту капитала првенствено у циљу финансирања капиталних пројеката. Емитент, локална самоуправа, обично овим путем долази до јефтијнијег извора финансирања у односу на банкарски кредит, а са друге стране инвеститори који су склони конзервативном тј. мање ризичном улагању, добијају релативно сигурну инвестицију. Намена муниципалних обвезница може бити јако широка и углавном се прикупљени новац користи за изградњу локалне инфраструктуре као што су путеви, школе, болнице, комунална инфраструктура, користе се средства за финансирање пројеката заштите животне средине и обновљивих ресурса и сл. Поред банака, инвестиционих и пензионих фондова, осигуравајућих друштва, пракса је показала да су физичка лица најбројнији инвеститори у муниципалне обвезнице. Физичка лица проналазе највећи мотив за улагања у ове хартије од вредности јер им она доносе приносе у виду камате који су углавном већи од приноса на орочена средства у банкама, то су приноси који су ослобођени пореза и незанемарљива мотивација сигурно представља чињеница да ће на овај начин пласирана њихова средства бити коришћена за подстицање развоја и решавање локалних проблема од којих ће и сами имати користи.

Велики проблем сваке локалне самоуправе је како финансирати скупе инфраструктурне пројекте неопходне за њихов даљи развој. Финансирање из текућих буџетских прихода би трајало годинама и пракса многих земаља је показала да је кредитно задуживање економски најефикасније. Овакав начин финансирања инвестиционих пројеката је и социјално праведније обзиром да више генерација сноси терет финансирања пројекта од ког ће у будућности корист имати више генерација.

Локалне власти се могу кредитно задужити на два основна начина: путем банкарског кредита, што је и уобичајна појава у Србији и путем емисије муниципалних обвезница. Банкарски кредити, процедурално гледано, су знатно једноставнији за локалну самоуправу јер у тим аранжманима постоји само један уговор и један инвеститор кога треба уверити у кредитну способност локалне самоуправе.⁵⁴ Код муниципалних обвезница, пре свега код јавних емисија када се обвезнице нуде широј инвестиционој јавности, емитент је у обавези да обезбеди потребне информације великом броју инвеститора како би их уверио у своју способност да ће на време измирити све своје обавезе што за последицу има знатно веће информационе и трансакционе трошкове којих нема код задуживања путем банкарских кредита. Управо

⁵⁴ Levitas Tony, 2006. Увод у кредитирање локалне самоуправе у Србији, Програм МЕГА, УСАИД: стр 10

због високих трошкова информисања, трошкова трансакција и заступања, у многим земљама у транзицији важи правило да обим јавне емисије муниципалних обвезница мора бити већа од 5 милиона евра да би за локалну самоуправу то био економски исплативији вид задуживања.⁵⁵

И поред појединих предности, постоји низ ограничавајућих фактора за финансирање локалне самоуправе уз помоћ банкарског сектора. У свакој земљи постоји ограничен број банака спремних за финансирање локалне самоуправе (у Србији тренутно послује 29 овлашћене банке) и свака банка својом пословном политиком ограничва ниво свог кредитног излагања ка локалним самоуправама. Други проблем са којим се сусрећу локалне власти је неспремност банака за дугорочно финансирање инфраструктурних пројеката. За разлику од пензионих, инвестиционих фондова и осигуравајућих компанија банке, поготово у Србији, карактерише краткорочна структура пасиве која као таква мора да буде усклађена са њеном активом и одатле следи та неспремност банака за дугорочне пласмане. Са друге стране локалној самоуправи је неопходно дугорочно финансирање јер се ради о великим инвестиционим подухватима које се једино могу финансирати у дужем периоду из текућих буџетских прихода како се не би угрозио локални буџет и нормално функционисање локалне самоуправе. Велика предност локалне самоуправе код задуживања путем емисије муниципалних обвезница у односу на банкарски кредит је та што она самостално одређује обим емисије, рок на који жели да се задужи, дужину грејс периода, врсту и висину каматне стопе, структуру и динамику отплате главнице и купона.

Поставља се питање како локалне самоуправе у неразвијеним односно недовољно развијеним регионима да дођу до преко потребних средстава путем емисије муниципалних обвезница? Такве општине карактерише слаба привредна активност, слаба насељеност и висока стопа незапослености, одакле произилази да су то локалне самоуправе са ниским фискалним капацитетом који уједно треба да буде гарант инвеститорима за повраћај њихових уложених средстава. Додатни проблем је и чињеница да би мање општине, по величини и популацији, вршиле емисије обвезница малог обима па би се поставило питање рентабилности самог поступка емисије. Са друге стране, због емисија малог обима сигурно би изостало учеће великих инвеститора који би својим присуством утицали на нижу цену капитала. Одговор на ово питање

⁵⁵ Levitas Tony, 2008., Основна питања кредитирање локалне самоуправе и развоја тржишта муниципалних обвезница у Србији, Програм МЕГА, УСАИД, стр. 3

најбоље је потражити у искуствима скандинавских земаља чији су пример следиле и остале европске земље (Немачка, Француска ...). Удруживање више мањих локалних самоуправа у циљу заједничком наступа на финансијском тржишту путем заједничке емисије муниципалних обвезница је решење којем су прибегле већина малих локалних самоуправа у развијеним земљама. Неке земље су отишле и корак даље у виду формирања специјалних агенција, компанија и банака које су задужене за организовање и спровођење целокупног поступка заједничке емисије обвезница. Локалне самоуправе су сувласници таквих агенција, а понекад и држава учествује са неким минорним учешћем у структури власништва. Агенције се формирају у интересу локалних самоуправа и нису профитне организације. Свака добит која се евентуално оствари се реинвестира у циљу побољшања квалитета услуге локалним самоуправама. Посредством оваквих агенција локалне самоуправе издају неку врсту заједничке обвезнице (заједнички кредит) у оквиру које је свака од учесница задужена за свој део учешћа у обавези. Посредством ове агенције локалне самоуправе добијају бољу преговарачку позицију у циљу добијања што нижих трошкова финансирања, трошкови обраде захтева су знатно мањи него када би се свака локална самоуправа самостално појавила на тржишту, док је од непроцењивог значаја и допринос агенције у пружању подршке и мотивације локалним самоуправама у погледу побољшања њихове колективне ликвидности и солвентности.

Прва агенција овакве врсте (*Kommuninvest*) основана је у Шведској 1986. године од стране девет локалних самоуправа. Све до њеног оснивања великом броју шведских локалних самоуправа је директан приступ тржишту капитала практично био онемогућен због потенцијално малих обима емисија. Практично само три града, *Stockholm*, *Göteborg* и *Uppsala*, су имала могућност да се задуже путем издавања обвезница док су се остале општине ослањале на финансирање путем банкарских кредита. Оснивањем овакве агенције локалне самоуправе су добиле алтернативу на тржишту, док су комерцијалне банке добиле озбиљног конкурента. Банкарска криза која је погодила Шведску 1993. године, када су комерцијалне банке драстично смањиле нивое финансирања локалних самоуправа, утицала је да *Kommuninvest* из кризе изађе још јачи и већи. *Kommuninvest* је допринео да се значајно смање трошкови финансирања локалних самоуправа у Шведској. Са друге стране, значајно је утицао на побољшање солвентности шведских општина услед праћења пословања својих чланица и успостављања стандарда које чланице морају да испуњавају. Свака општина може бити искључена из чланства у случају да се њена кредитна способност временом

угрози. На овај начин шведски локални органи власти су стимулирани да се строго придржавају прописаних буџетских правила. *Kommuninvest* је организован попут акционарског друштва у коме општине поседују одређен број акција и имају право на један глас у одбору без обзира на своју величину. Свака општина на територији Шведске има могућност да постане члан овог друштва и закључно са 2011. годином од 290 општина њих 276 је приступило *Kommuninvest*-у. Повраћај средстава инвеститорима, на бази емитованих муниципалних обвезница од стране *Kommuninvesta* је практично вишеструко обезбеђено. Након учлађења, општина има обавезу да потпише ткз. заједничку гаранцију којом солидарно са осталим члановима гарантује за све неизмирене обавезе *Kommuninvesta*. Ако локалне самоуправе са потешкоћом одговоре на захтеве инвеститора за повраћај средстава, сигурно је да ће иза овакве квази-државне агенције стати држава која засигурно неће дозволити банкрот својих локалних самоуправа. Све то објашњава зашто водеће рејтинг агенције додељују високи кредитни рејтинг овим хартијама од вредности (AAA) и зашто се улагање у обвезнице *Kommuninvesta* доживљава као безризично улагање.

Пример Шведске по питању финансирања локалних самоуправа убрзо су следили и њени суседи Финска, Данска и Норвешка. Октобра 2013. године једанаест локалних самоуправа у Француској по принципу нордијских земаља оснује агенцију *Agence France Locale* (AFL) у циљу позајмљивања средстава на финансијском тржишту за потребе финансирања својих оснивача. Месец дана касније, Удружење локалних самоуправа у Великој Британији доноси одлуку о формирању идентичне агенције која би преузела активности за потребе финансирања својих чланова.

Локалне самоуправе у Србији би требало да следе овај пример задуживања локалних самоуправа развијених земаља из више разлога. Заједничким наступом на финансијском тржишту би дошли до најјефтинијег могућег извора финансирања, док би трошкови заједничке емисије муниципалних обвезница били знатно нижи него у случају њиховог појединачног наступа на финансијском тржишту. Највећи бенефит од оснивања агенције која би се задуживала у име локалних самоуправа би имале првенствено општине мање развијених региона обзиром да оне не располажу капацитетом за самосталну емисију обвезница.

**СЕДМИ ДЕО – МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ У СИСТЕМУ ФИНАНСИРАЊА
ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ У СРБИЈИ**

1. Активности локалних власти на тржишту капитала у Србији

Све израженија потреба за обезбеђењем адекватне инфраструктуре на локалном нивоу, а у циљу подстицаја локалног економског развоја, захтева од локалних власти да своје фискалне приходе⁵⁶ (који су код већине европских земаља недовољни за брз развој локалне заједнице) употпуне применом савремених метода тржишног финансирања. Локалној самоуправи су на располагању и група нефискалних прихода и на првом месту ту спада могућност њиховог задуживања, затим приходи од општинске имовине, приходи које остварују комунална предузећа, уступљени приходи од виших нивоа власти и слично.

Финансирање путем дуга, омогућава локалној самоуправи да реализује више пројеката у много краћем периоду него што би то био случај када би их финансирани из сопствених средстава. Истовремено мора се водити рачуна о нивоу задужености како се не би угрозио буџет у будућности, односно финансијска стабилност и нормално функционисање локалне самоуправе. Из тих разлога неопходно је да свака локална самоуправа има унапред дефинисану стратегију и политику управљања дугом. Приликом задуживања, локална самоуправа мора да води рачуна о року доспећа своје обавезе, грејс периоду, накнадама и каматним стопама, динамици пуштања позајмљених средстава и потребама о евентуалном рефинансирању, а све у циљу да обавезе по основу отплате дуга не превазиђу финансијске капацитете локалног буџета.

Локалним самоуправама у Србији су на располагању два основна инструмента дуга у циљу финансирања капиталних пројеката: кредит и емисија обвезница. Треба истаћи да је у Србији, до скоро, једна од највећих препрека у задуживању представљала национална регулатива по питању финансирања општина, обзиром да је све до 2005. године општинама било забрањено да се задужују. Данас је тржиште кредита локалних самоуправа углавном ограничено на веће општине са добрим финансијским и фискалним капацитетом, тако да се постојећим процесом фискалне децентрализације морају ојачати капацитети мањих локалних самоуправа. Екстерно финансирање локалних самоуправа у Србији доста зависи и од њиховог транспарентног пословања. За потребе оцене њихове кредитне способности, инвеститорима су неопходне

⁵⁶ Фискалне приходе можемо дефинисати као приходе које држава и њени нижи нивои власти остварују на основу свог фискалног суверенитета принудно, од физичких и правних лица који се налазе под њеним фискалним суверенитетом, у висини која се одређује на основу политичких критеријума. У ову групу јавних прихода спадају порези, таксе, доприноси, а могу им се додати још и парафискални приходи.

правовремене и прецизне информације о перформансама локалних самоуправа. Један од разлога због којих се данас на овим просторима инвеститори све чешће одлучују за финансирање локалне самоуправе представља и светска економска криза, која је као и свуда у свету, погубно деловала и на привреду и финансијски сектор у Србији. Финансијаки сектор у Србији сада све више диверзификује свој кредитни портфолио финансирањем локалне самоуправе и улагањем у државне хартије од вредности, односно опредељују се све више за секторе са већом отпорношћу на економске падове.

Поред државног Фонда за развој, који може да представља значајан извор екстерног финансирања локалних самоуправа, све веће је присуство међународних финансијских институција на тржишту. Светска банка, Европска банка за обнову и развој (ЕБРД), Европска инвестициона банка (ЕИБ) и Немачка развојна банка (КФВ) се између осталог, активно укључују и у финансирање капиталних пројеката локалних самоуправа у Србији.

1.1 Кредитно финансирање локалне самоуправе

Поред традиционалног финансирања локалне заједнице, коришћењем средстава из буџетских прихода, доношењем сплета закона у Србији почев од 2002.године⁵⁷ омогућено је приступање локалних власти финансијском тржишту у циљу прикупљања додатних средстава за финансирање локалног економског развоја. Од 2005. године, доношењем Закона о јавном дугу, омогућено је задуживање локалне самоуправе на финансијском тржишту уз дефинисање њиховог највишег нивоа задуживања. Пракса земаља у окружењу је показала да је почетна фаза у развоју тржишта дуга локалних самоуправа, развој тржишта банкарских кредита локалним властима. Након развоја овог тржишта, уз настанак и развој домаћих институционалних инвеститора (пре свега инвестиционих и пензионих фондова), отпочиње и процес задуживања емисијом муниципалних обвезница. Идентичан след активности карактеристичан је и за српско финансијско тржиште када је у питању задуживање локалних заједница, при чему треба истаћи и велики допринос и значај Програма за подстицај економском развоја општина (МЕГА) који је финансиран од стране Америчке агенције за међународни развој

⁵⁷ Закон о јавним набавкама (2002), Закон о буџетском систему (2002), Закон о јавном дугу (2005), Закон о финансирању локалне самоуправе (2006), Нови закон о јавним набавкама (2008), Нови закон о буџетском систему (2010), Закон о тржишту капитала (2011)

(УСАИД), који од 2005. године у Србији спроводи *The Urban Institute*. Средства иностраних донатора коришћена су за подстицање реализације одређених пројеката јавног сектора, као и за подстицање укључивања домаћих банака у кредитирање пројеката. Значајан број домаћих банака почео је да се укључује у финансирање локалних капиталних инвестиционих пројеката које су суфинансирани од стране иностраних донатора.⁵⁸

Имајући у виду да је за развој овог сегмента финансијског тржишта у Србији најпре био неопходна адекватна обука и развој кадрова и локалних капацитета који ће бити у ситуацији да управљају локалним ресурсима и задужењима, током спровођења МЕГА програма запослени у 32 општине су прошли одређене обуке из области управљања финансијама, дугом и капиталним инвестиционим пројектима. Општинама је обезбеђен и софтвер за оцену и анализу кредитне способности локалне самоуправе. На овај начин локалне самоуправе су оспособљене да:

- припреме и презентирају капиталне инвестиционе пројекте на начин прихватљив за финансирање од стране инвеститора;
- креирају конкурсну документацију за отворени поступак јавне набавке кредита;
- испитају могућност задуживања на финансијском тржишту;
- презентирају своју кредитну способност приликом емисије обвезница или задуживања код финансијских институција;
- израде планове капиталних инвестиција, на основу усаглашавања рентабилности пројеката и цене извора средстава за њихово финансирање.⁵⁹

Законом о јавном дугу локалним властима је омогућено да се задужују у земљи и иностранству, у домаћој и иностраној валути, стим да закон прави разлику између краткорочног и дугорочног задуживања. Локалне самоуправе се могу краткорочно задужити : за покриће привременог недостатка прихода, за потребе покрића текућих расхода а у циљу несметаног пружања јавних услуга, за потребе привременог финансирања капиталних инвестиционих пројеката док се не обезбеде дугорочни

⁵⁸ УСАИД је подржао развој тржишта кредита тако што је 2005. године са Рајфајзен банком склопио уговор о делимичном покривању кредитног ризика приликом одобравања кредита локалним самоуправама.

⁵⁹ Брадаревић Јб. 2010. „Извештај о развоју тржишта кредита локалних власти од 2005. до 2010. године“, УСАИД програм подстицаја економском развоју општина, *Urban Institute* Београд.: стр3.

извори финансирања (ткз. кредити за премошћавање), за рефинансирање доспелих обавеза. Локалне власти су у обавези да своја краткорочне задужења измире до краја буџетске године. Приликом финансирања капиталних пројеката локална самоуправа користи дугорочно задуживање и законом је забрањено коришћење дугорочних извора за покриће текућих расхода. Код дугорочног задуживања посебно се мора водити рачуна да кредит буде структуриран тако да буде у складу са карактеристикама и животним веком пројекта, као и да омогући максималну финансијску флексибилност за локалну самоуправу (дуг грејс период и план отплате којим ће се избећи преклапања са отплатама по основу ранијих зајмова). Важно је структурирати амортизацију дуга тако да се постојеће обавезе по основу отплате дуга уклопе са планираним приходима. Адекватним сервисирањем дугова отварају се могућности за нова задужења, поштују се законски лимити за задуживање и не угрожава се пружање јавних услуга становништву. Након обезбеђења дугорочних извора финансирања локална самоуправа мора да генерише довољно прихода како би сервисирала своје дугове како не би дошло до финансијских проблема и потребе за реструктурирањем зајмова. Чест је случај да приликом преговора код задуживања, локалне власти договарају са кредиторима и око услова за реструктурирање зајма уколико за тим буде било потребе. Под реструктурирање зајма подразумева се: 1) продужење рочности, 2) рефинансирање, 3) промена плана отплате у складу са очекиваним приходима, 4) отпис дела дуга.

1.1.1 Међународне финансијске институције као кредитор локалних јединица

Србија у својим настојањима да приступи Европској унији и постане њен пуноправан члан, поред значајних политичких препрека, мора да испуни и обимне економске реформе како би се створили услови за њен пријем у чланство. Макроекономска стабилност и структурне реформе су кључне претпоставке за приближавање Србије Европској унији. Србија већ дуже време активно сарађује са међународним финансијским институцијама које пружају значајну подршку у стимулисању страних директних инвестиција, а све у циљу поспешења привредног раста и запослености у Србији. Од 2001. године па до данас међународне финансијске организације су одобриле (у виду зајмова и бесповратне помоћи) значајна средства у циљу економске стабилизације и реформи. Финансијска подршка међународних организација огледа се у финансирању оних области без којих је незамисливо

унапређење привредног раста, а то су улагања у развој малих и средњих предузећа, локалну самоуправу и саобраћајну и енергетску инфраструктуру. Значајни пројекти у Србији у домену регионалног развоја, локалне самоуправе и инфраструктурних пројеката су до сада финансирани од стране Европске банке за обнову и развој, Европска инвестициона банка и Немачке развојне банка (КФВ). Ове међународне финансијске институције практикују да своја средства улажу путем директног кредитирања одређених пројеката јавног сектора, рефинансирањем одређених кредита домаћих банака или путем прихватања дела кредитног ризика при финансирању пројеката од стране домаћих банака партнера.

Европска банка за обнову и развој (European Bank for Reconstruction and Development, **ЕБРД**) основана је 1991. године с циљем да помогне државама централне и источне Европе у њиховој трансформацији у тржишне економије. Оснивачи ЕБРД су 63 земље, Европска унија и Европска инвестициона банка. Кроз сарадњу са финансијским институцијама, подржава развој малих и средњих предузећа и предузетништва, рад локалних самоуправа, развојне и инфраструктурне пројекте. ЕБРД својом стратегијом улагања у Србији предвиђа значајна улагања у побољшање локалне инфраструктуре у областима даљинског грејања, градског превоза, управљања водоснабдевањем, отпадним водама, депонијама и отпадом. Банка значајним средствима подржава развој сектора енергетике, првенствено кроз комерцијализацију енергетских комуналних предузећа и развој оперативних активности на подручју одрживе енергије и енергетске ефикасности. ЕБРД је од 2001. уложила у Србију око 3,2 милијарде евра у више од 180 пројеката у свим секторима, од чега 820 милиона у саобраћајну инфраструктуру, а план је да се до 2015. године издвоји још додатних 1.2 милијарде евра у циљу побољшања услова за бизнис и привлачења страних инвестиција. Значајни пројекти у 2011. години на локалном нивоу који су финансирани од стране ЕБРД-а представљају Пројекат београдског јавног превоза и Пројекат даљинског грејања у Новом Саду. Први пројекат укључује зајам граду Београду од 57 милиона еура за потребе проширења градских саобраћајница и обнове трамвајских шина, док је за унапређење даљинског грејања града Новог Сада у циљу побољшања енергетске ефикасности, ЕБРД обезбедио зајам од 18,5 милиона еура. Најзначајније улагање ЕБРД на локалном нивоу у Србији у 2012. представља инвестиција од 11 милиона евра у систем за пречишћавање воде у Суботици.

Табела 24. Услови одобравања кредита ЕБРД-а у Србији

ОПИС	УСЛОВИ
Врста пројекта	Локални инфраструктурни пројекти
Спонзор пројекта	Јавни и приватни сектор
Висина кредита	Најмање 5 мил. Еур
Рок кредита	од 8 до 10 година
Грејс период	од 3 до 4 године
Валута	Еуро
Каматна стопа	Еурибор + маргина (за кредите са државном гаранцијом маргина износи 1%)
Накнаде за:	
- одобравање кредита	1% једнократно плаћање приликом одобравања кредита
- ангажовање средстава	0,5% полугодишње плаћање на неповучени износ одобреног кредита
- превремену отплату	0,125% износ главнице кредита који се отплаћује пре доспећа

Извор: Извештај о развоју тржишта кредита локалних власти, <http://www.skgo.org/>

Европска инвестициона банка (European Investment Bank, **ЕИБ**) је финансијска институција Европске уније основана 1958. године у складу са Римским уговором истовремено са Европском економском заједницом и учествује у истој равни са домаћим финансијским институцијама у финансирању инвестиционих програма који су део циљева Европске уније. ЕИБ одобрава кредите из резерви и уплаћеног капитала чланица ЕУ, као и из средства обезбеђених задуживањем на светском финансијском тржишту, стим да се пројекти ван ЕУ финансирају искључиво из сопствених средстава. Кредити се уговарају са владама земаља у којима се пројекти спроводе и одобравају се посредством комерцијалних банака. Чест је случај и да се кредити преко 25 милиона еура директно уговарају са корисником кредита. Према подацима ЕИБ, Србија је највећи корисник кредита те европске финансијске институције на западном Балкану обзиром да је од 2001. до краја 2011. године ЕИБ Србији одобрила укупно око 3,7 милијарди евра, од којих је Србија повукла око 1,7 милијарди евра. године. У 2012. години ЕИБ је са банкама у Србији потписала нове уговоре о зајмовима у вредности од 100 милиона евра, са циљем пружања подршке малим и средњим предузећима као и инфраструктурним пројектима које промовишу локалне власти. ЕИБ је углавном заинтересована за финансирање пројеката у области инфраструктуре, пољопривреде и енергетике у Србији. Поред кредитирања конкретних пројеката, ЕИБ у понуди има и ткз. глобалне зајмове које одобрава посредничким банкама које затим одобравају кредите локалној самоуправи и малим и средњим предузећима. Посредничке банке врше процену кредитног ризика локалне власти и оне носе ризик одобреног кредита.

Табела 25. Услови одобравања кредита ЕИБ-а

ОПИС	УСЛОВИ
Врста пројекта	Инфраструктурни и пројекти енергетске ефикасности
Спонзор пројекта	Јавни и приватни сектор
Висина кредита	До 50% инвестиционих трошкова пројекта
Рок кредита	До 20 година за пројекте у области инфраструктуре
Грејс период	Једнак фази изградње објекта
Валута	Еуро, УС долар, швајцарски франак ...
Каматна стопа	Тромесечни еурибор увећан за 3%
Накнаде	Не наплаћују се

Извор: Извештај о развоју тржишта кредита локалних власти, <http://www.skgo.org/>

ЕИБ тренутно има потписане уговор са 10 посредничких банака у Србији за одобравање глобалних зајмова и тренутно је 6 банака активно на тржишту кредита локалним самоуправама: Уникредит банка, Рајфајзен банка, Банка Интеса, Комерцијална банка, КБЦ банка и Хипо Алпе Адриа банка.

Немачка развојна банка (Kreditanstalt für Wiederaufbau – КфW) је банка са седиштем у Франкфурту, основана 1948. године. Усмерена је на финансирање инфраструктурних и развојних пројеката у Немачкој и широм Европе. У Србији се активности КфW -а концентрише на изградњу и доградњу инфраструктуре, стварање ефикасних финансијских институција као и на обезбеђивање ресурса и здраве животне средине. Износи у оквиру финансијске сарадње са Србијом достигли су ниво од преко 480 милиона евра, од тога 280 милиона за сектор енергетике, 130 милиона за финансијски сектор и 78 милиона за сектор водоснабдевања. Укупна подршка немачке Владе преко КфW-а за развој општинске инфраструктуре у Србији, тренутно је достигла укупан ниво од неких 125 милиона евра који су на располагању подобним пројектима из области:

- водопривреде, канализације и управљање отпадним водама,
- управљања чврстим отпадом,
- заштите животне средине и контроле загађења,
- саобраћајне инфраструктуре,
- система јавног превоза и комуникација,
- инфраструктурни објекти који подстичу економски развој (нпр. индустријске зоне),

- остале друштвене и комуналне услуге (енергетска ефикасност и системи загревања, образовање, стамбене, здравствене и остале комуналне услуге).

Општине и јавна комунална предузећа повлаче ова средства преко домаћих банака које при одобравању кредита прате уобичајене комерцијалне услове у пословању са општинама. Укупна вредност пројекта не би требала да прелази 2,5 милиона евра, а максимална вредност зајма из КфW кредитне линије износи 1.200.000 евра по пројекту. Ови зајмови се могу користити за нове инвестиције у општини или за модернизацију и обнову постојећих система.

Табела 26. Услови одобравања кредита КфW -а

ОПИС	УСЛОВИ
Врста пројекта	Пројекти комуналне инфраструктуре
Спонзор пројекта	Јединице локалне самоуправе и ЈКП
Висина кредита	До 1,2 милиона еура
Рок кредита	До 7 година
Грејс период	До 1 године
Валута	Еур
Каматна стопа	Еурибор увећан за 4,5% или фиксна 6,5% годишње

Izvor: Izveštaj o razvoju tržišta kredita lokalnih vlasti, <http://www.skgo.org/>

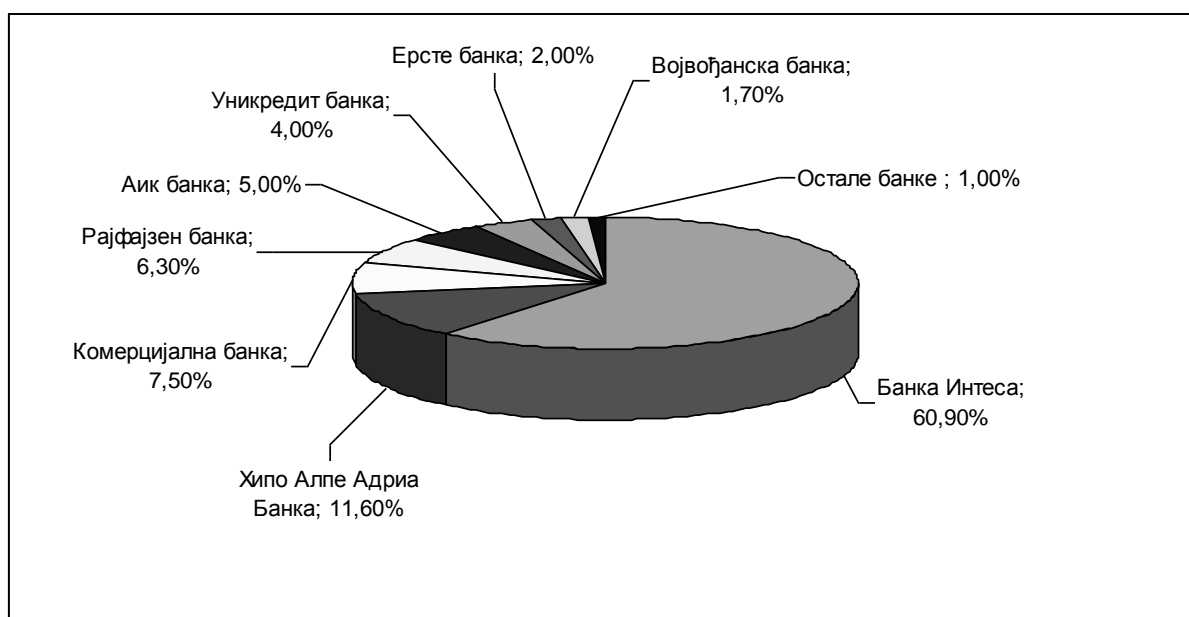
Од укупно одобрене кредитне линије КфW -а за финансирање локалне самоуправе тренутно је искоришћено 71 милион еура за финансирање 180 пројеката. Одобрена средства се тренутно повлаче преко две комерцијалне банке (када се ради о финансирању локалне самоуправе), Комерцијалне банке и Банка Интесе, у складу са стандардном процедуром за задуживање локалне самоуправе.

1.1.2 Домаће комерцијалне банке на тржишту кредита локалних самоуправа

Након успостављања новог буџетског систем и законског регулисања задуживања локалних власти 2005. године, задуживање код домаћих комерцијалних банака је постао уобичајени начин финансирања капиталних инвестиционих пројеката локалних власти у Србији. Локалним самоуправама су кредити домаћих комерцијалних банака постајали све доступнији јер се временом повећавао и број банака спремних да

прихвате кредитни ризик локалних власти. Финансијски систем Србије је и даље банкоцентрични систем, обзиром да банке имају доминантну улогу у мобилизирању штедње и алокације капитала, односно на тржишту доминира финансирање путем банкарских кредита а не емитовањем акција и обвезница на тржишту хартија од вредности. Доста дуго су и закони који су регулисали функционисање финансијског тржишта ишла у корист банкарског сектора, тако да банке нису имале праву конкуренцију на финансијском тржишту и самим тим на тржишту кредита локалним самоуправама не постоји неки широки спектар финансијских инструмената који се могу користити за потребе финансирања локалних власти.

У Србији тренутно послује 29 банака, свега 8 активно учествује у финансирању локалних власти од којих четири банке у томе имају доминантно учешће. Банка Интеса учествује са 60.9%, Хипо Алпе Адриа са 11.6%, Рајфајзен банка са 6.3%, и Комерцијална банка са 7.5%.



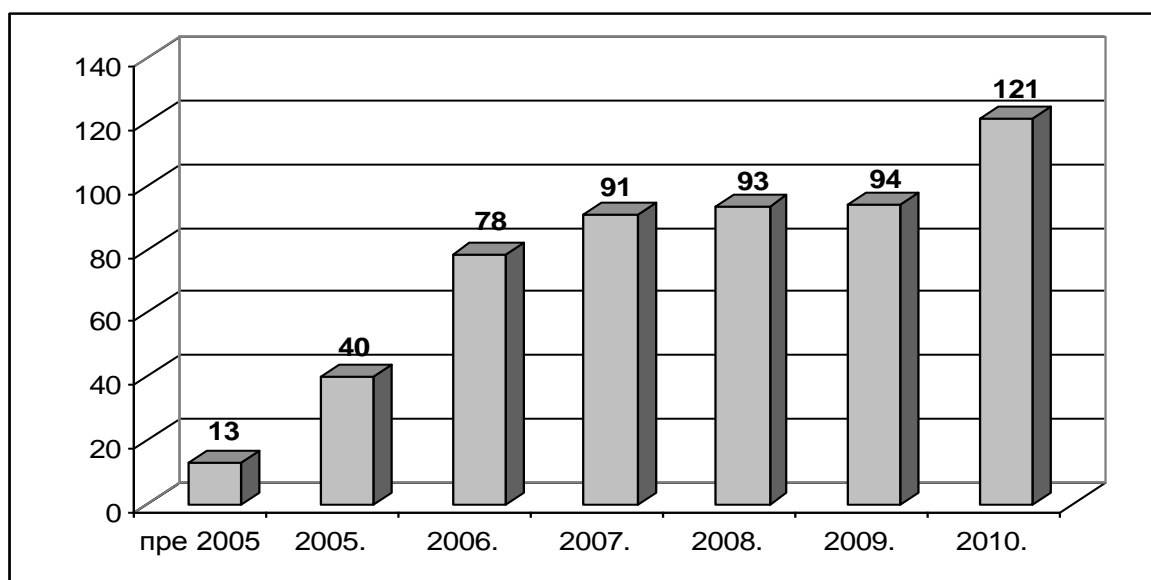
Слика 4. Учешће банака на тржишту кредита локалних власти

Извор: Министарство финансија, Управа за јавни дуг, Преглед задужења локалних власти на дан 31.12.2009.

Водећих осам банака располаже са приближно 45% укупне билансне суме свих банака, а уколико не рачунамо кредитирање од стране међународних финансијских институција, ове банке покривају 99% кредита пласираних локалним самоуправама. Пре доношења закона о јавном дугу, тачније у периоду од 2001. до 2005. године, мали

број локалних самоуправа се задуживало код банака и то су углавном били највећи градови у Србији који су имали приступ кредитима међународних финансијских институција или су на основу добре дугогодишње сарадње са банкама могле да добију кредите (график 12).

График 12. Број задужених локалних самоуправа по годинама



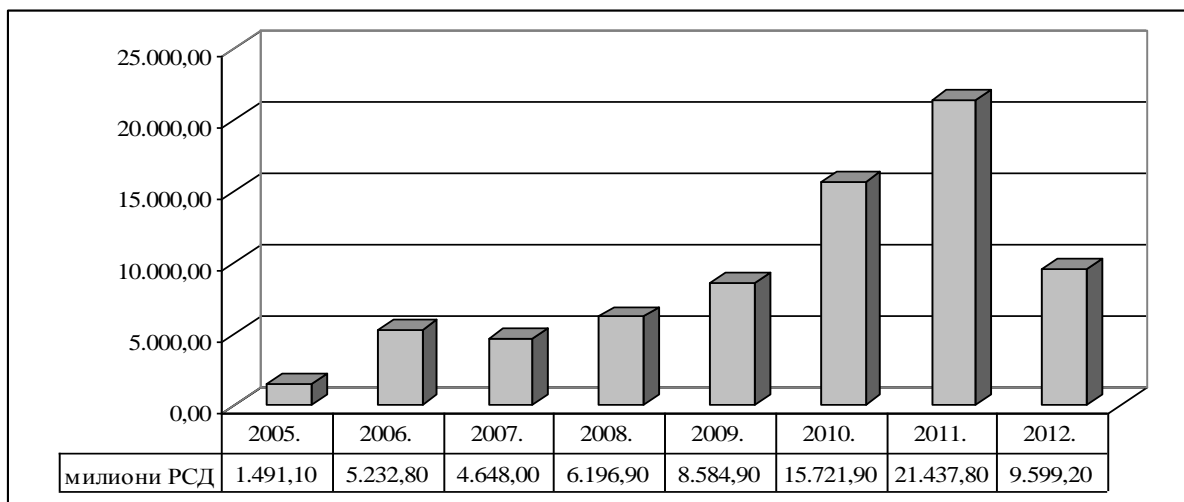
Извор: Министарство финансија, Управа за јавни дуг

Током 2005. и 2006. значајна финансијска средства су обезбеђена од иностраних донација и банкарских кредита за потребе финансирање капиталних инвестиционих пројеката локалних самоуправа. Општинама је у овом периоду доста значила и помоћ Агенције за развој инфраструктуре локалне самоуправе у изради студија изводљивости самих пројеката. Основна улога агенције огледа се у помоћи општинама и јавним комуналним предузећима, чији су оснивачи општине, да сакупе финансијска средства неопходна за реализацију пројеката од приоритетног значаја за развој општинске инфраструктуре.

Током 2007. и 2008. године долази до стагнације у задуживању локалних власти на финансијском тржишту, да би у 2009. години услед смањења текућих прихода у локалним буџетима услед привредног колапса изазваног финансијском кризом и смањења трансфера из буџета Републике, дошло до значајног раста кредитне активности локалних власти на финансијском тржишту. Смањење трансферних средстава са неких 40 на 25 милијарди динара проузроковао је једном већем броју

општина и градова значајан дефицит у буџету. Општине и градови којима су трансферна средства чинила доминантан извор прихода у локалном буџету морали су да прибегну алтернативном начину покрића дефицита путем задуживања.

График 13. Примања од задуживање локалних власти по годинама



Извор: Министарство финансија, Билтен јавних финансија , октобар 2012.

Убрзаном задуживању локалних самоуправа допринеле су и измене Закона о јавном дугу, где практично не постоји лимит када се ради о задуживању за реализацију капиталних инвестиционих пројеката. Можемо рећи да локалне самоуправе у Србији тренутно нису много задужене али дефинитивно може бити проблем што њихов дуг последњих година убрзано расте. Обзиром да тренутно јавни дуг Србије премашује ниво договорен фискалним правилима, забрињава убрзано задуживање локалних самоуправа. Наиме, по подацима Управе за јавни дуг, дугови локалних самоуправа су средином 2011. године достигли износ од 64 милијарде динара тако да је дуг локалне самоуправе у том тренутку био на нивоу од два одсто бруто домаћег производа Србије што није много, али забрињава динамика задуживања. Највећи део укупне суме општинских и градских јавних дугова одлази на Београд, око 46,8 милијарди динара што практично представља три четвртине укупног дуга локалних самоуправа. Други град по највећој задужености је Ниш са дугом од 1.57 милијарди динара, док је Град Нови Сад трећи по задужености са износом од 1.53 милијарди динара.

Табела 27. Ниво задужености локалних самоуправа у Србији

Општина	Износ кредита	Отплаћен износ	Неотплаћен износ
ГРАД БЕОГРАД	50.042.778.760,00	3.446.906.567,06	46.595.872.192,94
ГРАД НИШ	1.911.299.916,88	336.770.580,61	1.574.529.336,27
ГРАД НОВИ САД	1.536.946.500,00	0	1.536.946.500,00
ГРАД КРАГУЈЕВАЦ	2.163.599.904,21	822.534.492,70	1.341.065.411,51
СУБОТИЦА	1.147.167.900,00	213.029.941,00	934.137.959,00
ШАБАЦ	1.002.487.610,39	299.289.130,01	703.198.480,38
ПАНЧЕВО	1.192.404.191,72	570.182.375,42	622.221.816,30

Извор: Министарство финансија, Управа за јавни дуг, на дан 30.06.2011.године

Услови под којима комерцијалне банке финансирају локалне власти зависе од појединачних финансијских позиција локалних самоуправа, капацитета локалне економије, као и од спремности и капацитета самих банака. Имајући у виду макроекономско окружење у коме послују, као и доминацију краткорочних извора у билансима домаћих банака, већина банака у Србији преферира краткорочне пласмане локалним самоуправама који се често по потреби рефинансирају од стране банака по њиховом доспећу. Међутим оваквим дугорочним финансирањем путем сталног одобравања краткорочних кредита, локална самоуправа је изложена ризику рефинансирања јер кредитор може у неком тренутку одустати од даљег финансирања чиме се може угрозити ликвидност локалне самоуправе, а у случају финансирања капиталних инвестиционих пројеката краткорочним изворима може доћи и до застоја у реализацији конкретних пројеката. Имајући у виду да на тржишту кредита локалним самоуправама свега четири до пет банака активно учествује, можемо рећи да не постоји адекватна конкуренција на овом тржишту што се аутоматски одражава на цену финансирања локалних власти. Уколико упоредимо кретање каматних стопа са земљама у окружењу, можемо рећи да су камате на нашем тржишту доста високе. Висок ниво инфлације, висок ризик пословања, рестриктивност монетарне политике, висока референтна каматна стопа НБС и каматне стопе на државне хартије од вредности као и недовољна конкуренција у банкарском сектору, само су неки од кључних фактора тренутно високе цене капитала на тржишту кредита локалних самоуправа.

Табела 28. Услови одобравања дугорочних кредита комерцијалних банака

ОПИС	УСЛОВИ
Рок кредита	Између 5 и 15 година
Грејс период	До 3 године
Каматна стопа	Кредит у РСД: Белибор + 1,5% просечно
	Кредит у ЕУР: Еурибор + маржа од 3,5%до 7%
Обезбеђење	-буџетски приходи
	-менице општине
	-јемство локалног јавног предузећа
	-хипотека (на зграде и земљиште)

Izvor: Izveštaj o razvoju tržišta kredita lokalnih vlasti, <http://www.skgo.org/>

Услови задуживања локалних самоуправа на домаћем финансијском тржишту у периоду од 2005 до 2012. године су се мењали под утицајем бројних фактора:

- монетарне политике НБС
- расположивости дугорочних средстава у банкарском сектору
- начин финансирања и исплативост капиталних инвестиционих пројеката
- третман кредитног ризика локалних власти
- заинтересованост домаћих банака да приступају јавној набавци кредита.⁶⁰

Рокови и цена задуживања локалних власти код комерцијалних банака у великој мери зависе од извора финансирања и валуте у којој се задужују. Тако на пример, девизни кредити које одобравају домаће банке на бази потписаног споразума са међународним финансијским институцијама, имају дужи рок доспећа и нижу цену капитала у односу на кредите које банке самостално пласирају локалним самоуправама. Просечан рок отплате девизних кредита тренутно износи 8 година, док тај рок код динарских кредита износи 4 године. Доминација кредита са валутном клаузулом је показатељ да банке тренутно нису спремне да прихвате валутни ризик приликом одобравања кредита. Од 2010. године, услед повећане конкуренције на тржишту и све учесталијег захтева локалних власти, долази до благог пораста задуживања у динарима али и даље доминира девизно задуживање са учешћем у укупном задуживању од 85% (без узимања у обзир задуживање локалних власти код међународних институција – у том случају проценат је знатно виши и износи 91%). Локалне самоуправе које су

⁶⁰ Брадаревић ЈБ. 2010. Република Србија - Извештај о развоју тржишта кредита локалних власти од 2005. до 2010. године, УСАИД програм подстицаја економском развоју општина, Урбан Институте Београд, стр.14

желеле да избегну валутни ризик, задуживале су се у динарима и при томе су плаћале знатно вишу цену кредита која се базирала на високој референтној каматној стопи.

У периоду од 2005. до 2010. доминирали су кредитни аранжмани са променљивом каматном стопом. Каматна стопа се код кредита са валутном клаузулом формирала на основу тромесечног или шестомесечног ЛИБОРА који се увећавао за одређени износ марже. Код динарских пласмана камата се утврђивала на бази референтне стопе НБС или референтне каматне стопе за динарска средства понуђена од стране банака Панела на српском међубанкарском тржишту. Са променљивом каматном стопом банке су ризик промене каматне стопе на тржишту преваљивале на дужнике тј. локалне власти. Све строжији захтеви локалних власти приликом спровођења јавне набавке кредита и све већи број банака присутних на тржишту кредита локалних самоуправа утицали су на све већу појаву кредита са фиксном каматном стопом. Поред референтне каматне стопе НБС, висина обавезне резерве је други веома битан инструмент монетарне политике који значајно утиче на ниво каматне стопе по којој се задужују локалне власти у Србији. Стопа обавезне резерве на инострана средства намењена финансирању локалних самоуправа, по којој су банке биле у обавези да бескаматно издвајају код НБС, се постепено смањивала у периоду од 2005-2010. и кретала у опсегу од 29% до 45%. НБС је 2010. године укинула обавезну резерву на кредитне линије међународних финансијских институција намењених финансирању локалних самоуправа што је утицало на пад каматних стопа код ових кредита.

1.1.3 Кредитирање локалних самоуправа у Србији емитовањем муниципалних обвезница

Емитовање муниципалних обвезница представља новину на тржишту кредита локалних самоуправа у Србији. Више деценијско искуство земаља у окружењу у употреби овог финансијског инструмента, на жалост, није много допринело да овај вид задуживања локалних власти заживи и на нашим просторима. Домаћа легислатива није на адекватан начин регулисала овај сегмент тржишта па је до недавно то била и главна препрека у развоју тржишта муниципалног дуга. Првенствено новим Законом о тржишту капитала и изменама Закона о јавном дугу и Закона о јавној својини створени су услови за појаву првих општинских обвезница на финансијском тржишту.

Град Нови Сад је први иступио на тржиште муниципалног дуга и постао прва локална самоуправа у Србији која своје развојне пројекте неће финансирати искључиво путем стандардних банкарских кредита, већ издавањем дугорочних општинских обвезница. У складу са Законом о јавним набавкама и Правилником о обавезним елементима конкурсне документације у поступцима јавне набавке, Град је одабрао Уникредит банку за покровитеља прве емисије муниципалних обвезница у Србији у укупном износу од 35 милиона евра. Средства прикупљена овом емисијом су намењена за завршетак изградње Булевара Европе и 100 км канализационе мреже у Новом Саду. Прву траншу од 15 милиона евра емитована је у октобру 2011. године, а купац је била Уникредит банка. За истог купца је априла 2012. године под идентичним условима (рок доспећа 12 година, грејс период 2 године, фиксна каматна стопа 6.25% годишње) емитована друга транша од 14 милиона еура. Трећа транша од 6 милиона еура биће понуђена грађанима Србије, физичким и правним лицима као један нови вид девизне штедње, али и другим финансијским институцијама: банкама, осигуравајућим компанијама и инвестиционим фондовима. Оно што додатно издваја ову емисију муниципалних обвезница је и то да је Град Нови Сад са Америчком агенцијом за међународни развој (УСАИД) закључио споразум о давању гаранција за издавање муниципалних обвезница. Овим споразумом трећа транша, за разлику од претходне две које су емитоване, има гаранцију Сједињених Америчких Држава, преко УСАИД-а, у износу од половине укупне емисије (три милиона евра) и носи принос инвеститорима од 6% на годишњем нивоу. На овај начин на финансијском тржишту се јавља једна сигурна и врло атрактивна хартија од вредности.

Панчево је други град у Србији који се одлучио да средства за важне пројекте обезбеди овим, за Србију и даље алтернативним извором финансирања. Склопљен је аранжман са Комерцијалном банком и Интеса банком, који су купци прве транше обвезница од 107 милиона динара (Министарства финансија је одобрило да Град изда обвезнице у вредности до 600 милиона динара). Рок ове динарске обвезнице је седам година са грејс периодом од једне године и ефективна каматна стопа обвезнице износи 9.5%. Карактеристика ове обвезнице је могућност превремене исплате дуга (кол опција), тачније већ после 18 месеци општина може да регулише дуг према овим банкама и емитује нову серију обвезница уколико услови на тржишту буду такви да се локална самоуправа може задужити уз нижу каматну стопу.

Табела 29. Услови под којима се задужују локалне самоуправе емисијом ебвезница

ОПИС	УСЛОВИ
Врста пројекта	Локални инфраструктурни пројекти
Рок кредита	До 12 година
Грејс период	До 2 године
Каматна стопа	Кредит у РСД: 9,5%, ефективна каматна стопа
	Кредит у ЕУР: од 6% до 6,25%

Извор: МСП ИПА, 2007, јул 2012.године

До сада су обвезнице емитовали Нови Сад и Панчево, а очекује се да то ускоро учине и Аранђеловац, Кикинда, Београд, Пожаревац, Пирот, Рума и Ваљево, тако да на финансијском тржишту Србије укупно буде емитовано обвезница у вредности већој од 100 милиона евра. Муниципалне обвезнице су углавном интересантне за домаћа осигуравајућа друштва и пензијске фондове који тренутно немају пуно алтернатива за улагање са пристојним приносним стопама, добром ликвидношћу и прихватљивим ризиком.

Табела 30. Нови кандидати за издавање муниципалних обвезница у 2013. години

Локална самоуправа	Текући приходи у 2011. години (у 000 РСД)	Текући расходи у 2011. години (у 000 РСД)	Текући суфицит у 2011. годину (у 000 РСД)
Београд	69,106,218	48,798,753	20,307,465
Пирот	1,056,043	816,515	239,528
Пожаревац	1,938,968	2,442,926	-503,958
Рума	1,019,435	876,143	143,292
Ваљево	1,819,441	1,566,459	252,982

Извор: МСП ИПА, 2007, јул 2012.године

1.1.4 Компаративна анализа различитих облика финансирања

У поређењу са Америком, Европа има банкоцентрични финансијски систем јер се привреда доминантно финансира преко банака а не преко тржишта капитала. Финансијски систем Србије је такође банкоцентричан финансијски систем јер банке имају доминантну улогу у мобилизирању штедне и алокацији капитала. И корпоративни и јавни сектор се највише ослањају на кредите банака за потребе финансирања развојних пројеката али и за потребе одржавање текуће ликвидности. Подстицање финансирања локалне самоуправе емисијом муниципалних обвезница утиче на раст конкуренције на тржишту кредита локалних самоуправа, која за последицу има смањење каматних стопа по којима се данас задужују локалне самоуправе у Србији. Истовремено се стварају услови за диверзификацијом банкарског пословања и развој инвестиционог банкарства у Србији (финансијско посредовање и саветовање, покровитељство емисије, дистрибуција хартија од вредности и сл). Иако је тржиште муниципалних обвезница у Србији у почетној фази развоја, на примерима првих емитованих општинских обвезница на српском финансијском тржишту (градови Нови Сад и Панчево) се већ могу уочити значајне користи које остварује локална самоуправа коришћењем овог дуговог финансијског инструмента. Стварањем адекватног правног и институционалног оквира за задуживање локалних власти, банкарски сектор у Србији полако добија све већу конкуренцију на тржишту кредита локалних самоуправа у виду муниципалних обвезница. Имајући у виду да се почев од 2005. године па до данас, свега 8 банака активно укључило у финансирању локалних власти и да до скоро нису постојали неки други извори њиховог задуживања, банке су биле те које су диктирале услове при задуживању. Општине у Србији сада често користе могућност да при спровођењу процеса емисије обвезница истовремено прикупљају и понуде банака, јер овакав вид конкуренције доводи до њиховог повољнијег финансирања. При анализи и поређењу ова два начина задуживања локалних самоуправа треба издвојити кредите међународних институција као посебан облик задуживања, јер њихов првенствени циљ није профит већ жеља да се подржи развој локалних самоуправа. Ове кредите карактерише дуг рок, који је обично повезан са животним веком пројекта који се финансира, одговарајући грејс период на отплату главнице, као и каматне стопе које су доста испод каматних стопа по којима кредите нуде домаће комерцијалне банке. Ипак треба истаћи да су ови инострани извори финансирања ограничени многим политичким и економским факторима, тако да

локалне власти не могу искључиво да се ослоне на овај релативно јефтин извор финансирања јер није довољан за потребе локалног економског развоја.

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

Тренутна економска и политичка ситуација значајно утиче на пословну политика банака у Србији да у њиховом финансирању привреде и јавног сектора доминирају краткорочни кредити. Из тих разлога кључни аргумент који даје предност муниципалним обвезницама над кредитима је тај да оне могу да омогуће локалним властима дуже рокове финансирања. Муниципалне обвезнице путем јавне емисије могу да се нуде широј инвестиционој јавности. На овај начин институционални и индивидуални инвеститори, које карактерише дугорочни хоризонт улагања, имају могућност да се укључе у процес финансирања локалне самоуправе.

Табела 31. Компаративна анализа различитих облика задуживања локалних самоуправа у Србији

		КРЕДИТИ		
ПРЕДНОСТИ			НЕДОСТАЦИ	
<i>спремни извори финансирања на основу конкуренције банака</i>			<i>каматне стопе су углавном више него код других дуговних инструмената</i>	
<i>једноставан процес аплицирања за кредит</i>			<i>мање прикладни за велике инвестиционе пројекте који захтевају дугорочно финансирање</i>	
<i>кредитну анализу спроводи кредитор</i>			<i>већи су захтеви за колатералом него што је вредност кредита</i>	
<i>додатни кредитни рејтинг од стране рејтинг агенције није потребан</i>			<i>могућност промене пословне политике банке</i>	
<i>услови кредита су предмет преговора али су ограничени кредитним квалитетом дужника</i>				
		ОБВЕЗНИЦЕ		
ПРЕДНОСТИ			НЕДОСТАЦИ	
<i>ниже каматне стопе задуживања</i>			<i>сложена процедура емисије обвезница</i>	
<i>већа транспарентност пословања локалне самоуправе и поступка задуживања</i>			<i>локалне самоуправе саме врше процену своје кредитне способности пре поступка емисије</i>	
<i>дужи рокови финансирања</i>			<i>ангажовање рејтинг агенција</i>	
<i>већа конкуренција на страни понуде средстава</i>			<i>ризик неуспеха јавне емисије</i>	
<i>могућност трговине на организованом тржишту*</i>		<i>неразвијен финансијски инструмент</i>		

* законски и организациони услови постоје али закључно са 2012. годином није било секундарног трговања муниципалним обвезницама у Србији

Извор: Водич за задуживање локалних самоуправа и најновија дешавања у земљама Наласа, НАЛАС, 2011

Веома скромна пракса емисије муниципалних обвезница на српском финансијском тржишту (за сада само две емисије), већ потврђује неке од значајних предности овог финансијског инструмента над банкарским кредитима. Истовременим прикупљањем понуда за покровитеља емисије обвезница и понуда за финансирање путем банкарског кредита, градови Нови Сад и Панчево су се задужили под повољнијим финансијским условима. Наиме, у оба случаја ефективна каматна стопа обвезница (укључује све трошкове приликом емисије) је била нижа од најповољније банкарске понуде за кредитирањем. Тако је на пример Град Нови Сад у поступку набавке кредита добио најбољу понуда која је испуњавала услове из јавног позива са

фиксном ефективном каматном стопом од 7.5%, док је са друге стране емитовао обвезницу чији је откуп гарантован од стране покровитеља емисије по ефективној каматној стопи од 6.25%. На овај начин локална самоуправа је успела да уштеди око 3 милиона еура на укупан обим емисије. Остварени финансијски ефекат надомешћује основне недостатке задуживања путем емисије обвезница. Ти недостаци се првенствено огледају у комплексној процедури и релативно дугом временском периоду припреме поступка емисије у односу на процедуру и неопходан временски период при одобравању банкарског кредита.

Досадашње емисије обвезница у Србији реализоване су путем приватног пласмана, односно издаване су за унапред познатог купца и то су у овим случајевима биле искључиво банке. Са јавним пласманом обвезница и укључивањем становништва и других институционалних инвеститора, сигурно је да ће финансијски услови задуживања локалних власти у Србији бити још повољнији. Треба истаћи да у случају приватног пласмана емитент нема обавезу да укључи обвезнице на секундарно тржиште, док је код јавног пласмана ово укључивање обавезно. Укључивањем муниципалних обвезница на организовано тржиште и стварањем услова за организовање њиховог секундарног промета, створиће се услови да тржиште додатно потврди атрактивност овог финансијског инструмента. Организовањем секундарног трговања, свакодневна понуда и тражња за обвезницама ће истовремено дефинисати и цену по којој би се локална самоуправа могла задуживати у новим емисијама. Сигурно је да ће се са све већом употребом овог финансијског инструмента, уз убрзани раст техничке и кадровске опремљености локалних самоуправа, утицати на смањење банкосентричности финансијског система Србије. Разним подстицајним мерама локалне самоуправе могу добити нове финансијере у виду грађана, осигуравајућих кућа и инвестиционих и пензионих фондова, а у исто време институционални инвеститори добијају нове поуздане финансијске инструменте за своја дугорочна улагања имајући у виду да муниципалне обвезнице, после државних хартија од вредности, носе најмањи ризик.

1.2 Могућности и ограничења код задуживања локалних самоуправа

Поред ограничења дефинисаних законима Републике Србије, а којима се првенствено дефинише капацитет задуживања локалних самоуправа, посебно треба анализирати услове на тржишту и степен развоја финансијског тржишта Србије као додатни ограничавајући фактор код задуживања јединица локалне самоуправе.

Законска ограничења

Законом о јавном дугу дефинисана су два ограничења за нова задуживања локалних самоуправа:

- задуживање није могуће уколико износ неизмиреног дугорочног задужења за капиталне инвестиционе расходе достиже 50% укупно остварених текућих прихода буџета локалне власти у претходној години, изузев уколико је период отплате, не рачунајући период мировања, најмање пет година;
- задуживање није могуће уколико сервисирање постојећих обавеза по основу камата и главнице достиже годишњи износ од 15% укупно остварених прихода буџета локалне власти у претходној години, осим у случају ако две трећине текућег суфицита у односу на укупно остварене текуће приходе чини удео већи од 15%.

Такође, проблематику задуживања локалних самоуправа третира и Закон у буџетском систему, јер се у члану 27ж конкретног Закона истиче да фискални дефицит локалне власти у одређеној години не може бити већи од 10% прихода у тој години. Уколико дође до прекорачења утврђеног лимита Министарству се може поднети захтев за прекорачење, најкасније до 1. маја текуће године, за наредну буџетску годину.

Међутим, ограничења дефинисана овим законима захтевају одређене корекције и допуне, јер њихова истоветна примена на све локалне самоуправе у Србији није практична и економски оправдана. Главни аргументи за овакаву констатацију састоје се у томе да кредитна способност неких локалних самоуправа превазилази законска ограничења, док са друге стране постоје и локалне самоуправе чија је кредитна способност испод законом утврђеног ограничења. Из тих разлога и сами инвеститори

пре доношења коначних одлука о свом улагању врше детаљне анализе способности локалне самоуправе да сервисира одређени дуг током времена.

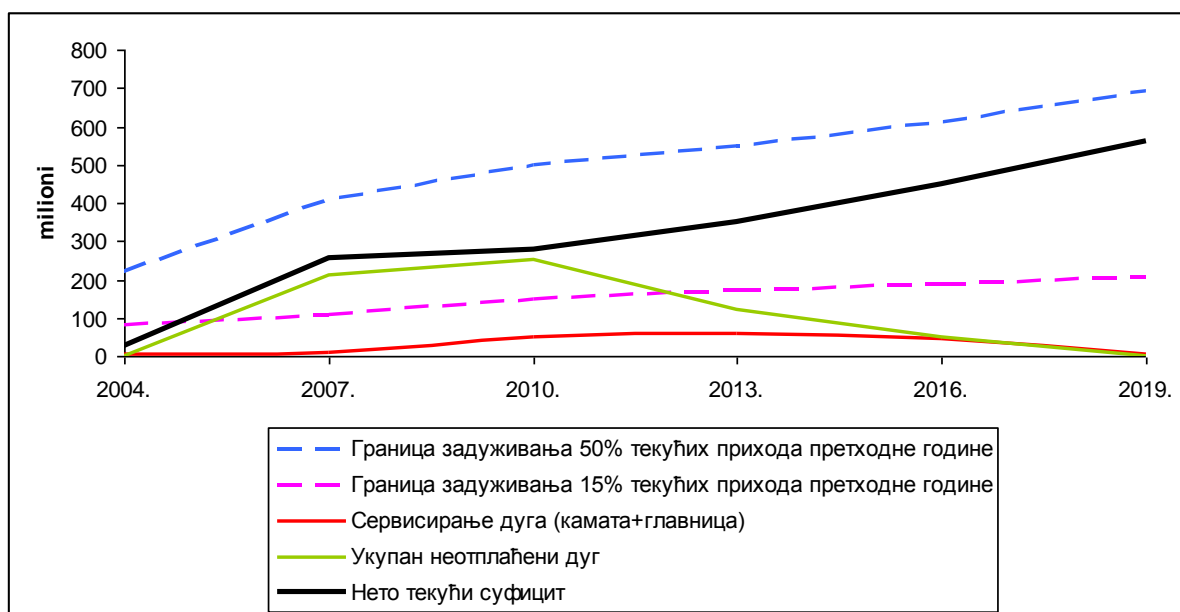
Најважнији показатељ кредитне способности представља однос нето текућег резултата и износа рата конкретног дуга. Да ли локална самоуправа може да покрива пројектовано сервисирање дуга зависи од нето текућег резултата (капацитет задуживања) који се утврђује кроз однос оперативних прихода и оперативних расхода по следећој формули:

$$\begin{aligned}
 & \text{Годишњи текући приходи} \\
 & - \text{Годишњи текући расходи} \\
 & - \text{Годишња исплата постојећих дугова} \\
 & = \text{Нето текући резултат (суфицит/дефицит)}
 \end{aligned}$$

При чему је:

- текући приходи - укупни текући приходи буџета без самодоприноса, капиталних трансфера и донација, накнаде за уређење земљишта и једнократног закупа земљишта;
- текући расходи – укупни текући расходи буџета без капиталних трансфера другим нивоима власти, капиталних субвенција јавним предузећима и трошкова камата

График 14. Графички приказ утврђивања капацитета задуживања локалне самоуправе



Извор: УСАИД програм, софтверска апликација „САТ 2“

Ниво укупног јавног дуга

Ограничавајући фактор за будуће задуживање локалних самоуправа у Србији представља укупан јавни дуг државе Србије. Јавни дуг је у 2011. години премашио законом дефинисану границу од 45% БДП и крајем 2012. године је достигао ниво од 61,5% БДП. Иако је учешће локалне самоуправе у укупном јавном дугу мало и износи свега 2% (уз напомену да град Београд у овом износу учествује највећим делом са скоро 70%) свако додатно задуживање локалних власти, па и путем муниципалних обвезница, додатно може угрозити управљање јавним финансијама земље. Тако да локална самоуправа може стати на свом првом кораку у процесу задуживања путем емисије обвезница, јер је за емисију муниципалних обвезница неопходно најпре обезбедити позитивно мишљење Министарства финансија, што и није баш лако када се има у виду горе поменута ситуација и потенцијална криза јавног дуга у Србији која са собом повлачи неконтролисан пад динара, инфлацију, пад запослености и знатан пад стандарда становништва.

Јавни дуг Србије поред тога што је висок, има и веома неповољну структуру јер је већим делом изражен у еврима и налази се у рукама страних инвеститора. Више од 80 одсто јавног дуга је у еврима што је неповољно. Решење је да се развија домаће тржиште јавног дуга тако што би држава требала да створи услове да даље задуживање буде углавном у домаћој валути, на што дужи рок и то на домаћем тржишту, због чега је неопходно радити на развоју домаћег тржишта хартија од вредности. Свакако да је један од предуслова да инвеститори више улажу у државне хартије од вредности и муниципалне обвезнице дугорочна макроекономска стабилност, односно одрживост буџетског дефицита и јавног дуга, као и стабилне и предвидиве стопе инфлације и курса.

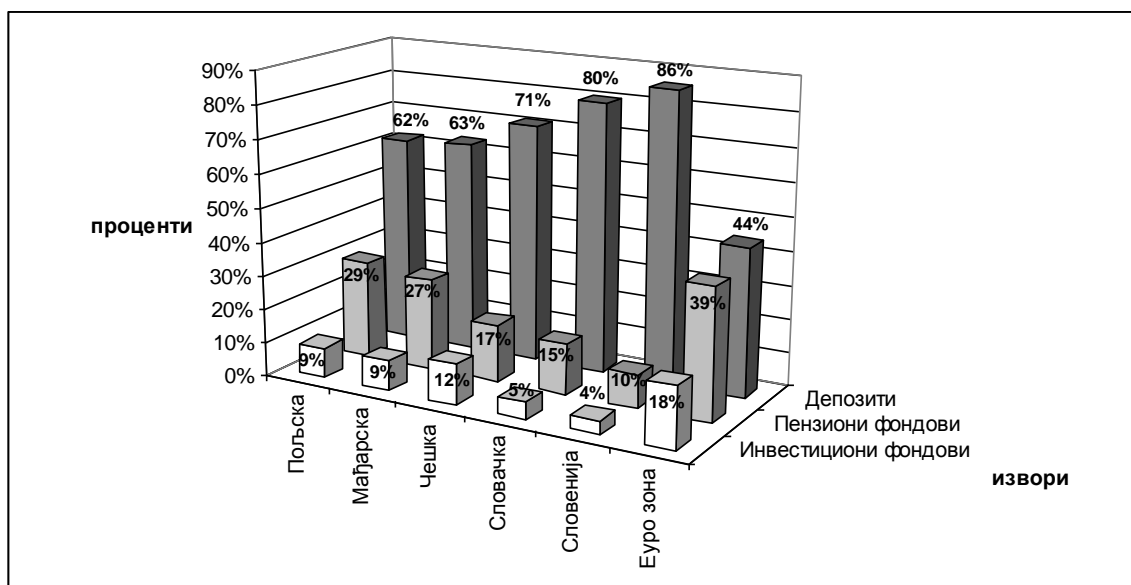
Банкоцентричан финансијски систем земље

Адекватан финансијски систем је веома важан за привредни раст једне земље, јер развијенији систем боље решава проблем мобилизације и алокације капитала, што значајно доприноси већем инвестирању и позајмљивању средстава по нижим каматним стопама на тржишту. Финансијски систем представља сет институција (банке, тржиште капитала, осигуравајуће компаније, инвестициони фондови и сл.) путем којих појединци, компаније, јединице локалне власти и држава долазе до средстава за

финансирање својих активности, односно инвестирају своју штедњу. У зависности од тога која компонента финансијског система има већу релативну важност и тржишно учешће у мобилизацији штедње и алокацији капитала, у пракси разликујемо: 1) финансијске системе који су зановани на банкама и 2) финансијске системе који су засновани на тржишту хартија од вредности.⁶¹ Економска пракса на примерима данас најразвијенијих економија (Немачка и Јапану – финансијски систем заснован на банкама; САД и Велика Британија – систем заснован на тржишту хартија од вредности) нам показује да не можемо рећи који је систем бољи јер се ради о два компламентарна система. Раст једне економије преваходно зависи од законске регулативе, чврстог правног система и институција које ће омогућити ефикасније функционисање оба система.

Поред стабилног и ефикасног банкарског система, највећи изазов са којим се сусрећу транзиционе земље, а међу њима и Србија, је развој тржишта капитала са низом финансијских институција и финансијских инструмената. У развијеним финансијским системима учешће банака, тачније депозитних институција, је знатно испод 50%. Управљање активом од стране различитих учесника на финансијским тржиштима најразвијенијих земаља у транзицији можемо посматрати на следећем графику.

График 15. Управљање активом од стране финансијских институција



Извор: Кнежевић Г., Банкоцентричност привреда у транзицији

⁶¹ Сташевић И. 2006. "Тржишна Vs. банкоцентрична финансијска структура", Милочерски економски форум 2006-Европски приоритети и економска сарадња, Милочер, стр.308.

Еуро зону карактерише скоро уједначено финансирање привреде од стране банака и пензионих фондова, док инвестициони фондови имају скромно учешће од 18%. Код одабране групе земаља које спадају у групу развијених земаља у транзицији имамо доминантну позицију банкарског сектора чије се учешће у просеку креће око 74%, просечно учешће пензионих фондова износи око 18%, док је просечно учешће инвестиционих фондова веома скромно и износи око 8%. Треба истаћи да су ове земље значајно поодмакле у реформама пензионог система, развоју тржишта осигурања и са традицијом од неких двадесетак година у развоју тржишта капитала.

У банкоцентричном финансијском систему Србије доминација банкарског сектора је још израженија у поређењу са горе поменутих земаља. Међутим, проблем Србије није искључиво у банкоцентричном финансијском систему, већ у неразвијеном и неликвидном тржишту капитала које карактерише мали број различитих финансијских инструмената и релативно мало учешћу осталих институционалних инвеститора на тржишту. Због недостатка праве конкуренције у виду инвестиционих, пензионих фондова и осигуравајућих компанија, банкоцентричан финансијски систем представља ограничавајући фактор код задуживања локалних самоуправа у Србији. Поред високе цене капитала због недостатка праве конкуренције, проблем код финансирања локалних власти представља и ограничен број банака спремних за финансирање локалне самоуправе. У Србији тренутно послује тридесет две овлашћене банке од којих само осам активно учествује у финансирању нижих нивоа власти. Такође, свака банка својом пословном политиком ограничава ниво свог кредитног излагања ка одређеним локалним самоуправама. Још један ограничавајући фактор при задуживању локалних самоуправа представља честа неспремност домаћих банака за упуштање у дугорочно финансирање пројеката због рочне усклађености активе и пасиве, обзиром на доминацију краткорочних извора финансирања банкарског сектора у Србији.

Кадровска и техничка опремљеност

За разлику од задуживања путем кредита, код муниципалних обвезница емитент има обавезу и потребу да широј инвестиционој јавности пружи неопходне податке како би пласман обвезница био што успешнији. Стална комуникација са потенцијалним инвеститорима је неопходна. Потребно је уложити пуно труда и рада на изради информационог меморандума који треба да садржи све важне информације о локалној

самоуправи како би се потенцијални инвеститори што боље информисали у циљу доношења својих инвестиционих одлука. За тако нешто потребни су способни и обучени кадрови. Обзиром да је задуживање локалних власти путем емисије муниципалних обвезница новина на нашим просторима, из тих разлога је неопходно уложити додатан труд на унапређењу људских и техничких ресурса у локалним самоуправама. Одређени кораци су и предузети у сарадњи са Америчком агенцијом за међународни развој обзиром да су за сада запослени у 32 општине прошли одређене обуке из области управљања финансијама, дугом и капиталним инвестиционим пројектима. Обезбеђен је и софтвер који значајно помаже општинама да на најбољи начин представе инвеститорима своје финансијско стање и оцене своју кредитну способност. Овај софтвер треба да унапреди способност управљања општинским финансијама и да створи стандарде за обелодањивање финансијских информација које ће користити свима, а највише потенцијалним инвеститорима.

1.3 Услови задуживања локалних јединица на финансијском тржишту

Наша земља спада у групу земаља која се са великим закашњењем прилагођава савременим начинима пословања на финансијском тржишту. Обзиром да се то негативно одражава на њен привредни раст и развој, отклањање препрека за брзо укључивање у глобалне финансијске токове је неминовност. Поред неадекватног законског оквира и неспремности банкарских и небанкарских финансијских институција, кључни фактори који додатно ограничавају развој финансијског тржишта су неповерење домаћих и страних инвеститора и низак степен едукованости пре свега домаћих учесника, који се и даље држе стандардних начина пословања. Да би тржиште муниципалног дуга што пре заживело на овим просторима, неопходно је овај нови финансијски инструмент приближити и учинити економски интересантним (исплативим) домаћој и страниј инвестиционој јавности у складу са тренутним условима на финансијском тржишту.

Једна од основних сегмената економске политике Србије је политика каматних стопа. Каматну стопу на финансијском тржишту дефинише Народна банка преко референтне каматне стопа. Од 2006 године НБС је са политике управљања девизним курсом као номиналним сидром у контроли инфлације, прешла на модел управљања каматним стопама путем формирања референтне каматне стопе. Референтна каматна

стопа је репер за формирање осталих каматних стопа на тржишту. У циљу обуздавања инфлације, НБС већ дужи период држи референтну каматну стопу на доста високом нивоу, што се аутоматски одражава на високу цену капитала у Србији. Општинама су неопходни дугорочни и јефтини извори финансирање, али имајући у виду кретање цене капитала на овим просторима, немогуће је очекивати да ће инвеститори бити спремни да пласирају средства општинама када имају на располагању друге финансијске инструменте које им доносе више приносе уз релативно исти или нижи ниво кредитног ризика.

Поред тренутно високе референтне каматне стопе, ограничавајући фактор у погледу цене задуживања локалне самоуправе представља и цена по којој се тренутно задужује Република Србија. Министарство финансија редовно емитује републичке обвезнице које су по правилу сигурније и привлачније за инвеститоре од обвезница локалних самоуправа. Посебно треба нагласити да тренутно имамо такву ситуацију на нашем тржишту да се држава Србија задужује под неповољнијим условима, односно вишим каматним стопама, од својих општина. Тако се крајем 2011. године држава задужила путем емисије десетогодишњих обвезницама у доларима по стопи од 7.25%, док је у истом периоду град Нови Сад емитовао обвезницу у еурима са роком доспећа од дванаест година и фиксном каматном стопом од 6.25%. Сигурно је да су у таквим ситуацијама инвеститори (осигуравајуће компаније, пензиони и инвестициони фондови) мање заинтересовани за улагања у муниципалне обвезнице јер имају у понуди мање ризичне финансијске инструменте које доносе веће приносе..

Табела 32. Просечно кретање каматних стопа на финансијском тржишту Србије у периоду 2009-2013.

Година	Референтна каматна стопа НБС	Просечна каматна стопа на трезорске записе у динарима	Просечна каматна стопа на трезорске записе у еурима	Каматне стопе комерцијалних банака нефинансијским правним лицима у динарима	Каматне стопе комерцијалних банака нефинансијским правним лицима у еурима	Каматне стопе на динарску штедњу грађана	Каматне стопе на девизну штедњу грађана
2009.	9,50%	12,63%	-	-	-	17,00%	6,83%
2010.	11,50%	11,20%	5,25%	16,40%	8,55%	11,79%	5,65%
2011.	9,75%	13,06%	5,32%	17,36%	8,50%	11,23%	5,25%
2012.	11,25%	13,48%	6,01%	16,55%	8,05%	10,73%	4,35%
2013.*	11,50%	11,79%	-	-	-	10,50%	4,05%

*закључно са месецом јануаром 2013.

Извор: Народна банка Србије, Министарство финансија-Управа за трезор

Који је то принос које би у овом тренутку требало да доносе будуће муниципалне обвезнице потенцијалним инвеститорима, како би се подстакла тражња за овим финансијском инструментом и тиме значајно допринело даљем развоју тржишта муниципалног дуга у Србији? Најбоље је одговор пронаћи на примеру и искуству нама најближих земаља у региону. Њихова искуства говоре да принос муниципалних обвезница мора бити виши од приноса (камате) које индивидуални инвеститори добијају на своје штедне депозите у комерцијалним банкама, како би се привукли индивидуални инвеститори који у Србији представљају инвестициони потенцијал од скоро 8 милијарди еура (тренутни ниво девизне штедње у Србији). Принос мора бити виша од референтне каматне стопе НБС и виши од каматне стопе које се тренутно остварују путем инвестирања у трезорске записе Републике Србије (поред банака тренутно највећи купци записа су осигуравајуће куће, пензиони и инвестициони фондови), јер се свуда у свету, а тако и код нас, улагање у државне хартије од вредности сматра улагањем са најнижим степеном кредитног ризика. Са друге стране камата коју носе муниципалне обвезнице мора бити знатно нижа у односу на камату корпоративних обвезница, јер су муниципалне обвезнице мање ризичан вид улагања јер иза њих стоји једна општина или град са својим пореским капацитетом и својом имовином. Каматна стопа муниципалних обвезница је углавном нижа (а то показује и тренутно скромна пракса у Србији) од каматне стопе по којој се локални нивои власти тренутно задужују код комерцијалних банака, а то је и један од кључних разлога због којих се и одлучују за емисију општинских хартија од вредности.

Тренутна ситуација на финансијском тржишту Србије је таква да се принос трезорских записа Републике Србије номиниран у ЕУР креће се у интервалу од 4,48% - 5,85%; камата коју плаћају комерцијалне банке на депозите у ЕУР су у просеку око 4,05%; камата по којој се тренутно емитују корпоративне обвезнице добростојећих и ликвидних предузећа у Србији износи око 9% индексирано у ЕУР; а кредитни девизни пласмани комерцијалних банака се крећу у просеку око 8,05% (табела 34). На основу ових показатеља можемо доћи до закључка да би општинске обвезнице номиниране у ЕУР требале да доносе принос од 6% до 8% (у зависности од величине општине и њене кредитне способности) како би биле атрактивније за улагање од тренутно доступних и актуелних финансијских инструмената на српском финансијском тржишту. Уколико направимо поређење са подацима садржаним у следећој табели уочићемо да су ти приноси нешто већи од приноса које обезбеђују општинске обвезнице у земљама у окружењу.

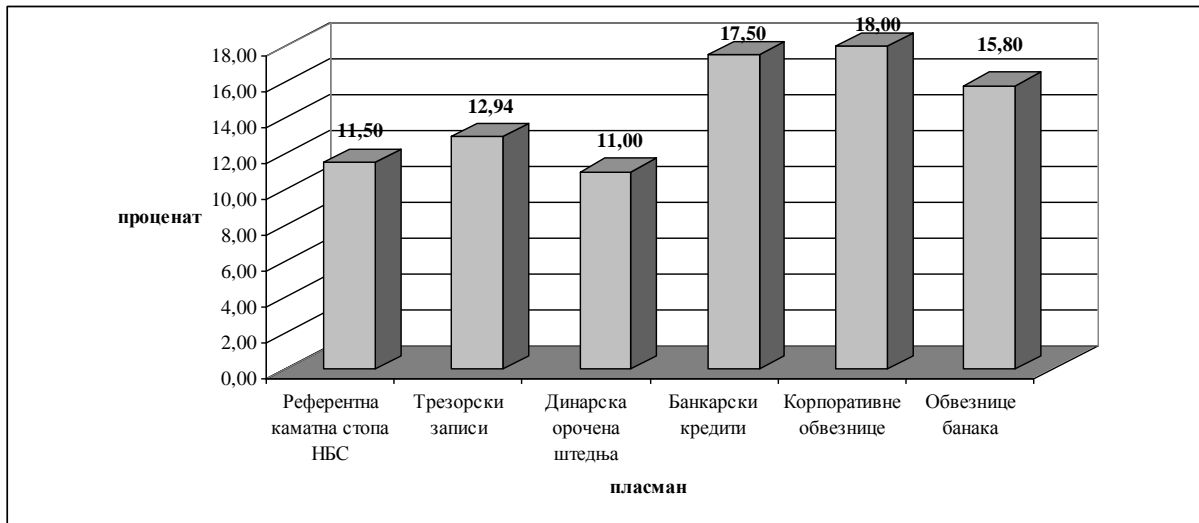
Табела 33. Приноси општинских обвезница у земљама у окружењу

Емитенти	Номинала	Каматна стопа	Датум доспећа
Град Ријека	1 EUR	4,125%	18.07.2016
Град Сплит I емисија	1 EUR	4,563%	24.07.2013.
Град Сплит II емисија	1 EUR	4,750%	27.11.2015.
Град Задар	1 EUR	5,500%	01.09.2011.
Град Бања Лука	100 KM	5,750%	18.07.2011.
Општина Лакташи	100 KM	5,750%	18.06.2014.

Извор: Водич кроз општинске обвезнице, www.krediti.rs

У протеклих десет година транзиције, Србија није успела да постигне одрживу једноцифрену стопу инфлације која представља битан индикатор макроекономске стабилности. У овом периоду регистрована је углавном двоцифрена стопа инфлације, која је крајем 2012. године износила око 12.2% на годишњем нивоу. У условима експанзивне фискалне и умерено рестриктивне монетарне политике, висока и растућа инфлација уз ап्रेसијацију девизног курса водила је ка смањује конкурентност привреде. Оваква тренутно неповољна макроекономска кретања дефинитивно отежавају могућност честих и по обимима великих емисија муниципалних обвезница у динарима. Поготово када се ради о обвезницама за дужим роковима доспећа, у условима високе инфлације и нестабилног девизног курса, не постоји спремност инвеститора да се излажу ризику улагања у динарске муниципалне обвезнице. Ипак, у случају евентуалне емисије општинских обвезница у домаћој валути са фиксном каматном стопом, треба очекивати приносе који би се кретали у интервалу 14%-16%. Приноси би морали да буду мањи од тренутних приноса на банкарске пласмане (тренутно око 17,5% на годишњем нивоу), већи од референтне каматне стопе (тренутно 11,5%), већи од приноса на динарске трезорске записе (тренутно око 12,94%), и већи од камате на орочену динарску штедњу физичких лица у комерцијалним банкама (око 11%).

График 16. Тренутни приноси на динарске пласмане у Србији (2012 година)



Извор: Народна банка Србије, Министарство финансија-Управа за трезор

У 2012. години су се после дужег периода на финансијском тржишту Србије понудиле и облигације банака, које су успешно пласиране у динарима без валутних клаузула, са роком доспећа од три године (*Societe Generale bank*) и роком доспећа од две године (*Ерсте банка*). Обзиром да је тражња за овим облигацијама превазилазила понуду и да је велико интересовање за њихову куповину долазило из сектора осигурања и добровољних пензионих фондова, то доводи до закључка да би сигурно било тражње и за муниципалне динарске облигације, с тим да доспеће тих облигација не би смело бити дуже од две до три године како би постојало интересовање за њихову куповину.

Тренутно једине муниципалне облигације на финансијском тржишту Србије емитоване су у динарима са валутном клаузулом у еурима у циљу очувања реалне вредности главнице дуга, с тим да се град Нови Сад задужио на период од 12 година са фиксном каматном стопом од 6.25%, а Град Панчево на период од 7 година са променљивом каматном стопом Еурибор(3м) + 7.45%. Веће коришћење домаће валуте на нашем тржишту је неопходно јер се тиме обезбеђује постепено јачање стабилности финансијског система, смањивање валутног ризика и јачање ефикасности монетарне политике, нижа и стабилнија инфлација и снижавање каматних стопа. Међутим динаријација тек треба да добије на свом потенцијалу у ситуацији када се инфлација врати у коридор инфлационог циља и када се обезбеди дугорочнија стабилизација укупних макроекономских кретања у нашој земљи. Имајући у виду да степен динаријације финансијског система Србије, мерен учешћем динарских пласмана у

укупним пласманима, износи свега 28,2 %, не треба очекивати у скорије време појаву дугорочних динарских муниципалних обвезница на финансијском тржишту Србије.

1.4. Транспарентно пословање локалних самоуправа као услов развоја тржишта муниципалних обвезница у Србији

Да би употреба муниципалних обвезница као облика финансирања локалних самоуправа у Србији заживела, поред политичке и макроекономске стабилности, битан предуслов за то представља транспарентнији рад локалне самоуправе и транспарентније вођење локалних јавних финансија. Неопходно је да у сваком општинском финансијском извештају и документу буду приказани истинити подаци како би потенцијални инвеститор створио што реалнију слику о пословању конкретне локалне самоуправе. За потребе процене кредитне способности емитента, инвеститорима су неопходни транспарентни, разумљиви и упоредиви финансијски извештаји који се добијају уз адекватну примену и поштовање националних рачуноводствених стандарда. Поред рачуноводствених извештаја и извештаја ревизора, потенцијални инвеститори утврђују финансијску способност емитента и на основу оцена независних и специјализованих рејтинг агенција. У Србији су до сада само три града (Краљево, Нови Сад и Ваљево) добила међународни кредитни рејтинг од стране престижне рејтинг агенције Moody's. Они представљају прави пример осталим градовима у Србији. Добијање кредитног рејтинга не представља законску обавезу емитента у поступку емисије муниципалних обавеза, међутим добијени кредитни рејтинг од стране реномираних агенција, даје праву слику и додатне информације инвеститорима на основу којих се они лакше одлучују при улагању свог слободног капитала. Добијањем међународног кредитног рејтинга локална самоуправа шаље инвеститорима јасан сигнал да је њен економски амбијент мање ризичан, а управљање јавним финансијама транспарентно, чиме се омогућава да се она нађе на мапи међународних инвеститора као нова дестинација за улагање њиховог капитала.⁶² Краљево и Ваљево су од стране агенције Moody's добиле кредитни рејтинг Б1, док је Нови Сад добио нешто већу оцену Ба3, обзиром да је већи град са бољом финансијском позицијом и већим фискалним капацитетом. Поред утврђивања кредитног рејтинга емитента могуће је утврдити и кредитни рејтинг муниципалних

⁶² Ванеса Белкић, Милица Хрњаз, 2010., Локални економски развој – европски путоказ ка модерној локалној самоуправи!, Грађанска мрежа, Београд., стр 37.

обвезница. При утврђивању кредитног рејтинга опште обавезујућих муниципалних обвезница акценат се ставља на тренутну задуженост, ликвидност и способност емитента за плаћање камата и главнице у року доспећа, док се код приходних обвезница акценат ставља на профитабилност пројекта који се финансира обзиром да се из прихода конкретног пројекта измирује дуг.

Светска економска криза додатно је потврдила важност поштовања стандарда и процедура у финансијском извештавању јавног сектора. Криза је додатно повећала потребу за све већом транспарентношћу и одговорношћу у јавном сектору. У Србији се, као и у многим другим земљама, поред интерних контрола и ревизија обављају екстерне ревизије пословања локалних самоуправа од стране Државних ревизорских институција, а све у циљу пружања потребних информација за оцену финансијских перформанси локалних самоуправа. Предмет ревизорских извештаја су адекватна примена рачуноводствених стандарда, контрола књиговодства и поштовање буџетских и законских одредби. Опште прихваћени рачуноводствени принципи захтевају да информације о пословању локалне самоуправе буду правовремене, поуздане, разумљиве, релевантне и упоредиве међу различитим нивоима власти. Уколико су информације о пословању локалних самоуправа застареле или нису доступне на адекватан начин, то додатно ствара сумњу и несигурност код улагања потенцијалних инвеститора. Независне екстерне ревизије помажу локалним самоуправама да унапреде своје капацитете за управљање финансијама, али и потенцијалним инвеститорима да на бази релевантних показатеља оцене њихову кредитне перформансе. Екстерна ревизија локалне самоуправе обично садржи:

- Објективну оцену важнијих финансијских операција локалне самоуправе које су од кључне важности за градоначелника, општинско веће и за грађане;
- Потврду да су интерна контрола и процедуре задовољавајуће (или садржи препоруке за отклањање појединих недостатака);
- Препоруке за унапређење интерне контроле у циљу превенције или откривања различитих проблема у области финансијског менаџмента и идентификације контрола које треба унапредити;
- Идентификација одређених одступања од усвојене општинске политике, статута и правила или од од испољених очекивања грађана;
- Откривање и отклањање потенцијалних превара или других нерегуларности;

- Препоруке за унапређење рачуноводствених контрола и процедура и писана документација која је потребна за детектовање и/или спречавање проблема;
- Препоруке за елиминацију непотребних и скувих интерних контрола и других претерано централизованих система контроле.⁶³

Прикупљање финансијских података, њихова обрада, састављање финансијских извештаја и њихова презентација од стране локалних власти детерминисани су рачуноводственом политиком и стандардима који се примењују у конкретној земљи. Неке земље користе систем рачуноводства заснован на готовинској основи, док су друге земље делимично или у потпуности усвојиле систем обрачунског рачуноводства. У Србији је, у складу са Уредбом о буџетском рачуноводству (Сл.Гласник РС 125/2013 и 12/2006), основа за вођење буџетског рачуноводства готовинска основа, а финансијски извештаји се припремају на принципима готовинске основе Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор.

Табела 34. Рачуноводствени системи и стандарди

Рачуноводствени систем готовински принцип	Модификован обрачунски рачуноводствени систем	Рачуноводствени систем обрачунски принцип	Међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор (ИПСАС)
Рачуноводствени систем на готовинском принципу препознаје приходе и расходе само онда када је готовина примљена или потрошена.	Модификован обрачунски рачуноводствени систем региструје приходе у периоду када они постају расположиви и мерљиви, а расходе региструје у периоду када је настала односна обавеза.	Обрачунски рачуноводствени систем региструје финансијске ефекте трансакција онда када они настану, независно од временског периода у коме долази до тока готовине.	ИПСАС су рачуноводствени стандарди намењени за коришћење од стране ентитета јавног сектора широм света у процесу припреме финансијских извештаја.
- Албанија - Македонија - Молдавија - Србија - Словенија	- Бугарска - Хрватска - Црна Гора - Република Српска - БИХ - Турска	- Румунија	- Хрватска - Македонија - Молдавија - Црна Гора - Румунија - Србија ⁶⁴

Извор: Водич за задуживање локалних самоуправа и најновија дешавања у земљама Наласа, НАЛАС, 2011

⁶³ Network of Associations of Local Authorities of South East Europe 2011. Водич за задуживање локалних самоуправа и најновија дешавања у земљама Наласа, НАЛАС, стр. 25.

⁶⁴ У пракси ови стандарди се не користе на локалном нивоу

Готовинско рачуноводство признаје трансакције и остале догађаје тек када се готовина прими или плати. То је једноставнији рачуноводствени систем фокусиран на стварном току готовине у одређеном временском периоду тј. буџетској години. Финансијски извештаји који се припремају на готовинској основи обезбеђују информације о извору средстава прикупљених у току одређеног периода, намени за коју су средства искоришћена у салду готовинских средстава на дан извештавања. Основ за мерење резултата у овим финансијским извештајима јесте салдо готовинских средстава. У готовинском рачуноводству се не захтева регистрација вредности имовине и не обрачунава се амортизација.

Обрачунско рачуноводство је много сложеније од готовинског јер се трансакције и остали догађаји признају у моменту настанка трансакције и евидентирају се у рачуноводственој евиденцији и приказују у финансијским извештајима за период на који се односе. Применом обрачунског рачуноводства се добија комплетнија слика укупног финансијског положаја емитента јер се акценат ставља на укупне приходе, трошкове, средства, обавезе и имовину, а не искључиво на новчаним токове.

Искуства многих земаља потврђују да примена система рачуноводства на обрачунској основи има значајне предности јер се узимају у обзир сви привредни токови, већи је ниво контроле због праћења целокупне имовине и обавеза, омогућава израду финансијских извештаја који пружају већи обим и квалитет рачуноводствених информација. Обрачунско рачуноводство повећава транспарентност и одговорност у процесу управљања јавним/локалним финансијама, доносиоцима одлука пружа праву слику о реалној потрошњи и финансијској ситуацији и истовремено генерише поуздане и правремене информације потенцијалним инвеститорима. Искуства такође говоре, да је уз увођење обрачунског рачуноводства пожељно да готовинско рачуноводство и даље остане важан део система јер пружа неопходне информације за праћење ликвидности и управљање дугом, као и информације на основу којих се врши упоређивање буџета. Са глобалном финансијском кризом 2007 године, многе земље настоје да трансформишу буџетско рачуноводство од пасивног посматрања и извештавања о променама у расподели готовине, у правцу промовисања буџетирања и унапређеног годишњег извештавања. Да би се постигао овај циљ на глобалном плану и брже прешло на обрачунски систем буџетског рачуноводства, ММФ, Светска банка и друге институције подстичу увођење и примену ИПСАС (Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор). Увођење ИПСАС представља важан фактор за постојање веродостојних финансијских извештаја, јер они захтевају стварање

одрживог рачуноводственог система који може створити поуздане извештаје на основу насталих догађаја.⁶⁵

У Србији се последњих десетак година примењују привремена решења у области буџетског рачуноводства јавног сектора, јер почев од 2000. године до данас, у Србији није донет Закон о буџетском рачуноводству којим би се започео процес реформе рачуноводства и извештавања у јавном сектору. Током 2003. године донета је Уредба о вођењу буџетског рачуноводства („Сл. гласник” 123/03), по којој се билансирају само извршена плаћања, а неизмирене јавне обавезе преносе се у ванбилансну евиденцију. Створена је могућност, која се код нас обилато користи, за прикривање стварних буџетских дефицита, тако да и сами финансијски извештаји често не пружају праву слику о пословању јавних и локалних финансија. Додатни проблем представља новонастала ситуација са новим Законом о министарствима („Сл. гласник” 72/12) где се није дефинисало који је владин орган одговоран за уређивање вођења буџетског рачуноводства. Док се не дефинише комплетна законодавна регулатива, немогуће је обезбедити правилно вођење буџетског рачуноводства у јавном сектору Републике Србије. То је често пресудан фактор код инвеститора, који због нетранспарентног пословања и извештавања, не инвестирају или повлаче своје инвестиције са ових простора.. Неопходан предуслов за постојање поузданих финансијских извештаја представља увођење ИПСАС, јер они захтевају реформу и стварање рачуноводственог система који може створити поуздане финансијске извештаје на основу насталих догађаја. Доношењем Уредбе о обавезној примени ИПСАС у 2010. године, држава Србија је учинила значајан корак у побољшању транспарентности јавног сервиса, али је и даље проблем поузданост финансијских извештаја обзиром да се ти стандарди не примењује адекватно у пракси. Локалне самоуправе и власти у Србији морају да учине значајне напоре у области промовисања и спровођења реформи у области рачуноводства, у циљу транспарентнијег и одговорнијег пословања чиме се значајно унапређују и њихове могућности за задуживање.

⁶⁵ Мирковић С. 2011. Финансијска ревизија јавног сектора – основа за активни пословни амбијент, *Acta economica*, бр15: стр. 19.

2. Степен развоја и потенцијал институционалних инвеститора у Републици Србији

Подстицање развоја тржишта муниципалних обвезница је неопходно за даљи развој финансијског тржишта Србије. Са једне стране, локалне власти би добиле повољније изворе финансирања, а са друге, на финансијском тржишту би се појавили нови финансијски инструменти који би се инвеститорима нудили како у примарној продаји тако и у секундарном промету на Београдској берзи. Тренутно, тржиште капитала Србије карактерише низак степен ликвидности и симболичан промет у односу на развијена светска тржишта. Неликвидно тржиште, мали број различитих финансијских инструмената у понуди и низак степен едукације потенцијалних инвеститора су само неки од фактора који утичу на висок степен банкоцентричности финансијског система Србије. Иако са деценијским закашњењем у односу на регион, домаће тржиште капитала је последњих година добило прве инвестиционе и приватне пензионе фондове, док су се на тржишту осигурања створили услови за појаву нових учесника чиме је постигнут раст конкурентности и у овом сегменту финансијског тржишта. Ипак, банкарски сектор Србије и даље нема праве конкуренте у инвестиционим и приватним пензионим фондовима и осигуравајућим компанија, а то показује и податак да је тренутна билансна актива свих банака у Србији 2.844 милијарди динара, закључно са септембром 2012.године, а њихов укупан капитал тренутно износи 574 милијарди динара.⁶⁶ Битна чињеница је такође да грађани Србије у фондовима држе око шест милиона евра, а број инвеститора не прелази 20.000. Са друге стране, штедња становништва у банкама износи око осам милијарди евра. Уколико посматрамо улагање у инвестиционе фондове по глави становника, Србија је далеко од развијених земаља и земаља у региону. Наш грађанин тренутно улаже мање од евра у фондовску индустрију, док у суседној Хрватској од сваког становника фондови у просеку добијају по 464 евра, а у Словенији 967 евра. На најразвијенијем и најактивнијем тржишту, америчком, просечна инвестиција по глави становника износи 38.000 долара. Ови подаци довољно говоре о недовољној институционалној развијености финансијског тржишта Србије. Банкарски сектор у Србији нема праве конкуренте на финансијском тржишту, а то се у великој мери одражава на могућност задуживања и услове под којима се задужује привреда Србије. Стварање услова за

⁶⁶ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_III_12.pdf

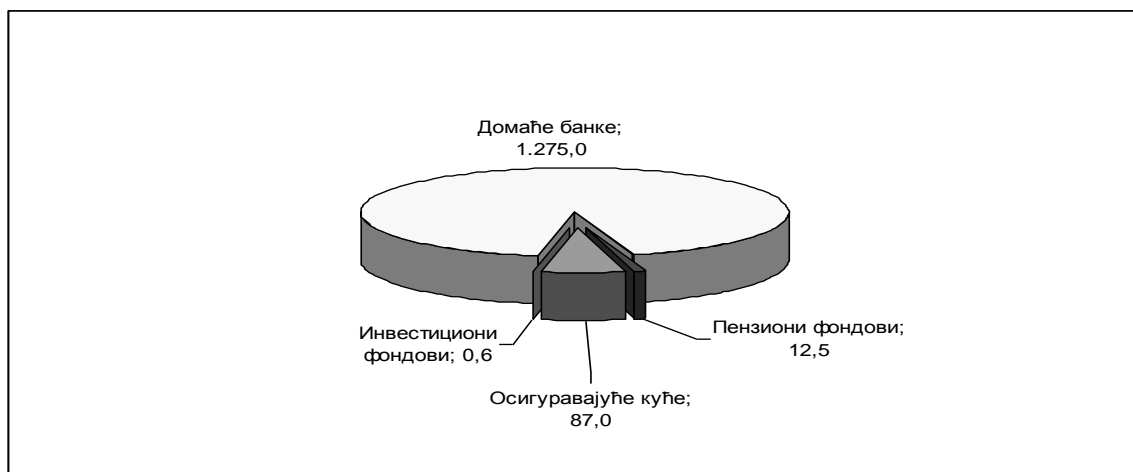
убрзани развој финансијских посредника на финансијском тржишту Србије је неопходно у циљу развоја привреде и финансијског система земље. Институционални инвеститори у развијеним финансијским системима својом флексибилношћу и ефикасношћу успевају да буду прави конкуренти доминантном банкарском сектору. Они данас чине незаобилазан и саставни део развијених финансијских тржишта који подстичу развој финансијских иновација, развој тржишта капитала, подстичу раст штедње и јачање конкуренције међу учесницима на финансијском тржишту.

Табела 35. Учешће у укупном финансијском сектору Србије (у %)

	Банке			Лизинг			Осигурања			Добр.пенз.фонд		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Билансна сума	90.8	91.8	92.4	4,7	3,6	2,8	4,2	4,2	4,4	0,3	0,4	0,4
Капитал	92.1	92.5	93.0	1,9	1,5	1,4	6,0	6,0	5,7			
Број запослених	72.5	71.8	71.0	1,1	1,1	1,2	25,9	26,8	27,4	0,4	0,3	0,4

Извор: Народна банке Србије

Уколико анализирамо потенцијалне инвеститоре на тржишту муниципалних обвезница, низак степен развоја институционалних инвеститора у Србији утиче да и на овом сегменту финансијског тржишта домаће банке буду водећи инвеститори са значајним инвестиционим потенцијалом. Прописани лимит изложености од 25% вредности капитала банке према једном дужнику или повезаним лицима, представља велики потенцијални износ за инвестирање на овом сегменту финансијског тржишта. Обзиром да домаћи банкарски систем располаже са више од 5,1 милијарди евра капитала, можемо очекивати да и у будуће овај сектор буде доминантан у трговини на тржишту муниципалног дуга као и на укупном финансијском тржишту Србије.



Слика 5. Максимална изложеност домаћих инвеститори према једном издаваоцу (у мил.еур)

Извор: Народна банка Србије, www.nbs.rs

2.1 Осигуравајућа друштва

Осигуравајућа друштва су финансијске институције које за утврђену накнаду у виду премије осигурања преузимају одређене врсте ризика својих клијената. Она пружају услуге осигурања од могућег настанка нежељених догађаја. Попут осталих финансијских посредника, осигуравајућа друштва на овај начин мобилишу штедњу грађана и финансијске вишкове на тржишту, која у виду разних пласмана на тржишту капитала даље усмеравају ка дефицитарном сектору у привреди једне земље. Осигуравајућа друштва имају значајну улогу на финансијским тржиштима развијених земаља обзиром да располажу значајним средствима за инвестирање на финансијском тржишту. Од укупне вредности активе институционалних инвеститора на европском тржишту, 42% односи се на осигуравајуће компаније и 30% на пензијске фондове. Обзиром да осигуравајуће компаније морају да воде рачуна о заштити својих осигураника, при инвестирању слободних новчаних средстава пажљиво структурирају своје портфолије финансијских инструмената руководећи се принципом високог степена заштите од ризика својих осигураника уз остваривање што већег приноса на пласирана средства.

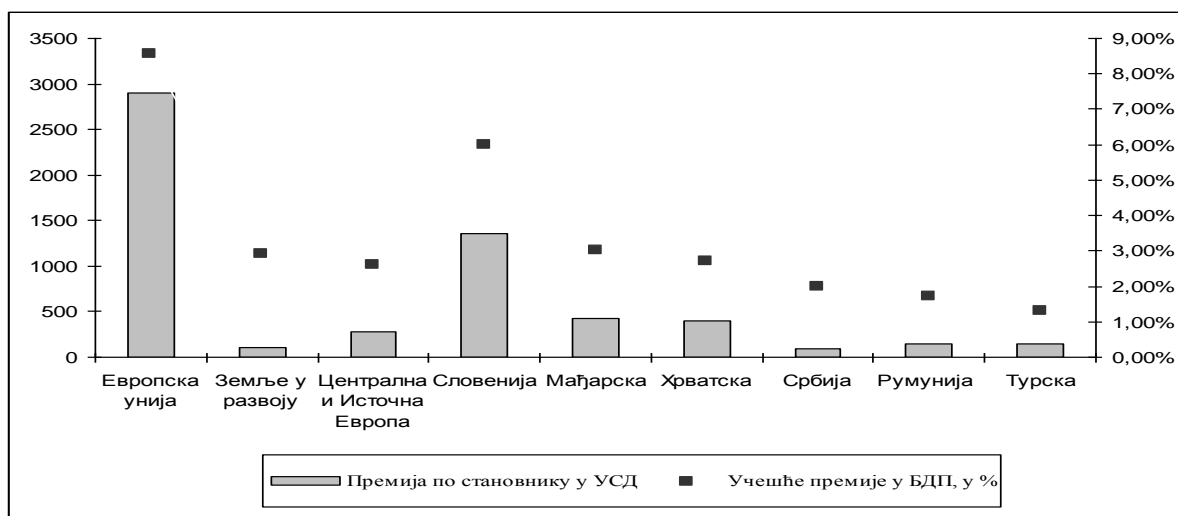
Усвајањем новог Закона о осигурању 2004. године, дошло је до великих позитивних промена на тржишту осигурања у Србији које су значајно допринеле враћању поверења грађана у ове финансијске институције. У оквиру Народне банке

Србије формиран је Сектор за послове надзора над обављањем делатности осигурања у циљу заштите интереса корисника осигуравајућих услуга. Народна банка прати пословање осигуравајућих компанија и њихову изложеност тржишним ризицима. Од доношења новог закона 2004. године до 2011. забележен је значајан раст премије осигурања од 153%, односно са 22,6 милијарди динара на 57,3 милијарди динара. Ипак, треба истаћи да је сектор осигурања у Србији и даље неразвијен и налази се далеко испод европског просека. Релативно низак степен развијености домаћег финансијског тржишта и мали број различитих финансијских инструмената у понуди, уз низак ниво инвестиционе активности због недостатка слободних новчаних средстава, битно утиче на обим и структуру пласмана и значајно мању улогу осигуравајућих компанија као институционалних инвеститора у Србији у односу на развијене земље света. У укупном финансијском сектору осигурање по билансној суми, капиталу и броју запослених налази се одмах иза банкарског сектора. Међутим у билансној суми финансијског сектора у 2011. години банке учествују са 92.4%, а осигуравајућа друштва са свега 4.4% (табела 35). Уколико посматрамо основне показатеље развијености тржишта осигурања – износ укупне премије по становнику и однос укупне премије и бруто домаћег производа долазимо до следећих показатеља када је тржиште Србије у питању.

- По основу учешћа премије у бруто домаћем производу у 2010. години од 2%, Србија се налази на 64 месту у свету. Можемо рећи да је то низак ниво учешћа у поређењу са земљама чланицама Европске уније, где просечно учешће премије у бруто домаћем производу износи 8,4%, али у поређењу са земљама Источне Европе, где овај просек износи 2,6%, можемо рећи да је Србија на задовољавајућој позицији (Румунија и Турска се налазе иза Србије по овом показатељу - График 17).

- Према износу премије по становнику, у 2010. години са 98 УСД по глави становника Србија се налази на 66. месту у свету. Исти показатељ за чланице Европске уније у просеку износи 2.716 УСД, а за земљама Источне Европе 274 УСД. Словенија са 1.353 УСД заузима 29. место у свету, док Хрватска са 397 УСД заузима 44. место

График 17. Компарација показатеља развијености сектора осигурања у 2010. г.



Izvor: Swiss Re, Sigma No 2/2011

Закључно са 2012. годином у Србији послује 28 осигуравајућих друштва, од којих се 24 бави пословима осигурања, а само пословима реосигурања 4 друштва. Искључиво животним осигурањем се бави 7 друштва, искључиво неживотним осигурањем 11 друштва, а и животним и неживотним осигурањем се бави 6 друштва. У 2011. години осигуравајућа друштва у Србији су остварила укупну премију од 548 милиона еура, у којој је највеће учешће имало неживотно осигурање са 82,6%, док је учешће животног осигурања износило 17,4%. Ово је још један од показатеља ниског степена развијености тржишта осигурања и финансијског тржишта Србије уопште, обзиром да неживотно осигурање у земљама Европске уније доминира и учествује са скоро 2/3 у укупно оствареним премијама. Ниво животно осигурање у Србији је на веома ниском степену развоја обзиром да ниво развијености осигурања лица првенствено зависи од висине националног дохотка, стабилности националне валуте и степена запослености. Србија се, са животно осигураних 2% грађана и са 10 евра по становнику издвојених за животно осигурање, налази на зачељу и међу земљама у окружењу. Како би се оваква ситуација променила, држава мора да одређеним законским изменама и пореским олакшицама стимулише раст и развој животног осигурања у Србији, поготово што су и за локалну самоуправу животно осигурања посебно интересантна јер она представљају дугорочне изворе погодне за улагање у муниципалне обвезнице. Пореским подстицајима за улагања у осигурање живота велики број грађана би био мотивисан да инвестира у ову врсту осигурања, што би знатно повећало износ средстава у портфељу осигуравајућих кућа која би између

осталог имала на располагању значајна средства за улагање у муниципалне обвезнице. Овако прикупљена средства би могла да се уложе у недостајуће капиталне инвестиције и инфраструктуру, што би дугорочно гледано сигурно довело до привлачења страних инвестиција, раста запослености и већег привредног раста.

Народна банка Србије врши надзор над сектором осигурања у Србији и у циљу заштите корисника услуге осигурања посебну пажњу посвећује контроли пословања, процени и начину управљања ризицима којима су изложена осигуравајућа друштва у свом пословању. У циљу заштите интереса осигураника и трећих оштећених лица није довољно само обезбедити адекватан ниво техничких резерви⁶⁷ осигуравајућих друштва, већ је неопходно обезбедити да та средства буду улагана тако да измирење преузетих обавеза у целини и у року буде могуће у садашњем и у будућем периоду. Из тих разлога улагања осигуравајућа друштва су у значајној мери дефинисана и прописана од стране Народне банке Србије Одлуком о ограничењима појединих облика депоновања и улагања техничких резерви и о највишим износима појединих депоновања и улагања гарантне резерве друштва за осигурања.⁶⁸ Инвестициони портфолио осигуравајућих друштва у великој мери зависи од врсте осигурања којим се бави. Код компанија која се баве искључиво животним осигурањем издаци су предвидиви и нема велике неизвесности тако да оне могу да улажу у дугорочне финансијске инструменте. Са друге стране, осигуравајуће компаније које се баве неживотним осигурањем, у свом портфолију држе краткорочне и високо ликвидне финансијске инструменте обзиром да знатно нижи степен предвидљивости исплате новчаних средстава. Анализирајући портфеља хартија од вредности компанија животног осигурања развијених земаља, можемо закључити да оне највећи део својих средстава улажу у обвезнице које карактеришу мањи приноси али и мањи ризик у односу на власничке инструменте. У циљу остваривања што веће ликвидности, максимизације сигурности пласмана и остварења одређених пореских олакшица ове компаније су нарочито заинтересоване за улагање у државне и муниципалне обвезнице. Друштва из области неживотног

⁶⁷ *Техничке резерве* су резервисани део средстава из којих друштво за осигурање измирује своје обавезе из осигурања који се утврђују на крају обрачунског периода. Ова средства обухватају преносне премије, резервисане штете, резерве за учешће у добити, математичку резерву и резерве за изравнање ризика. *Гарантна резерва* је законом успостављена категорија у циљу обезбеђења гаранције трајног извршавања преузетих обавеза по основу осигурања. Према Закону о осигурању, гарантну резерву чине основни капитал, резерве из добити и резерве утврђене актима друштва, нераспоређена добит из ранијих година (до 50%), део нераспоређене добити текуће године (до 50%, уколико не прелази просечну нето добит у послење 3 године и 25% гарантне резерве), ревалоризационе резерве.

⁶⁸ Народна банка Србије, www.nbs.rs/internet/cirilica/20/index_osg.html

осигурања, са друге стране, релативно већи део својих средстава држе у готовини, готовинским еквивалентима и краткорочним хартијама од вредности попут комерцијалних и трезорских записа. Ова друштва такође релативно више улажу у власничке инструменте (акције) у поређењу са компанијама животног осигурања.

Табела 36. Регулатива инвестирања осигуравајућих компанија у Србији

	ЖИВОТНА ОСИГУРАЊА	НЕЖИВОТНА ОСИГУРАЊА
Дужничке ХОВ покрајина и јединица локалне самоуправе којима се тргује на организованом тржишту	10% појединачно	10% појединачно
ХОВ којима се тргује на организованом тржишту	5% појединачно	5% појединачно
ХОВ којима се не тргује на организованом тржишту хартија од вредности, а чији су емитенти правна лица са седиштем у земљи	10% укупно 1% појединачно	10% укупно 1% појединачно
Депозити код банака са седиштем у земљи	35% укупно 10% појединачно	40% укупно 10% појединачно
Непокретности и друга стварна права на непокретностима у земљи	30% укупно 10% појединачно	20% укупно 10% појединачно
Унапред исплаћени износ осигуране суме до висине откупне вредности према уговору о осигурању живота	10% укупно	

Извор: Народна банка Србије, www.nbs.rs

Уколико посматрамо укупно сва друштва у Србији која се баве пословима осигурања, техничке резерве **неживотног осигурања** у 2010. години највећим делом су биле покривене државним хартијама од вредности са 29%, депозитима код банака са 29%, готовином са 12%, потраживањима за недоспеле премије са 10% и акцијама којима се тргује на организованом тржишту са 3%.

У структури покрића техничких резерви **животних осигурања** у Србији доминантно је улагање у државне хартије од вредности са 82% и депозите код банака са 12% учешћа.⁶⁹

Узимајући у обзир да су техничке резерве осигуравајућих компанија у Србији крајем трећег квартала 2012.године износиле 770 милиона еура, док су гарантне резерве износиле око 250 милиона еура, можемо закључити да је за тренутно низак ниво

⁶⁹ Народна банка Србије, Сектор осигурања у Србији- Извештај за 2011. годину, стр.14

развијености тржишта муниципалног дуга овај инвестициони потенцијал осигуравајућих компанија за сада довољан.

Табела 37. Потенцијал осигуравајућих компанија у Србији за улагање на тржишту муниципалних обвезница

Домаћа осигуравајућа друштва	Техничке резерве	Гарантне резерве
Процент улагања у дужничке хартије од вредности	10% неживотна, 10% животна	Без ограничења
Процент улагања у дужничке хартије од вредности једног издаваоца	10% за неживотна, 10% за животна	Без ограничења
Вредност резерви крајем 3Q 2012	цца 770 мил ЕУР	цца 250 мил. ЕУР
Максимална изложеност целокупног сектора осигурања према једној локалној самоуправи	цца 77 мил. ЕУР	цца 10 мил. ЕУР

Извор: Програм подршке општинама ИПА 2007

2.2 Приватни пензиони фондови

Приватни пензиони фондови су институционални инвеститори који обезбеђују улагачима сигурност и стабилност прихода након окончаног радног века. Улагања у ове фондове представљају одређени вид дугорочне штедне радно активног становништва, за старост. У пензионе фондове клијенти уплаћују пензионе доприносе и тако прикупљена средства се даље инвестирају у циљу увећавања вредности фонда. Износ који се акумулира у пензијском фонду се користи за касније исплате приватних пензија. У великом броју развијених земаља пензиони фондови спадају у ред највећих институционалних инвеститора на финансијским тржиштима јер располажу огромним капиталом који се инвестира у различите финансијске инструменте. Од укупне вредности активе институционалних инвеститора на европском тржишту, 30% се односи на пензијске фондове, а процењује се да пензиони фондови широм света располажу активом од око 20 билиона америчких долара, што их сврстава у ред највећих институционалних инвеститора и то испред осигуравајућих компанија и инвестиционих фондова.

У развијеном европским земљама систем државних пензија је у кризи, па се запослени све чешће одлучују за приватне пензијске фондове. Обавезно пензијско осигурање у Србији функционише тако што се пензијски доприноси садашњих запослених уплаћују у фонд ПИО и та средства се користе за исплату садашњих пензија (pay-as-you-go принцип). Глобални демографски тренд пада наталитета и продужења животног века присутан је и у нашој земљи. То за резултат има неповољан однос броја запослених као извора финансирања пензија и пензионера. Број запослених и пензионера у Србији је изједначен, што представља огроман проблем јер из доприноса које уплаћују запослени нема довољно новца за исплату пензија па се тај мањак надокнађује трансферима из буџета. По висини буџетских издвајања за ту намену спадамо у групу европских рекордера обзиром да се сваког месеца из државног буџета половина неопходног новца за пензије пребаци у ПИО фонд. Таква ситуација је неодржива обзиром да се знатно оптерећује државни буџет. У циљу спречавања урушавања пензионог система Србије, неопходне су корените промене које би између осталог укључиле и унапређење приватног пензионог осигурања. Добровољни пензијски фондови егзистирају на српском финансијском тржишту као вид дугорочне штедње који би требало да омогући допуну државној пензији.

Добровољни пензиони фондови представљају новину на финансијском тржишту Србије са скромним тржишним учешћем од 0.4% (табела 35). У циљу спровођења реформе пензионог система Србије, ступањем на снагу Закона о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима 2006. године, уведен је систем добровољних пензионих фондова са циљем да се превазиђе егзистенцијална криза државног пензијског фонда. Основни фактори који тренутно представљају додатни проблем у развоју овог сектора су ефекти светске финансијске кризе које се првенствено огледају у паду привредне активности што за последицу има смањење броја запослених, неповерење у финансијски систем државе Србије и низак степен едукације потенцијалних корисника приватних пензионих фондова. Историја лошег искуства са улагањима на финансијском тржишту Србије, попут старе девизне штедње, примери лоше спроведене приватизације и пропадање многих предузећа, као и чињеница да државни пензијски систем многим пензионерима тренутно не може да обезбеди одговарајуће пензије већ су неопходне дотације из буџета, код улагача изазива сумњу у сигурност улагања у приватне пензионе фондове. Имајући у виду да је Народна банка Србије супервизор овог сектора и да су фондовима законом дефинисане границе улагања, можемо рећи да су управо сигурност, поверење и транспарентност

основне одлике индустрије добровољних пензијских фондова. Законом о добровољним пензијским фондовима су дефинисане две одвојене институције: Друштво за управљање добровољним пензијским фондом, које има статус правног лица, и добровољни пензијски фонд, који је у власништву чланова фонда. Имовина фонда је одвојена од имовине друштва и не може бити предмет принудне наплате, залога или хипотеке, нити се може укључити у ликвидациону или стечајну масу друштва за управљање. Контрола рада Друштва за управљање добровољним пензијским фондовима од стране Народне банке Србије подразумева контролу инвестирања у складу са законским ограничењима и проспектом фонда, контролу висине приноса и нивоа ризика, као и давање сагласности на уговоре о пензијским плановима. Основни циљ Народне банке Србије у надзору друштва за управљање добровољним пензијским фондовима део је опште функције успостављања кредибилног финансијског система. Функција Народне банке Србије у овом сегменту финансијских услуга јесте обезбеђивање стабилности и тржишне дисциплине добровољних пензијских фондова кроз јавност рада, адекватност система управљања ризицима и одговорност за деловање друштва за управљање добровољним пензијским фондовима, као и кроз поверење у рад супервизије.⁷⁰ Основне предности добровољних пензијских фондова као врсте дугорочне штедње:

- Користе се искључиво за пензијску штедњу;
- Постојање пореских олакшица у циљу стимулације овог вида улагања;
- Потпуно су регулисани и под строгим су супервизијом Народне банке Србије;
- Диверсификација при улагању би требало да ризик сведе на минимум;
- Професионално управљање средствима фонда.

И поред бројних предности, удео корисника услуга пензијских фондова је мали и у укупном становништву Србије износи око 2,4 одсто, односно чини 10 одсто запосленог становништва. Држава је омогућила одређене пореске олакшице за оне који улажу у добровољне пензионе фондове. Уплата пензијског доприноса у добровољне пензијске фондове из средстава послодавца ослобађа се плаћања пореза на доходак грађана и доприноса за обавезно социјално осигурање до износа од 5.214 динара по запосленом месечно. Уплате у истом износу које послодавац врши путем

⁷⁰ Народна банка Србије, <http://www.nbs.rs/internet/latinica/62/index.html>

административне забране, обуставом и плаћањем из зараде запосленог такође су ослобођене плаћања пореза на доходак од 12 одсто. За даљи развој система добровољног пензијског осигурања неопходано је створити већи ниво животног стандарда, едуковати становништво о значају ове врсте улагања, развијати финансијско тржиште путем увођења нових финансијских инструмената и повећати пореске олакшице за улагања у пензионе фондове. Неопходно је и да држава, као највећи послодавац у земљи, пружи подстицај развоју овог сектора тако што ће уплаћивати приватне пензије запосленима у јавним предузећима.

Нето имовина приватних пензионих фондова у последњих шест година, колико и постоји сектор приватног пензионог осигурања у Србији, из године у годину је константно расла (просечан годишњи раст од 30%), тако да је крајем 2012. године достигла ниво од скоро 15 млрд. динара.

Табела 38. Нето имовина у сектору добровољних пензионих фондова (у млрд. рсд)

Година	2007	2008	2009	2010	2011	2012*
Износ нето имовине	3,05	4,64	7,19	9,86	12,45	14,95

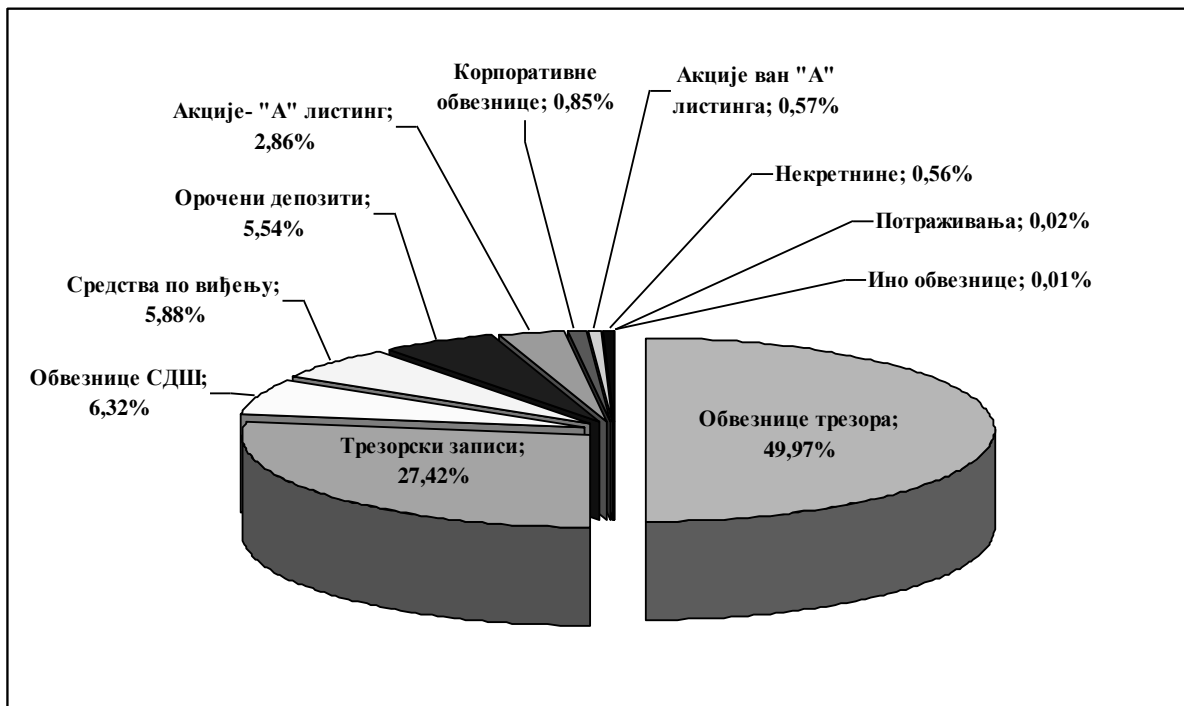
*закључно са септембром 2012

Извор: Народна банка Србије

На тржишту добровољних пензионих фондова тренутно послује шест друштва за управљање који управљају имовином девет пензионих фондова. Закључно са трећим кварталом 2012. године укупан број клијената пензионих фондова износи 176.686, при чему се проценат активних корисника у месецу креће од 30 до 35%. Просечан износ акумулираних средстава на рачунима чланова који су до сада бар једанпут уплатили допринос износи око 100.000 динара.

Досадашња скромна историја пословања приватних пензионих фондова у Србији показала је да је њихова инвестициона политика врло конзервативна обзиром да је финансијско тржиште у коме послују недовољно развијено. Код улагања се првенствено води рачуна о сигурности имовине фонда, а потом о профитабилности улагања у складу са начелима сигурности, ликвидности и расподеле ризика. То значи да ови фондови углавном улажу у дугорочне и сигурне хартије са минималним ризиком. Највећи удео у укупној имовини фондова имају државне дужничке хартије од вредности са учешћем од 83,7%, од чега обвезнице трезора чине 50% укупне имовине,

трезорски записи 27,45%, а обвезнице старе девизне штедње 6,3%. Затим следе средства по виђењу са 5,9% учешћа, орочени депозити са 5,5%, акције са 3,4% учешћа, док је у непокретности уложено 0,56% имовине фондова. Обзиром да је учешће дужничких финансијских инструмената доминантно у портфолијама ових фондова, највећи део имовине (преко 90%) је изложен ризику промене висине каматне стопе.



Слика 6. Структура укупне имовине добровољних пензионих фондова

Извор: Народна банка Србије, септембар 2012.

Пензиони фондови због своје специфичности и наглашене друштвене одговорности имају прилично конзервативан приступ улагању и под строгом су регулативном Народне банке Србије која контролише да ли се имовина фонда улаже у складу са ограничењима прописаним Законом, подзаконским актима и проспектом фонда. На основу Закона о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима (Сл.гласник РС, бр. 85/2005 и 31/2011) и Одлуке НБС о ближим условима и максималним висинама улагања, дефинисани су услови и ограничења улагања имовине добровољних пензионих фондова. У складу са актуелним законским инвестиционим ограничењима, добровољни пензијски фондови могу имовину фонда инвестирати у државне хартије од вредности и хартије од вредности НБС – без ограничења, дужничке хартије од вредности општина – максимално до 50% укупне имовине (до 10% једног издаваоца), дужничке хартије од вредности компанија (корпоративне обвезнице) -

максимално до 50% укупне имовине (до 10% једног издаваоца), акције домаћих и страних издавалаца - максимално до 40% укупне имовине (до 15% једног издаваоца), банкарске депозите - максимално до 35% укупне имовине (до 5% у једну банку), у некретнине у Србији максимално до 5% укупне имовине. Законом је дефинисано да укупно улагање имовине фонда у иностранству по свим основама не може прећи 10% имовине фонда.

Као и у случају осигуравајућих друштава, муниципалне обвезнице морају да испуњавају одређени број услова да би могле да буду предмет инвестирања приватних пензионих фондова. Муниципалне обвезнице које издају аутономне покрајине и јединице локалне самоуправе које немају гаранције Републике Србије⁷¹ морају испуњавати следеће услове:

- номинална вредност емисије муниципалних обвезница мора бити најмање 500.000.000 динара;
- да се тим хартијама тргује на организованом тржишту (берзи) односно да се при примарној емисији емитент обавезује да ће поднети захтев за укључење на организовано тржиште;
- да је емитент (аутономна покрајина или јединица локалне самоуправе) отворио посебан рачун са искључивом наменом за отплату дуга по основу тих хартија на коме се у сваком тренутку налази потребан износ за регулисање обавеза по основу ових хартија за период од наредних годину дана;
- да је кредитни рејтинг тих обвезница утврђен од стране рејтинг агенција S&P, Fitch-IBCA или Moody's S&P, најмање на нивоу кредитног рејтинга Републике Србије.

Законом је такође предвиђено да уколико јединице локалне самоуправе не испуњавају горе поменути други и четврти услов, што је за наше тржиште уобичајна појава јер су тренутно свега три града добила кредитни рејтинг и тренуто ниједна муниципална обвезница није листирана на организованом тржишту тј. Београдској берзи, у том случају максимална изложеност добровољног пензионог фонда према једном издаваоцу муниципалних обвезница износи 5% имовине фонда.

⁷¹ Законом је дефинисано да пензиони фондови немају ограничења за улагања у дужничке хартије од вредности било које врсте уколико за њих постоји гаранција Републике Србије.

Имајући у виду законом дефинисана ограничења улагања приватних пензионих фондова у Србији, као и чињеницу да је имовина под њиховом управом крајем трећег квартала износила око 125 милиона еура, можемо констатовати да је инвестициони потенцијал за учешће овог сектора у емисији муниципалних обвезница скроман (табела 39.).

Табела 39. Потенцијал домаћих приватних пензионих фондова

Домаћи пензиони фондови	Имовина под управом
Процент улагања у дужничке хартије од вредности	до 50% имовине фонда
Процент улагања у дужничке хартије од вредности једног издаваоца (уколико је хартија листирана на берзи и уколико емитент поседује кредитни рејтинг на нивоу рејтинга земље)	до 10% имовине фонда
Процент улагања у дужничке хартије од вредности једног издаваоца (уколико је хартија није листирана на берзи и емитент не поседује адекватан кредитни рејтинг)	до 5% имовине фонда
Вредност имовине под управом (3Q 2012. године)	125 мил еура
Максимално могућа изложеност целокупног сектора приватних пензионих фондова према једном издаваоцу	од 6,25 - 12,5 мил. Еура

Извор: Народна банка Србије

Тренутна ситуација у нашој земљи је таква да због неразвијености финансијског тржишта и непостојања лепезе финансијских инструмената погодних за инвестирање, штедња прикупљена кроз пензионе фондове се не улаже у привреду, већ првенствено у државне хартије од вредности. Тако прикупљена средства се углавном користе за покривање буџетског дефицита што се негативно одражава на повећање јавног дуга. Развој тржишта муниципалног дуга би значајно допринео да се фондовској индустрији понуде нови, релативно сигурни финансијски инструменти за улагање, а на овај начин прикупљена средства би се првенствено улагала у развој локалне инфраструктуре што би имало вишеструке ефекте на привредни развој земље.

2.3 Инвестициони фондови

Инвестициони фондови су финансијске институције које прикупљају слободна средства мањих индивидуалних инвеститора и та средства пласирају на финансијско тржиште у различите облике имовине са циљем остварења прихода и смањења ризика улагања. Овако прикупљена и удружена имовина инвеститора препуштана је стручном

управљању менаџера инвестиционог фонда. Целокупна имовина је власништво инвеститора фонда и подељена је на једнаке делове који се називају инвестиционе јединице. Менаџери који управљају имовином инвестиционог фонда се брину за сигурност улога, јер управљају средствима фонда у складу са унапред дефинисаном инвестиционом политиком фонда и у складу са важећим законима који дефинишу ову област. Њихово пословање надгледа Комисија за хартије од вредности, независни ревизори и кастоди банка. Инвеститор има могућност увида у структуру имовине фонда, као и могућност да свакодневно прати шта се са његовим улогом догађа на основу кретања вредности инвестиционе јединице. За разлику од осигуравајућих компанија и пензионих фондова, које су уговорне финансијске институције које главне изворе средстава обезбеђују на бази потписаних уговора са корисницима својих услуга, инвестиционе компаније долазе до средстава емисијом својих хартија од вредности (удела, акција или инвестиционих јединица). Сваки инвеститор може своја слободна средства самостално да инвестира у свој портфолио хартија од вредности, али ова активност захтева знатна финансијска средства како би се портфолио диверсификовао, као и доста знања и времена.

Постоје два основна критеријума по основу којих вршимо поделу инвестиционих фондова:

- 1) по основу начина функционисања и
- 2) према циљевима инвестирања.

По основу начина прикупљања средстава, организовања и функционисања делимо их на отворене, затворене и приватне инвестиционе фондове. Отворени инвестициони фондови су по основу свог тржишног учешће најзаступљенија врста инвестиционих фондова. Они послују по принципу прикупљања новчаних средстава путем емитовања инвестиционих јединица. Карактерише их то што им се број власника и вредност капитала константно мења, односно, у сваком моменту је могуће од фонда купити или продати инвестициону јединицу. Ови фондови нису листирани на берзи већ се стицање и отуђење инвестиционих јединица обавља у директним трансакцијама са фондом. Затворени инвестициони фондови до финансијских средстава долазе примарном емисијом акција путем јавне понуде, тако да је број њихових акција као и величина портфеља (капитала) ограничен. Они послују као и сва друга акционарска

друштва јер емитују фиксни број акција и не откупљују своје акције од инвеститора. Куповина и продаја њихових акција је могућа само на секундарном, берзанском или ванберзанском тржишту уколико има понуде и тражње за њима. Затворени фонд нема обавезу као отворени инвестициони фонд да врши откуп својих акција. Приватни инвестициони фонд је углавном намењен великим професионалним инвеститорима и капитал се прикупља од унапред одређених инвеститора без јавног позива. За разлику од претходне две групе, приватни инвестициони фондови немају обавезу да ангажују портфолио менаџере за потребе управљања средствима и нису под строгим контролом Комисије за хартије од вредности.

Отворени инвестициони фондови, на основу величине aktive којом располажу, доминирају свуда у свету и то првенствено због значајних предности које нуде потенцијалним инвеститорима :

- Професионално управљање фондом - Друштва за управљање су обавезна да испуне одређене кадровске и техничке услове како би добили дозволу за управљање инвестиционим фондовима. Портфолио менаџери су лиценциране особе који врше истраживање и анализу финансијског тржишта као и одабир и праћење хартија од вредности у које фонд улаже средства.

- *Диверзификација* - Инвеститори који улажу мала средства на финансијско тржиште, ефикасније постижу диверзификацију инвестирањем у инвестиционе фондове.

- *Транспарентност* - Инвеститор има могућност увида у структуру имовине фонда и вредност имовине је позната у сваком тренутку јер се вредности инвестиционих јединица објављују у дневним новинама и на интернет адресама друштава за управљање инвестиционим фондовима.

- *Једноставан принцип улагања* - Инвеститори који располажу малим сумама могу да инвестирају у фонд обзиром да не постоје прописани минимални износи улагања и уложени износ може да се повећава или смањује у сваком моменту.

- *Ликвидност* - Инвеститори могу у било ком моменту да уновче своје инвестиције тако што ће продати своје инвестиционе јединице фонду на основу дневне нето вредности инвестиционе јединице.

Према циљевима и стратегији инвестирања, фондови се првенстве разликују по основу врсте и начина у које финансијског инструменте улажу. Тако између осталог разликујемо фондове који улажу искључиво у акције, фондове који улажу у обвезнице, деривате, индексне фондове, фондови који улажу искључиво у финансијске

инструменте одређене индустријске гране или финансијске инструменте одређеног региона сл.

По основу Закона о инвестиционим фондовима Србије (Сл.гласник РС 46/2006, 51/2009,и 31/2011) у складу са одабраним инвестиционим циљем фондови се могу поделити на фонд очувања вредности имовине, фонд прихода, балансирани фонд, и фонд раста вредности имовине.

- Фондови очувања вредности имовине спадају у најмање ризичне фондове обзиром да средства искључиво улажу у високо квалитетне краткорочне дужничке хартије од вредности и новчане депозите. Из тих разлога ови фондови остварују и најниже стопе приноса у односу на остале врсте инвестиционих фондова. Приноси оваквих фондова су обично нешто већи од инфлације и камата на орочене депозите које инвеститори могу добити код комерцијалних банака.
- Фондове прихода карактерише обавеза да најмање 75% њихове имовине буде уложено у дужничке хартије од вредности, с тим да код њих не постоји ограничење у погледу квалитета хартија од вредности у које улажу као код фондова очувања вредности имовине. Пословање и резултати овакве врста фондова највише зависи од кретања каматних стопа на финансијском тржишту.
- Балансирани фонд улаже најмање 85% имовине у власничке и дужничке хартије, с тим што у дужничке хартије од вредности улаже најмање 35% а највише 65% укупне имовине фонда. Овај фондови су намењени инвеститорима који су склони умереном ризику уз остваривање умерених прихода.
- Фондове раста вредности имовине (акцијски фондови) карактерише улагање најмање 75% вредности имовине у власничке хартије од вредности са циљем остваривања високих стопа приноса. Они спадају у групу најризичнијих фондова обзиром да не постоје законска ограничења у погледу квалитета акција у које средства инвестирају. Већина инвестиционих фондова у Србији спадају у ову групу инвестиционих фондова

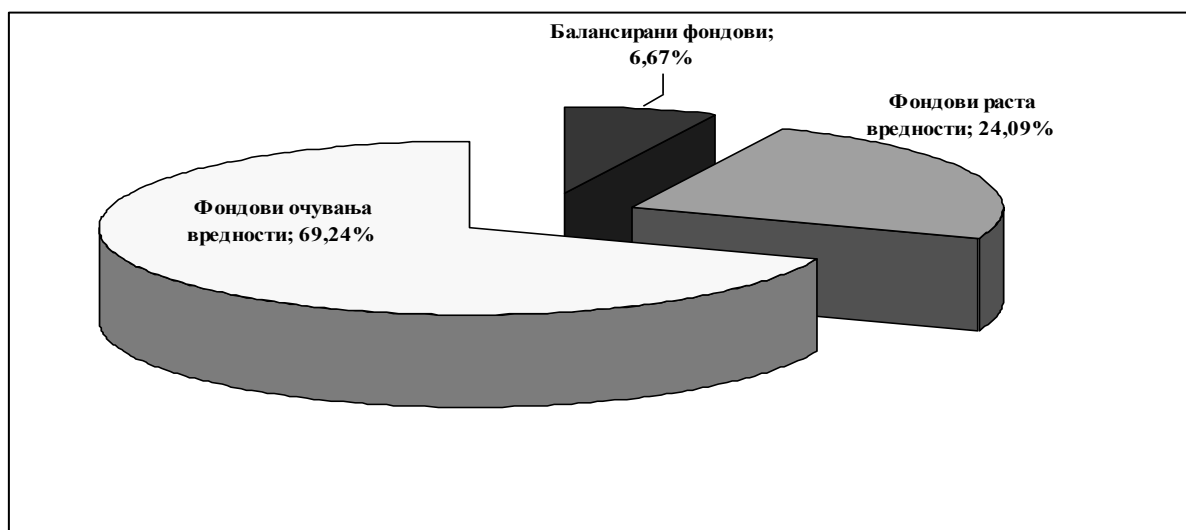
Табела 40. Вредност имовине инвестиционих фондова у Републици Србији

Назив фонда	Валута	Вредност имовине РСД	Вредност имовине ЕУР
Балансирани фондови			
Илирика Плус	РСД	115.149.696,97	1.028.122,29
Триумф Баланс	РСД	12.041.847,82	107.516,50
ЕРСТЕ Еуро Балансирани 35	ЕУР	46.237.337,70	412.833,37
Фондови раста вредности			
ФИМА ПроАктиве	РСД	140.504.622,76	1.254.505,56
Илирика ГЛОБАЛ	РСД	14.055.495,81	125.495,50
Делта Динамик	РСД	19.790.862,89	176.704,13
Триумф	РСД	43.778.985,67	390.883,80
Комбанк Инвест	РСД	59.137.886,25	528.016,84
Рајфајсен WORЛД	ЕУР	336.976.506,46	3.008.718,81
Илирика ГОЛД	ЕУР	12.494.994,24	111.562,45
Фондови очувања вредности			
Илирика КЕШ	РСД	9.539.703,83	85.175,93
Илирика ЕУРО	РСД	217.409,57	1.941,16
Ерсте КЕШ	РСД	293.067.823,08	2.616.676,99
Рајфајсен КЕШ	РСД	1.248.956.736,27	11.151.399,43
Ерсте Еуро Кеш	ЕУР	881.618,94	7.871,60
Рајфајсен ЕУРО КЕШ	ЕУР	248.681.891,27	2.220.374,03
Укупно		2.601.513.419,53	23.227.798,39

Извор: Инвестициони фондови РС, <http://www.investicioni-fondovi.com/>

Законски услови за појаву првих инвестиционих фондова у Србији створили су се крајем 2006. године, тако да су се први инвестициони фондови у Србији појавили 2007. године са деценијским закашњењем у односу на земље у окружењу. Због значајног раста домаћег тржишта акција у том периоду, врло брзо је основано више акцијских фондова који су бележили значајне стопе раста. Светска финансијска криза која је током 2008. године захватила и наше тржиште, оставила је дугорочне негативне последице на развој српског финансијског тржишта. Између осталог, довела је и до велике кризе у фондовској индустрији и такорећи прекинула развој овог сектора на самом почетку. Негативно искуство индивидуалних инвеститора са улагањем у инвестиционе фондове у Србији доводи до тога да данас укупна имовина инвестиционих фондова у Србији износи свега 23 милиона еура. Значајан пад активности на тржишту капитала довео је до појаве конзервативнијих инвестиционих фондова код којих улагање на тржишту новца основна инвестициона стратегија. Данас, од укупно 16 инвестиционих фондова регистрованих у Србији, 3 су балансирана

инвестициона фонда, 6 су фонда очувања вредности имовина, а осталих 7 су акцијски фондови.



Слика 7. Тржишно учешће инвестиционих фондова у Србији у 2013. години

Извор: Инвестициони фондови РС, <http://www.investicioni-fondovi.com/>

Скромно финансијско тржиште Србије карактерише доминација новчаних инвестиционих фондова са скоро 70% тржишног учешћа у фондовској индустрији (Слика 7). Имајући у виду да је инвестициона стратегија ових фондова првенствено улагање у високо квалитетне краткорочне дужничке хартије од вредности и новчане депозите и на основу чињеница да је економска криза утицала на значајан одлив имовине из индустрије инвестиционих фондова, можемо рећи да тренутна очекивања у вези са учешћем ове врсте институционалних инвеститора у емисији муниципалних обвезница нису велика.

Табела 41. Потенцијал домаћих инвестиционих фондова

Врста отвореног инвестиционог фонда	Процент имовине фонда који се може улагати у муниципалне обвезнице	Имовина под управом свих фондова наведене врсте - фебруар 2013 (ЕУР)	Максимални инвестициони потенцијал (ЕУР)	Мах. инвестициони потенцијал према једном издаваоцу 10% (ЕУР)
Балансирани фондови	65%	1.548.472	1.006.507	100.651
Фондови раста вредности	25%	5.595.887	1.398.972	139.897
Фондови очувања вредности	25%	16.083.439	4.020.860	402.086
Укупно		23.227.798	6.426.338	642.634

Извор: Инвестициони фондови РС, <http://www.investicioni-fondovi.com/>

Уколико посматрамо период од појаве првих инвестиционих фондова 2007. до 2011. године, можемо констатовати да је остварена негативна просечна стопа приноса по инвестиционој јединици свих отворених инвестиционих фондова у Србији у износу од скоро 55%, при чему треба имати у виду при утврђивању овог просека да сви фондови нису почели са радом у истом периоду. Један од битних фактора за овако лоше резултате фондовске индустрије у Србији је тај да су се код нас инвестициони фондови појавили непосредно пред пад укупне економије земље и пред удар светске финансијске кризе. Први инвестициони фондови су почели да раде у тренуцима када су хартије од вредности на финансијском тржишту Србије већ достигле своје максималне вредности тако да нису имали могућности да по повољним ценама инвестирају на тржишту капитала. Други битан разлог за постигнуте лоше резултате свакако представља тадашња законска регулатива која није дозвољавала улагања ван земље тако да су фондови били онемогућени да се бољом диверзификацијом заштите од тржишног ризика. Обзиром да је вредност инвестиционих јединица искључиво зависила од кретања цена домаћих акција, пад индекса Београдске берзе утицала је на значајан пад вредности инвестиционих јединица фондова.

Да би инвестициони фондови имали значајну улогу на финансијском тржишту Србије, као што је то случај у развијенијим земљама, неопходно је повратити поверење инвеститора које је пољуљано током финансијске кризе. Инвестициони фондови морају улагачима да обезбеде веће приносе у дужем периоду и на тај начин показати да су бољи од других видова инвестирања у Србији. Са растом поверења код улагача, доћи ће постепено и до раста вредности имовине која ће бити под управом инвестиционих фондова, тако да ће се временом створити услови и да ови институционални инвеститори буду значајни учесници и на тржишту муниципалног дуга Србије.

3. Емисија муниципалних обвезница у Републици Србији

Прву муниципалну обвезницу на финансијском тржишту Србије издао је Град Нови Сад 2011. године. Као прва локална самоуправа која се одлучила за реализацију овакавог вида задуживања, локална власт Новог Сада се сусрела са многобројним изазовима. Првенствено, тада важећи регулаторни оквир који је дефинисао ову област, садржао је низ ограничавајућих фактора и захтевао је одређене измене како би овај облик задуживања локалних самоуправа заживео и добио на популарности како код инвеститора, тако и код емитената. При овој првој емисији учињено је пар уступка од стране регулатора финансијског тржишта како би емисија муниципалних обвезница била могућа. Министарство финансија је дало позитивно мишљење којим је прихватило Међународну финансијску корпорацију (ИФЦ) као инвеститора који може улагати у муниципалне обвезнице, док је Народна банка Србије усвојила нову Одлуку о условима и начину улагања имовине пензионих фондова којом је омогућено да пензиони фондови узму учешћа у куповини муниципалних обвезница. Комисија за хартије од вредности је такође изменила неколико својих подзаконских аката. Првенствено је била важна измена Правилника о садржини и форми проспекта и других докумената који се достављају Комисији ради издавања хартија од вредности обзиром да није била могућа емисија муниципалних обвезница путем јавне понуде. Нови Сад је издао прву обвезницу и у многоме олакшао осталим локалним самоуправама да се одваже и упусте у поступак издавања муниципалних обвезница. Проблеми на које су наилазиле локалне власти Новог Сада у поступку припреме и издавања нових хартија на финансијском тржишту Србије, подстакли су и регулаторне власти да разним изменама и допунама важећих закона који су регулисали ову област отклоне постојеће баријере које су спутавале развој тржишта муниципалног дуга. У моменту када је Нови Сад отпочео са пројектом издавања прве муниципалне обвезнице домаћа легислатива је била таква да јавна понуда обвезница није била могућа, потенцијални инвеститори су могли бити само професионални инвеститори који купљене обвезнице нису могли да отуђе у року од годину дана, трговање овим хартијама није било могуће на берзи и није постојало позитивно тумачење о могућности улагања пензионих фондова у ове хартије од вредности.

У складу са са Законом о јавним набавкама и Правилником о обавезним елементима конкурсне документације у поступцима јавне набавке, Нови Сад је у

конкуренцији шест банака и једног брокерско дилерског друштва, одабрао Уникредит банку за покровитеља емисије у укупном износу од 35 милиона евра.

Табела 42. Понуде за покровитеља I емисије муниципалних обвезница у Србији

Назив покровитеља	Износ емисије (мил. Еур)	Понуђена ефективна каматна стопа
1. Конзорцијум банака: <i>Banca Intesa</i> , <i>Societe Generale bank</i> , <i>Комерцијална банка и Нуро Alpe Adria banka</i>	35	6,44%
2. Уникредит банка	35	6,25%
3. Конзорцијум: <i>Citadel securities & Renesans capital ltd.</i>	35	7,79%
4. Конзорцијум банака: Ерсте банка ад Београд и Ерсте Груп Банк АГ Беч	35	6,87%

Извор: Смернице за издавање муниципалних обвезница, МСП-ИПА 2007, www.msp-ipa2007.org

Основни циљеви овог првог пројекта емисије муниципалних обвезница су популаризација новог вида задуживања локалних самоуправа, смањење трошкова задуживања локалних самоуправа и укључивање небанкарских финансијских институција у њихово финансирање.

3.1 Поступак издавања обвезница

Искуства Новог Сада, Ужица и Панчева у издавању муниципалних обвезница, нам говоре да је то доста комплексан поступак који захтева одређене кадровске, техничке и финансијске ресурсе, као и временски период од најмање три до четири месеца за реализацију. У циљу добијања најповољнијих услова за финансирање својих пројеката, град Нови Сад је први увео у праксу, а касније су то примењивале и друге локалне самоуправе, паралелно испитивање обе могућности задуживања - путем класичног кредита и издавањем обвезница. Примењујући принцип истовременог спровођење поступка задуживања путем емисије обвезница и добијања банкарских кредита за потребе финансирање капиталних инвестиција у вредности од милион еура током 2012. године, локалне власти у Ужицу су успеле да добију најбољу понуду коју је једна банка икада дала некој локалној самоуправи у Србији, тако да се Град Ужице и

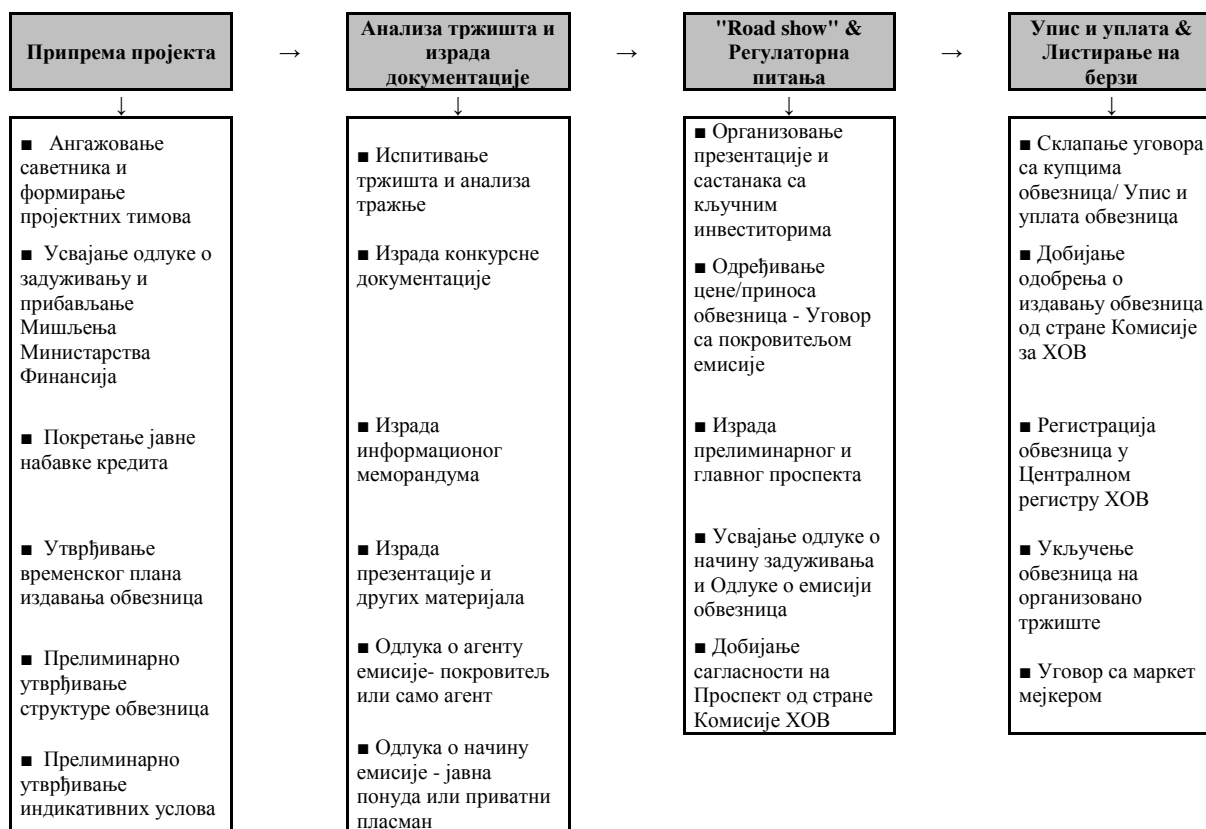
поред испуњења свих предуслова за емисију муниципалних обвезница одлучио за задужење путем банкарског кредита.

Без обзира који ће се извор финансирања користити (кредит или обвезница) први корак локалне самоуправе је да обезбеди мишљење Министарства финансија о задуживању. Министарство доставља мишљење у року од 15 дана и након тога надлежни орган доноси одлуку о задуживању. Обзиром да запослени у локалној самоуправи углавном немају довољно искуства са емисијом обвезница, локална самоуправа након доношења одлуке о задуживању ангажује финансијског саветника, искусног водича кроз комплексан и обиман процес емисије. Сложеност овог процеса доказује и чињеница да није ретка појава да локалне власти понекад ангажују и више финансијских саветника. У услуге финансијског саветника у поступку емисије муниципалних обвезница спадају:

- 1) Процена тренутног нивоа задужености емитента;
- 2) Припрема захтева за достављање понуда потенцијалних покровитеља емисије
- 3) Процена понуда покровитеља
- 4) Саветовање емитента при преговорима са осигуравајућим компанијама (уколико се ради о осигураној обвезници)
- 5) Спровођење информационих разговора са потенцијалним инвеститорима
- 6) Израда званичног меморандума о понуди обвезница
- 7) Ревизија свих кључних докумената
- 8) Независна анализа финансијских могућности емитента
- 9) Израда процене по питању цене обвезнице ...⁷²

⁷² Наић Д., 2011, „Како до муниципалних обвезница“, Локална самоуправа – Издање сталне конференције градова и општина број 51:стр. 6

Табела 43. Ток пројекта издавања муниципалних облигација



Извор: Смернице за издавање муниципалних облигација, МСП-ИПА 2007, www.msp-ipa2007.org

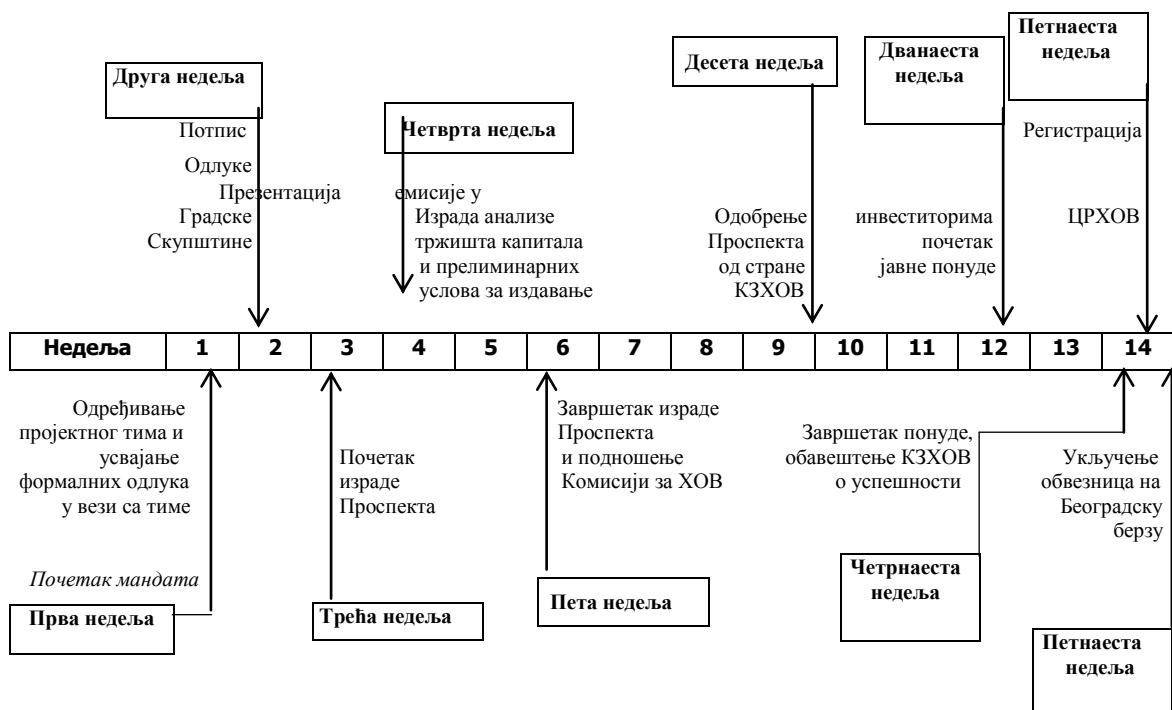
Након добијања мишљења министарства и припреме пројекта издавања муниципалних облигација, анализа тржишта, потенцијалних инвеститора и покровитеља је следећа фаза у поступку емисије облигација. Уколико се оцени да неће бити довољан број заинтересованих инвеститора локалним властима онда остаје на располагању задуживање путем банкарског кредита. За емитента облигација је најбоље решења ангажовање покровитеља емисије који ће гарантовати откуп непродатог дела емисије по унапред одређеној цени. Алтернативно, може бити изабран само агент емисије који ће спровести читав процес емисије без обавезе откупа према издаваоцу. Агент емисије је адекватно решење само када анализа тржишта и потенцијалне тражње за облигацијама потврђује да ће постојати велика заинтересованост инвеститора. У том случају, трошкови агента ће бити мањи од трошкова покровитеља, али и даље остаје ризик да један део облигација неће бити продат. У овој фази је неопходно почети са припремом документације за јавну набавку кредита, за прибављање понуда за услуге покровитеља емисије, као и других докумената и промотивних материјала који су неопходани у процесу издавања муниципалних облигација.

Следећи корак је израда информационог меморандума. То је стандардни документ којим се емитент обвезнице представља потенцијалним инвеститорима. Он треба што сажетије да представи финансијски положај и пословање конкретног града или општине, податке о обавезама, имовини, добитку или губитку у пословању. Сврха овог документа је да створи што реалнију слику о емитенту на основу које инвеститори донесе своје одлуке о инвестирању или одустајању од улагања у конкретну обвезницу. У овој фази се спроводе информациони разговори са потенцијалним инвеститорима и представљају се планиране активности локалне самоуправе. Доношење коначне одлуке о начину задуживања (путем обвезница или класичним кредитом), одлуке о издавању обвезница, дефинисање финалне структуре обвезница и утврђивање цене задуживања су кључни догађај у овој фази поступка емисије.

Након одобрења проспекта од стране Комисије за хартије од вредности следи фаза уписа и уплате обвезница која између осталог подразумева склапање уговора са инвеститорима, регистравање обвезница у Централном регистру хартија од вредности и укључење хартија на организовано тржиште.

Прелиминарне радње:

- избор саветника
- прибављање сагласности од Министарства



Напомена: Наведени временски план издавања може бити и краћи уколико КЗХОВ одобри Проспект у краћем року од прописаног рока од 60 дана

Слика 8. Временски план издавања обвезница

Извор: Смернице за издавање муниципалних обвезница, МСП-ИПА 2007, , www.msp-ipa2007.org

Поступак издавања муниципалних обвезница Града Новог Сада се мало разликовао и трајао је нешто дуже од приказаног временског плана издавања обвезница на слици 8, имајући у виду да се радило о издавању прве муниципалне обвезнице и да су постојале значајне законске баријере које су успориле овај процес:

- Град Нови Сад је добио позитивно мишљење Министарства Финансија по питању задуживања путем издавања обвезница у јануару 2011. године.
- Организовање презентација и упознавања кључних инвеститора о пословању локалне самоуправе и пројекту које ће се финансирати обављен је током фебруара 2011.
- Структурирање обвезнице завршено је у марту.
- Понуде банака за финансирање локалне самоуправе путем банкарског кредита пристигле су крајем априла.
- Захтев за достављање понуда покровитеља емисије упућен је средином априла од стране емитента обвезница.
- Пристигле понуде покровитеља емисије отворене су 16. маја и одабрана је Уникредит банка за покровитеља емисије.
- Град доноси одлуку о условима за емисију муниципалних обвезница 30. маја 2011.
- Уникредит банка и Град Нови Сад у јулу 2011. године су потписали уговор о издавању муниципалних обвезница у укупној вредности 35 милиона евра, на рок од 12 година, са годишњом каматом од 6,25 одсто.
- Комисија за хартије од вредности одобрила је 7. октобра граду Новом Саду примарну емисију муниципалних обвезница.
- Град Нови Сад 13. октобра 2011. емитује прву траншу муниципалних обвезница у износу од 15 милиона еура чији је купац Уникредит банка.
- Друга транша чији је купац такође Уникредит банка се емитује 4. априла 2012. године у износу од 14 милиона еура.
- Емисија треће транше у износу од 6 милиона еура очекује се у току 2013. године и биће првенствено намењена грађанима Србије, физичким лицима, привредним друштвима, али и банкама, осигуравајућим кућама и фондовима.

3.2 Ризици којима су изложене локалне самоуправе у поступку емисије муниципалне обвезнице

Задуживање локалних самоуправа емисијом муниципалних обвезница је новина за локалне власти у Србији, тако да се због још неразвијене праксе оне тренутно сусрећу са одређеном групом потенцијалних ризика у поступку емисије који могу да угрозе успешност читавог процеса. Разликујемо тржишне, оперативне и регулаторне ризике као могуће ризике у поступку издавања муниципалних обвезница.

Тржишни ризици

Под тржишним ризиком подразумева се немогућност локалне самоуправе да прикупи планирана средства путем емисије обвезница због тренутне незаинтересованости инвеститора за њихову куповину, односно тренутне неликвидности на финансијском тржишту. Из тих разлога неопходно је пратити дешавања и трендове како на домаћем тако и на иностраном тржишту, како би се одабрао прави моменат за емисију обвезница. Последице светске економске кризе, које се и даље осећају на овим просторима, огледају се првенствено и значајном недостатку слободних финансијских средстава на тржишту, обзиром да су са појавом кризе значајна инострана средства повучена са ових простора. Домаће банке и небанкарске финансијске институције су такође значајно смањиле ниво своје активности, повукле су значајна финансијска средства из привреде и окренула се сигурнијим пласманима са мањим приносима. Обзиром да иста група инвеститора (банке, осигуравајуће компаније и фондови) купују и државне хартије од вредности и муниципалне обвезнице, због постојања ограниченог кредитног потенцијала тих инвеститора постоји и ризик немогућности прикупљања планираних средстава од стране локалне самоуправе. Из тих разлога неопходно је водити рачуна када држава емитује своје хартије од вредности и када оне доспевају и на основу тога планирати моменат издавања муниципалних обвезница. У циљу прикупљања потребних средстава, односно успешне реализације емисије муниципалних обвезница, пожељно је да локалне власти избегну временско поклапање своје емисије са емисијом државних хартија од вредности, обзиром да инвеститори у том случају преферирају улагање у државне хартије од вредности као вид безризичног улагања.

Овај тренутни проблем са којим се сусрећу локалне самоуправе се може једино превазићи растом конкуренције на страни тражње за овом врстом хартија од вредности.

Из тих разлога неопходно је створити услове за значајно укључивање великих иностраних инвеститора на тржишту муниципалних обвезница, који ће својом тражњом повољно утицати и на цену задуживања локалних самоуправа. Једна од основних препрека за веће учешће иностраних инвеститора представљају тренутни обими емисија муниципалних обвезница. Наиме, велики фондови из иностранства имају дефинисане минималне лимите трансакција (код већих фондова ти лимити износе од 5-10 мил. еура) испод којих не смеју да улажу, будући да то ствара знатне трансакционе трошкове. Истовремено, они имају и дефинисане лимите у погледу максималног учешће у укупним емисијама одређених хартија од вредности (обично 10-20%). На основу ових ограничења можемо закључити да би будуће емисије локалних власти морале бити у распону од 50-100 мил еура како би постојали услови да и велики инострани фондови узму учешће у емисијама. На жалост, мали је број локалних самоуправа у Србији које располажу оваквим капацитетима задуживања.

Оперативни ризици

Имајући у виду да су се до сада тек три локалне самоуправе у Србији одважиле да покрену поступак издавања муниципалних обвезница, можемо доћи до закључка да су недовољна пракса и непознавање процедуре издавања обвезница кључни разлози зашто се челници многих локалних самоуправа и даље одлучују за финансирање путем кредита, иако се путем издавања обвезница могу добити бољи услови задуживања. С обзиром да је поступак издавања муниципалних обвезница један комплексан процес који захтева поштовање одређених процедура и законских норми, често је поред располагања адекватно обучених кадрова неопходан и ангажман финансијског саветника од стране локалне самоуправе, како би поступак издавања обвезница био успешно спроведен. Пре саме емисије неопходно је спровести низ активности попут независне анализа финансијске могућности емитента, израде и ревизије свих неопходних докумената за емисију, комуникација и координација са више регулаторних институција (НБС, Министарство финансија, Комисија за хартије од вредности), као и утврђивање јасне структуре обвезнице (износ купона, доспеће, валута, гаранција, постојање специфичних клаузула-опција...) у складу са важећим прописима како би се процедура уписа муниципалних обвезница успешно спровела у Централном регистру хартија од вредности.

Регулаторни ризици

Први корак у задуживању локалне самоуправе је добијање позитивног мишљења Министарства финансија о задуживању. Ризик којем је изложена локална самоуправа састоји се у томе да ово мишљење може бити негативно уколико је локална самоуправа искористила свој капацитет задуживања дефинисан законом, или је достигнут горњи кумулативни лимит јавног дуга Републике Србије и локалних самоуправа. Други проблем, на који могу наићи челници локалних власти у поступку емисије муниципалних обвезница, је ниво оствареног фискалног дефицита. Наиме, Законом о буџетском систему прописано је да фискални дефицит локалних власти у одређеној години не може бити већи од 10% прихода у тој години. Извршни орган локалне власти може да поднесе захтев Министарству финансија за одобрење фискалног дефицита изнад наведеног износа само уколико је оно резултат реализације јавних инвестиција.⁷³ Благовремено планирање и што ранији захтев за добијање мишљења Министарства финансија је једини механизам за заштиту од ове врсте ризика.

Поред Закона о финансирању локалне самоуправе и Закона о буџетском систему, област задуживања локалне самоуправе и поступак издавања муниципалних обвезница, регулисан је и Законом о тржишту капитала, Правилима пословања Централног регистра хартија од вредности, Правилима пословања Београдске берзе и Правилником о листингу Београдске берзе. Сви формални услови за издавање муниципалних обвезница морају бити испоштовани како би Комисија за хартије од вредности одобрила емисију, Централни регистар извршио упис хартија и Београдска берза листирала обвезницу на берзи чиме би се омогућило њено секундарно трговање. Ангажман саветника и покровитеља емисије, који ће између осталог водити рачуна о испуњењу свих законских и процедуралних услова, значајно умањује ову врсту ризика. Имајући у виду спровођење процеса усклађивања законског оквира Републике Србије са законским оквиром Европске уније, постоји могућност за изменом постојећих закона који регулишу ову област. Доношење и имплементацију нових закона може значајно утицати на успоравање процеса све веће употребе овог финансијског инструмента од стране локалне самоуправе.

⁷³ Закон у буџетском систему, (Сл. гласник РС, бр. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011 и 93/2012), члан 27ж.

3.3 Муниципалне обвезнице као нови облик штедње у Србији

Доношењем Закона о изменама и допунама закона о јавном дугу Републике Србије октобра 2011. године, створени су услови да и физичка лица учествују у примарној емисији муниципалних обвезница, чиме се значајно повећала база потенцијалних инвеститора на финансијском тржишту Србије. Са друге стране становништву је пружена могућност улагања у нови облик штедње по стимулативним каматама. Имајући у виду да улагање у муниципалне обвезнице доноси са собом релативно низак ниво ризика, као и значајан ниво приноса с обзиром да су приходи од ових финансијских инструмената ослобођени од пореза⁷⁴, улагање у ове нове инструменте на финансијском тржишту Србије се могу посматрати као нови облик штедње који је грађанима на располагању. Да је сегмент грађанства потенцијално најважнији, најбоље нам говори податак о учешћу сектора становништва на развијеним тржиштима муниципалних обвезница. Тај проценат учешћа износи преко 51% , а ако се узме у обзир и индиректно власништво индивидуалних инвеститора остварено путем улагања у инвестиционе фондове који улажу у муниципалне обвезнице, проценат учешћа становништва онда износи чак 75%.

У складу са чланом 65. Закона о порезу на доходак грађана, приход по основу камате је ослобођен пореске обавезе уколико се ради о динарским депозитима, као и дужничким хартијама од вредности чији је издавалац Република Србија, аутономна покрајина, локална самоуправа или Народна банка Србије. По основу овог члана Закона, грађани су ослобођени пореза када штеде у динарима или када инвестирају у муниципалне обвезнице, док у случају оствареног прихода по основу девизне штедње постоји обавеза плаћања пореза и у том случају је законом прописана пореска стопа од 15% на обрачунату пореску основицу. Овакав порески третман чини муниципалне обвезнице атрактивним видом штедње индивидуалним инвеститорима, с обзиром да се остварује значајна пореска уштеда која позитивно утиче на укупан принос обвезнице. У следећој табели је дат приказ ефективног приноса оствареног улагањем у муниципалне обвезнице у поређењу са ефективним приносом оствареним улагањем у девизну штедњу.

⁷⁴ Закон о порезу на доходак грађана („Сл. гласник РС", бр. 24/2001, 80/2002, 80/2002 - др. закон, 135/2004, 62/2006, 65/2006 - испр., 31/2009, 44/2009 и 18/2010).

Табела 44. Компаративна анализа улагања у муниципалне обвезнице и девизну штедњу

	Муниципална обвезница	Девизна штедња
Уложени износ (еур)	1.000	1.000
Каматна стопа	5%	5%
Номинални принос (еур)	50	50
Пореска стопа	0	15%
Порез (еур)	0	7,5
Ефективни принос (еур)	50	42,50
Ефективна стопа приноса	5%	4,25%

Извор: Смернице за издавање муниципалних обвезница, МСП-ИПА 2007, www.msp-ipa2007.org

Стварањем услова да сектор становништва може бити активни учесник на тржишту муниципалних обвезница у Србији, тржишту је пружен додатни финансијски потенцијал од 8 млрд. еура и око 18 милијарди динара, колико износе девизна и динарска штедња становништва у банкама закључно са 2012. годином. На ове износе треба додати и потенцијал од 3 млрд. еура, на колико се незванично процењују средства становништва ван редовних новчаних токова. Свакако, када се посматра сектор индивидуалних инвеститора, поред домаћих треба узети у обзир и потенцијал страних индивидуалних инвеститора. Раст штедње у Србији приказан у табели 45, указује на то да су грађани задржали поверење у домаћи банкарски систем, али треба такође истаћи и податак да грађани и даље половину своје штедње држе ван званичних новчаних токова.

Табела 45. Обим девизне штедње у Србији у периоду 2001-2012.

Година	Износ у мил. (еур)
2001.	348
2002.	759
2003.	1.000
2004.	1.400
2005.	2.020
2006.	3.300
2007.	5.100
2008.	4.700
2009.	6.000
2010.	6.945
2011.	7.600
2012.	8.000

Извор: Народна банка Србије, www.nbs.rs

Истраживања Агенције за тржишна истраживања *IMAS international* половином октобра 2012.године, показују да тек 18 одсто грађана Србије штеди у банкама, 55 одсто грађана уштеђевину држи у готовини у кући, а 27 одсто њих уопште нема штедњу. Основни узрок за овакву статистику и неповерења великог броја грађана у финансијске институције, треба тражити у дешавањима деведесетих година прошлог века, када штедише нису могле да подигну своју штедњу у банкама већ држава ту своју обавезу и даље измирује закључно са 2016. годином у виду обвезница девизне штедње. Ако посматрамо период од 2001. године до данас, можемо констатовати да је динарска штедња повећана 12 пута - са 1,56 милијарди динара (26 милиона евра) на око 18 милијарди динара, док је девизна штедња увећана готово 23 пута, са 348 мил. еура на данашњих 8 милијарди евра (табела 45). На раст поверења у сигурност штедње утиче неколико врло битних фактора: долазак страних банака, строга контрола банака од стране НБС-а и оснивање Агенције за осигурање депозита. Поверења грађана у банкарски систем додатно је порасло усвајањем Закон о осигурању депозита у ком је промењена висина осигураног износа ороченог депозита од стране Агенције за осигурање депозита са 3.000 еура на 50.000 еура.

Доминација девизне над динарском штедњом у Србији (98% износи девизна штедња) показује да је и даље присутно неповерење грађана у домаћу валуту. Из тих разлога креатори тржишта муниципалних обвезница у Србији морају да имају у виду да уколико желе да развију овај сегмент финансијског тржишта, акценат треба ставити на емисију муниципалних обвезнице са девизним знаком како би се привукло становништво као сектор са значајним финансијским потенцијалом. Треба нагласити да није само довољно да нове емисије муниципалних обвезница буду номиниране у страним валутама, већ је неопходно омогућити и да се њихова купопродаја обавља у страниј валути. Најбољи пример на нашем финансијском тржишту за тако нешто имамо у обвезницама девизне штедње, где је инвеститорима омогућено да се купопродајне трансакције обављају у еурима. Исти пример треба следити и када се ради о купопродаји будућих муниципалних обвезница, како на примарном, тако и на секундарном тржишту. Предузимање оваквих активности је неопходно јер становништво неће бити спремно да повуче део својих улагања у виду девизне штедње зарад улагања у муниципалне обвезнице, ако ће при том улагању бити изложено негативним курсним разликама. Инвеститори ће бити изложени овим трошковима приликом продаје девиза у циљу куповине муниципалних обвезница, а касније након доспећа и наплате обвезница поново ће бити изложени негативним курсним разликама

приликом куповине девиза, односно враћања своје имовине у неку сигурнију и стабилнију валуту.

Други, веома битан услов који мора бити задовољен како би се тржиште муниципалних обвезница у Србији развило и како би се привукао сектор становништва као главни инвеститор и покретач развоја овог сегмента финансијског тржишта, јесте висока ликвидност тј. утрживост овог финансијског инструмента. Физичка лица која своја слободна финансијска средства улажу код банака у виду орочене динарске или девизне штедње, имају могућност да у сваком моменту разороче средства и повуку своје улагање. Исту могућност морају да имају и приликом улагања у муниципалне обвезнице, односно неопходно је да егзистира ликвидно секундарно тржиште на коме у сваком моменту инвеститор може да дође до ликвидних средстава путем продаје обвезница. У супротном, мала је вероватноћа да сектор становништва повуче значајан износ своје девизне и динарске штедње и уложи у обвезнице локалних нивоа власти. Анализирајући у оквиру овог рада основне карактеристике тржишта муниципалних обвезница најразвијенијих земаља, дошли смо до закључка да секундарно тржиште муниципалних обвезница спада у групу неликвидних тржишта. Из тих разлога креатори овог сегмента финансијског тржишта у Србији морају да изврше свеобухватну анализу и предузму све неопходне мере како би секундарно тржиште муниципалних обвезница у Србији, супротно пракси многих земаља у свету, карактерисао висок степен ликвидности. Пример америчког тржишта муниципалних обвезница, где егзистира око 46.000 емитената, са емитованих око 1,1 милион муниципалних хартија различитих по основу кредитне структуре, рокова доспећа, годишњег приноса, средства обезбеђења и других специфичних услова, најбоље нам говори који је основни разлога због чега ово тржиште карактерише низак степен ликвидности. Због великог броја емитованих муниципалних обвезница и велике разноликости понуђених обвезница на америчком тржишту, не постоји организована и централизована трговина, званично време трговања, дневне котације емитованих обвезница као и јединствена трговачка платформа путем које се може трговати и пратити трговање, што за последицу има неликвидно секундарно тржиште муниципалних обвезница. У овој почетној фази развоја тржишта муниципалних обвезница у Србији, треба увести одређени вид стандардизације које би се придржавали емитенти при емисији обвезница како би се спречила појава да на секундарном тржишту имамо велики број муниципалних обвезница са различитим карактеристикама и специфичним условима. Не треба се поистовећивати са развијеним светским финансијским тржиштима и кренути у

употребу свих могућих врста муниципалних обвезница. Могу се за почетак издавати искључиво опште обавезујуће обвезнице, без специјалних клаузула (пут/кол опције), које ће бити гарантоване и које ће на пример имати исти порески третман, а све у циљу стварања услова за организовање ликвидног секундарног тржишта.

У циљу максимизације потражње за муниципалним обвезницама од стране сектора становништва у Србији, константно информисање и едукација грађана је такође веома важан сегмент целокупног процеса. Ако се узме у обзир да је до сада свега 3% становништва активно узело учешће у погледу инвестирања на тржишту капитала, можемо закључити да је управо низак ниво едукације и слаба информисаност грађана кључан фактор неактивности сектора становништва на финансијском тржишту Србије. Финансијско обисмењавање становништва све више добија на значају, с обзиром да је неопходно њихово правовремено информисање о новим производима које нуди финансијско тржиште како би постали компетентни учесници на њему. Неопходно је предузети одређене мере у циљу финансијског образовања наших грађана путем организовања разних едукативних радионица, трибина, семинара широм земље, затим обезбедити информисање грађана путем разних едукативних емисија на ТВ програмима, као и успостављања наставног програма финансијске едукације у школама у циљу бољег разумевања финансијских производа и услуга које се нуде на тржишту

4. Правни оквир економског деловања општина у Републици Србији

Тренутно, правни режим, тј. скуп системских закона којима се регулише начин финансирања локалних јединица из буџетских прихода и примања која се остваре приступањем тржишту капитала регулисан је следећим скупом закона: Закон о јавном дугу („Сл. гласник РС“, бр. 61/2005 и 107/2009), који омогућује задуживање локалне самоуправе на финансијском тржишту, уз регулисање начина и највишег нивоа задуживања); Закон о тржишту капитала („Сл. гласник РС“, бр. 31/2011); Закон о финансирању локалне самоуправе („Сл. гласник РС“, бр. 62/2006), којим се уређује обезбеђивање средстава јединица локалне самоуправе за обављање изворних и поверених послова; Закон о буџетском систему („Сл. гласник РС“, бр. 54/2009, 73/2010 и 101/2010), којим је регулисано оснивање Управе за јавни дуг, која врши надзор над задуживањем локалних власти; и Закон о јавним набавкама („Сл. гласник РС“, бр.

116/2008), који на посебан начин регулише процедуру набавке финансијских услуга од стране субјеката јавног сектора. Такође, у правни режим који регулише ову област улазе и одговарајућа подзаконска акта Комисије за хартије од вредности и Београдске берзе.⁷⁵

Иако земље у нашем региону већ одавно користе муниципалне обвезнице као вид финансирања локалних самоуправа, Србија је годинама чекала на стварање адекватног правно-институционалног амбијента како би емитовање ових обвезница било омогућено. Већина препрека које су стајале на путу развоја тржишта муниципалних обвезница у Србији отклоњено крајем 2011. године:

- Изменом закона о јавном дугу у делу који број могућих купаца муниципалних обвезница са искључиво финансијских институција (односно професионалних инвеститора) и Републике Србије, помера на сва страна и домаћа физичка и правна лица, створени су услови да се на овом тржишту као инвеститор укључи и сектор становништва који је свуда у свету доминантан учесник . За Србију то представља додатни финансијски потенцијал од 8 млрд. еура колика је девизна штедња становништва у банкама и додатних 3 млрд. еура на колико се незванично процењују средства становништва ван редовних новчаних токова, а свакако да треба узети у обзир и потенцијалне стране индивидуалне инвеститоре;
- Недавним изменама Закона о планирању и изградњи, локалним самоуправама омогућена је конверзија права коришћења у право својине над неизграђеним грађевинским земљиштем, што ће проширити палету средстава обезбеђења емисије општинских обвезница. Одредба члана 101а Закона о планирању и изградњи („Сл. гласник РС“, бр. 72/2009, 81/2009 - испр., 64/2010 - одлука УС и 24/2011) прописује конверзију права коришћења у право својине и на неизграђеном грађевинском земљишту. Услов за то је да је реч о лицима која су у регистру непокретности уписана као корисници и да је реч о неизграђеном

⁷⁵ Вучетић Д., Јовановић М., 2011., „Правно економске поставке коришћења општинских обвезница за финансирање локалног економског развоја и унапређење конкурентности јавног сектора у Републици Србији“, Зборник радова : Унапређење конкурентске предности јавног и приватног сектора умрежавањем компетенција у процесу европских интеграција, Економски факултет у Нишу, стр. 173

грађевинском земљишту у државној својини. Изменом закона о јавној својини, којим су између осталог уређена права својине локалне самоуправе где је део имовине враћен у власништво градова и општина, ојачана је позиција локалне самоуправе у погледу гаранција за измирење обавеза по основу емитованих муниципалних обвезница. Ипак Законом о јавној својини није обезбеђено ефикасно враћање имовине локалним самоуправама па би требало донети одговарајуће измене или допуне тог акта и учинити додатне напоре у његовој примени како би тај процес био убрзан;

- Новим Законом о тржишту капитала прецизније је дефинисан целокупни процес издавања муниципалних обвезница. Дефинисано је како примарно тако и секундарно трговање овим хартијама од вредности, чиме су створени услови да овај финансијски инструмент буде утржив и тиме постане атрактивнији за инвеститоре. Законом су дефинисани стандарди у погледу обелодањивања података о обвезницама које се емитују, о инвестиционом пројекту који се финансира и кредитној способности емитента.

**ОСМИ ДЕО – ТРЖИШТЕ МУНИЦИПАЛНИХ ОБВЕЗНИЦА У ЗЕМЉАМА У
РЕГИОНУ И ЗЕМЉАМА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ**

1. Тржиште муниципалних обвезница у Републици Хрватској

У Републици Хрватској, у складу са тренутно важећим Законом о локалној и регионалној самоуправи, ниже нивое власти представљају градови и општине (као јединице локалне самоуправе) и жупаније (као јединице регионалне самоуправе). У финансирање ових нивоа власти тренутно доминантно учешће имају порески приходи са преко 52% учешћа, а у пореским приходима, порез на доходак и порез на добит доминирају са преко 45% учешћа. Законом о финансирању јединица локалне и регионалне самоуправе (1993.), дефинисана је и могућност финансирања локалних власти путем задуживања, где је између осталог предвиђена и могућност задуживања путем расписивања јавног зајма или путем издавања муниципалних обвезница, уз претходну сагласност Министарства финансија.

У складу са овим законом прве муниципалне обвезнице на овим просторима издала је Истарска жупанија. За потребе решавања проблема отпадних вода града Пазина, 1995. године емитоване су прве муниципалне обвезнице (ткз. еко-обвезнице) у износу од 2 милиона немачких марака и гарант ове емисије је била Истарска банка Пула. Ове обвезнице су уједно и прве муниципалне обвезнице које су се појавиле на Загребачкој берзи и којима се секундарно трговало.

Другу емисију обвезница са једнократном исплатом главнице, у вредности од 10 милиона куна, Истарска жупанија је издала 1996. године за потребе решавања дуга болнице у Пули.

Трећу емисију муниципалних обвезница је 1997. године емитовао Град Опатија за потребе изградње објеката водовода и канализације. Вредност ове емисије износио је 14 милиона куна, обвезнице су биле са роком доспећа од 4 године и биле су гарантоване од стране тадашње Ријечке банке. Прва емисија обвезница Града Опатије као и друга емисија обвезница Истарске жупаније продаване су унапред познатим купцима, односно радило се о ткз. приватном пласману обвезница (енгл. *private placement*).

Ове прве емисије муниципалних обвезница у Републици Хрватској су показале да се ради о исплативом финансијском инструменту како за локалну самоуправу тако и за инвеститоре. То најбоље можемо видети на примеру задуживања Града Опатије који се путем емисије муниципалних обвезница задужио по каматној стопи од 8,5%

годишње, док је у истом периоду град био кредитно задужен код једне комерцијалне банке, за потребе изградње дома културе, по каматној стопи од 12% годишње. При том, треба истаћи да се у истом периоду држава Хрватска задуживала на домаћем финансијском тржишту по каматним стопама које су се кретале у висини од 9,5%-10,5%, код дугова у хрватским кунама, односно 9,5% у случајевима где је постојала валутна клаузула у ДЕМ. Од 2004. године до данас, још шест градова у Хрватској се одлучило за емисију муниципалних обвезница за потребе финансирања пројеката комуналне инфраструктуре (путева, школа, базена, спортских дворана ...). Треба истаћи да су се локалне јединице у Хрватској у свим досадашњим емисијама муниципалних обвезница одлучиле искључиво за емисију опште обавезујућих обвезница које карактерише нешто виши степен сигурности за инвеститоре, обзиром да се оне емитују на бази пореске снаге издаваоца, односно емитент има обавезу да исплати дуг из било којег извора прихода локалне јединице. У односу на државне обвезнице Републике Хрватске, ове обвезнице носе вишу премију ризика. Тако на пример муниципалне обвезнице Града Винковаца и Града Осијека емитоване 2007. године у кунама, имају за 16% вишу номиналну каматну стопу од државних обвезница које су издате исте године и са истим роком доспећа.⁷⁶

У Хрватској је од 1993. године, када су створени законодавни и институционални услови за појаву првих муниципалних обвезница, па све до 2012. године, свега 11 локалних јединица емитовало муниципалне обвезнице (табела 46). И поред тога што је већина емитованих обвезница било листирано на Загребачкој берзи⁷⁷, секундарна трговина се обављала веома ретко, а обвезницама појединих градова се уопште није ни трговало на секундарном тржишту.

⁷⁶ Бајо А., Приморац М. 2010. „Пракса задуживања локалних јединица у Републици Хрватској“, Финансијска теорија и пракса ,бр 34: 379-406.

⁷⁷ Нису листиране само оне муниципалне обвезнице које су се емитовале путем приватног пласмана.

Табела 46. Задуживање локалних јединица муниципалним обвезницама у Хрватској

Локална самоуправа	Датум издања	Доспеће (године)	Валута	Износ	Купонска стопа	Отплата камата	Отплата главнице	Намена
Истарска жупанија	1995	2,5	ДЕМ	2.000.000	11%	Полугодишња	Полугодишња	Комунална инфраструктура
Истарска жупанија	1996	Серија А: 2 год. Серија Б: 3 год.	ХРК	10.000.000	7%	Полугодишња	По доспећу	Финансирање дуга болнице у Пули
Опатија	1997	4	ХРК	14.000.000	8,50%	Полугодишња	Полугодишња	Комунална инфраструктура
Копривица	2004	7	ХРК	60.000.000	6,50%	Полугодишња	Полугодишња	Комунална инфраструктура и спортски објекти
Задар	2004	7	ЕУР	18.500.000	5,50%	Полугодишња	По доспећу	Спортска дворана и базен
Ријека	2006	10	ЕУР	24.574.513	4,13%	Полугодишња	Амортизирајућа	Спортски центар са базеном
Сплит	2006	7	ЕУР	8.000.000	4,56%	Полугодишња	У две рате	Културни и атлетски објекти и комунална инфраструктура
Винковци	2007	10	ХРК	42.000.000	5,50%	Полугодишња	Амортизирајућа	Културно-пословни центар са базеном
Осијек	2007	10	ХРК	25.000.000	5,50%	Полугодишња	Амортизирајућа	Ревитализација градског трга
Сплит	2007	8	ЕУР	8.100.000	4,75%	Полугодишња	У две рате	Различити капитални пројекти
Сплит	2008	7	ЕУР	8.200.000	6%	Полугодишња	У две рате	Различити капитални пројекти

Извор: ХАНФА-Квартални билтен ИИИ/2010

Тренутно је на Загребачкој берзи листирано шест емисија муниципалних обвезница (Град Ријека, Осијек, Винковци и три емисије Града Сплита) и од 2006. године до средине априла 2013. године само се обвезницама Града Сплита трговало на секундарном тржишту и то свега три пута крајем 2006. године. Све ово указује да је секундарно тржиште муниципалних обвезница изразито неликвидно тржиште, што је уједно и један од разлога веома малог броја емисија обвезница на тржишту капитала у Хрватској. Ипак, као најважнији фактори који утичу на то да се локалне јединице не одлучују често за овај вид задуживања на тржишту представљају законом прописана

ограничења задуживања, као и дуготрајан процес добијања дозвола од стране Министарства финансија.

Законом о буџету и годишњим Законима о извршавању државног буџета Републике Хрватске дефинисана су ограничења задуживања локалних јединица. Наведеним законодавним оквиром дефинисана су појединачна и кумулативна ограничења задуживања по којима годишњи ниво дуга локалне јединице не сме прећи 20% остварених прихода у години која претходи години у којој се задужује, уз постојање и додатног ограничења да се локалне јединице могу задужити до највише 2,3% укупно остварених прихода пословања свих локалних јединица. По основу овако дефинисаних ограничења укупан ниво задуживања локалних јединица у Хрватској износио је 2011. године око 404 мил. куна (55 мил ЕУР). Са друге стране, јавна комунална предузећа ћији су оснивачи локалне јединице, по основу Закона о буџету могу несметано и практично неограничено да се задужују, под условом да у години која претходи години у којој се задужују нису остварила губитак и да је прошло минимум две године од датума њиховог оснивања односно уписа у судски регистар. С обзиром да локалне јединице имају законом прописана ограничења задуживања, она у великој мери користе могућност задуживања преко комуналних предузећа, на тај начин избегавају буџетска ограничења, а то се све негативно одражава на развој тржишта муниципалног дуга у Хрватској.. Задуживање јавно комуналног предузећа Загребачки Холдинг доо⁷⁸ путем емисије обвезница представља најбољи пример заобилажења буџетског ограничења у погледу задуживања које користе локалне јединице у Хрватској. Јавно комунално предузеће Загребачки Холдинг доо је 2007. године емитовало десетогодишње обвезнице у вредности од 300 милиона еура, са купонском стопом од 5,5%. Обвезнице су продате на међународном финансијском тржишту, а циљ задуживања је био финансирање обнове и надоградње водоводне и канализационе мреже, побољшање градског јавног превоза и рефинансирање постојећег задужења градских предузећа чланица Загребачког Холдинга. Кумулативно буџетско ограничење задуживања локалних јединица у моменту емисије ових обвезница је износило око 430 милиона куна (око 60 мил ЕУР), што је практично пет пута мање од задуживања Холдинга. Иако формално гледано пословање локалних јединица и јавно комуналних

⁷⁸ Загребачки Холдинг д.о.о. основан је 2007. године према Закону о трговачким друштвима и у 100-постотном је власништву Града Загреба. Састоји се од 18 подружница које обављају делатности некадашњих градских предузећа, а укупни број запослених се креће око 12.000. Делатности Друштва груписане су у три пословна подручја: комуналне делатности, прометне делатности – јавни градски превоз и тржишне делатности.

предузећа није повезано, задуживање комуналних предузећа углавном је потпомогнуто гаранцијама локалних јединица, док је код конкретног дуга Загребачког холдинга његова отплата великим делом покривена трансферима из буџета Града Загреба. Оваква пракса код задуживања локалних власти у Хрватској указује на нужно отклањање појединих законодавних недостатака, првенствено у погледу дефинисаних ограничења задуживања, а све у циљу подстицаја даљег развоје финансијског тржишта Хрватске.

2. Тржиште муниципалних обвезница у Републици Српској

Средином 2007. године, усвајањем Законом о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске, створени су услови да се јединице локалне самоуправе у Републици Српској могу задужити и на тржишту капитала путем емисије муниципалних обвезница. Овим Законом су такође дефинисана и ограничења износа дуга и гаранција јединица локалне самоуправе. Локална самоуправа се може дугорочно задужити само ако у периоду стварања дуга укупан износ који доспева за отплату, по предложеном дугу и целокупном доспелом неизмиренем постојећем дугу, у било којој наредној години није већи од 18% износа њених редовних прихода остварених у претходној фискалној години. Краткорочан дуг локалне самоуправе (дугови до 12 месеци) ни у једном тренутку не сме прећи 5%, док њена укупна изложеност по основу издатих гаранција не сме прећи 30% редовних прихода остварених у претходној фискалној години.⁷⁹ Општина или град се не може задужити нити издати гаранцију без претходног одобрења Министарства финансија.

Прва општина на овим просторима која се одлучила за задуживање путем емисије муниципалних обвезница је општина Лакташи. Крајем јуна 2008. године општина је путем јавне понуде емитовала обвезнице са каматном стопом од 5,75% и роком доспећа од 6 година. На овај начин општина је прикупила 10 милиона КМ у циљу финансирања изградња спортске дворане у Лакташима. Исте године, град Бања Лука је емитовао муниципалне обвезнице у вредности од 7 милиона КМ, са роком доспећа од три године и каматном стопом од 5,75%. Ове обвезнице су садржале кол

⁷⁹ Законом о задуживању, дугу и гаранцијама Републике Српске (Сл. Гласник РС бр. 71/12), чл.59.

опцију, а прикупљена средства су била намењена финансирању пројекта изградње моста преко Врбаса у Бања Луци. Након ових „пилот“ пројеката емисије муниципалних обвезница, убрзо су се и други градови у Републици Српској одлучивали за овакав вид задуживања: Градишка, Бијељина, Шамац (2009. године); Брод, Котор Варош, Источни Стари Град, Лопаре, Србац, Кнежево (2010. године); Нови Град, Костајница, Зворник, Осмаци, Петрово (2011. године); Шипово и Трново (2012. године) - табела 47.

Табела 47. Задуживање локалних јединица муниципалним обвезницама у РС

Локална самоуправа	Датум издања	Датум доспећа	Износ (КМ)	Купонска стопа	Намена
Општина Лакташи	2008	2014	10.000.000	5,75%	Изградња спортске хале
Град Бања Лука	2008	2011	7.000.000	5,75%	Изградња моста
Општина Градишка	2008	2014	2.700.000	6,00%	Изградња спортске хале
Општина Бијељина	2009	2019	11.000.000	6,75%	Инфраструктурни објекти
Општина Шамац	2009	2019	4.580.000	5,90%	Инфраструктурни објекти
Општина Брод	2010	2020	4.000.000	6,75%	Изградња спортске хале и градске пијаци
Општина Источни Стари Град	2010	2020	600.000	6,00%	Оснивање комуналног предузеча и набавка опреме
Општина Котор Варош	2010	2020	4.500.000	5,00%	Инфраструктурни објекти
Општина Србац	2010	2030	1.500.000	5,00%	Инфраструктурни објекти
Општина Лопаре	2010	2020	422.500	6,75%	Путна инфраструктура
Општина Кнежево	2010	2030	5.600.000	6,00%	Финансирање доспелих обавеза
Општина Нови Град	2011	2026	2.000.000	6,25%	Реконструкција главне улице и финансирање доспелих дугова
Општина Костајница	2011	2026	1.800.000	6,00%	Рефинансирање неповољних кредита и инфраструктурни објекти
Зворник	2011	2021	3.000.000	6,75%	Реконструкција спортске дворане
Осмаци	2011	2018	350.000	6,75%	Санирање буџетског дефицита и капиталне инвестиције
Петрово	2011	2021	400.000	6,00%	Финансирање комуналног предузећа "Вода"
Шипово	2012	2022	1.700.000	7,00%	Изградња спортске дворане и административног центра.
Трново	2012	2027	850.000	6,00%	Куповина имовине предузећа "Зрак"

Извор: Бањалучка берза,, <http://www.blberza.com>

Вредност свих до сада емитованих муниципалних обвезница износи око 80 милиона КМ, каматне стопе су се кретале у опсегу од 5%-6,75% и обвезнице су са роком доспећа од 3 до 20 година. Добијена средства су углавном коришћена од стране општина за финансирање изградње спортско-рекреативних центара, изградњу путева, као и за покривање буџетског дефицита и рефинансирања доспелих и неповољних кредита.

У скромној петогодишњој традицији тржишта муниципалних обвезница у Републици Српској, Инвестиционо развојна банка РС је до сада била веома битан фактор – инвеститор, који је допринео да досадашње емисије општинских обвезница буду успешне. Досадашње учешће фондова, осигуравајућих кућа, банака и становништва у куповини муниципалних обвезница је веома скромно. На општинама је да се својим транспарентним пословањем покажу као поуздани и одговорни емитенти, што ће допринети већем интересовању осталих инвеститора за њихове обвезнице.

На тржишту Бањалучке берзе у марту 2013. године је листирано укупно 22 емисије муниципалних обвезница 17 општина, од којих је 5 општина до сада емитовало по две емисије обвезница. Обзиром да су доминанти инвеститори у скоро свим емисијама обвезница Инвестициона развојна банка РС са инвестираних 58 милиона КМ и Граве осигурање са 13 милиона КМ, секундарно тржиште муниципалних обвезница у Републици Српској се не може похвалити значајном ликвидношћу. Један од актуелних предлога челника Бањалучке берзе за повећање атрактивности улагања у овај финансијски инструмент и самим тиме повећавање обима његове секундарне трговине, је формирање фонда муниципалних обвезница од већ емитованих муниципалних обвезница. Овакав фонд муниципалних обвезница би био отворени фонд којим би управљала Инвестиционо развојна банка РС као тренутно највећи улагач, где би било омогућено улагање у инвестиционе јединице фонда и другим инвеститорима на финансијском тржишту. Куповином инвестиционих јединица на секундарном тржишту инвеститори би били изложени мањим трошковима трговања и мањем ризику у погледу ликвидности, с обзиром да би појединачни инвеститор у сваком моменту могао да тражи откуп свог улога у складу са његовом тренутном вредношћу. Средства фонда добијена по основу нових уплата, као и средства која се у међувремену наплате по основу ануитетних отплата камата и главница муниципалних обвезница које се налазе у портфолију фонда, могу се улагати у нове емисије обвезница што ће допринети даљем развоју овог тржишта.

Упркос доброј законској регулативи која регулише ову област, становништво и институционални инвеститори у Републици Српској још увек нису препознали значај и исплативост улагања у муниципалне обвезнице. Једна од кључних баријера за веће улагање у обвезнице локалних самоуправа представља недовољна едукација учесника на финансијском тржишту.

3. Тржиште муниципалних обвезница у Републици Црној Гори

Начин и поступак задуживање локалних самоуправа у Црној Гори регулисан је Законом о буџету, Законом о локалној самоуправи, Законом о финансирању локалне самоуправе и Законом о тржишту хартија од вредности. По основу Закона о буџету, јавна предузећа и јединице локалне самоуправе се могу задужити само уз сагласност Владе, која се даје на предлог Министарства финансија. Корисник средстава по основу задуживања и издатих гаранција дужан је да Министарству финансија подноси извештај о сваком повлачењу кредитних средстава, у року од седам дана од дана повлачења и подноси кварталне извештаје о стању укупног задужења. Законом о финансирању локалне самоуправе дефинисано је да се општина може задужити тако да укупна отплата главнице и камате, плаћања по основу уговора о лизингу, отплата обавеза из претходног периода и свих других обавеза која имају карактер дуга не сме прећи 10% реализованих текућих прихода у години која претходи години задуживања, а уз претходну сагласност Владе.⁸⁰ Закон о финансирању локалне самоуправе предвидја да општина може да узима дугорочне зајмове само за сврху финансирања инфраструктурних пројеката или за куповину основних капиталних добара, у складу са одобреним Планом капиталних инвестиција. Истим законом дефинисано је да се локалне самоуправе поред узимања зајмова, могу задужити и путем емисије хартија од вредности.

Општина Никшић је прва општина у Црној Гори која је емитовала обвезнице како би обезбедила новац за финансирање и изградњу инфраструктурних објеката. Августа 2006. године емитоване су обвезнице у вредности од милион еура, са годишњом каматном стопом од 3% и роком доспећа од 10 година. Ове обвезнице су

⁸⁰ Закон о финансирању локалне самоуправе (Сл.лист РЦГ бр.42/03,44/03, Сл. лист Црне горе бр. 05/08,51/08 , 71/10.) , члан 64, став 1.

убрзо листирани и на А листингу Монтенегро берзе, тако да су веома брзо створени сви услови и за обављање секундарне трговине овим вредносним хартијама, Убрзо након општине Никшић у овај вид задуживања локалне самоуправе се одлучују и општине Бијело Поље, Цетиње, Рожаје и Андријевица.

Тржиште муниципалних обвезница у Црној Гори карактерише се једном специфичношћу: примарно тржиште обвезница иницирао је Инвестициони развојни фонд Црне Горе, који у свом портфељу има и велики број других обвезница и хартија од вредности (обвезнице Фонда за реституцију; обвезнице старе девизне штедње; обвезнице издате од стране Министарства финансија Црне Горе итд.).⁸¹ Инвестициони развојни фонд је путем откупа емитованих обвезница локалних самоуправа, током досадашњег периода финансирао укупно 16 локалних самоуправа, а укупан износ инвестираних средстава фонда износи 10,9 мил еура (номинална вредност обвезница је 13,8 мил еура).

Табела 48. Муниципалне обвезнице у портфељу Инвестиционо развојног фонда Црне Горе

Р.б.	Општина	Номинална вредност (ЕУР)	Износ емисије	Пласман Фонда	Датум решења
1.	Цетиње	1.00	965,531.00	776,000.00	08.12.2006.
2.	Рожаје	1.00	746,410.00	599,996.00	08.12.2006.
3.	Андријевица	1.00	435,407.00	350,000.00	20.02.2007.
4.	Беране	1.00	622,125.00	500,000.00	20.02.2007.
5.	Жабљак	1.00	392,000.00	315,050.00	20.02.2007.
6.	Плужине	1.00	622,013.00	500,000.00	16.05.2007.
7.	Подгорица	1.00	1,244,243.00	1,000,000.00	16.05.2007.
8.	Шавник	1.00	400,001.00	321,481.00	18.07.2007.
9.	Бар	1.00	599,998.00	482,218.00	21.12.2007.
10.	Будва	1.00	750,001.00	602,775.00	25.07.2008.
11.	Подгорица II	1.00	1,071,609.00	700,000.00	24.09.2009.
	УКУПНО:		7,849,338.00	6,147,520.00	

Извор: Инвестиционо развојни фонд Црне Горе, <http://www.irfcg.me>

У Црној Гори не постоје законских ограничења у погледу лица која могу бити инвеститори у муниципалне обвезнице. Инвеститори могу бити сва домаћа и страна правна и физичка лица. Међутим попут већине замаља у окружењу, на бази остварених промета на Монтенегро берзи, можемо закључити да је и у Црној Гори секундарно тржиште муниципалних обвезница неликвидно и неразвијено. Иако је већина

⁸¹ Закон о финансирању локалне самоуправе (Сл.лист РЦГ бр.42/03,44/03, Сл. лист Црне горе бр. 05/08,51/08, 71/10.), члан 64, став 1.

обвезница одмах након емисије и листирано на организованом тржишту, секундарна трговине овим хартијама на берзи практично не постоји. Један од разлога свакако представља неедукованост и неинформисаност потенцијалних инвеститора, али и тренутна имовина институционалних инвеститора у Црној Гори која је исувише мала у поређењу са реалним потребама општина за финансирањем.

Досадашњи развој тржишта муниципалних обвезница у Црној Гори је показао да је неопходан даљи развој административних капацитета локалних власти у циљу ефикасног коришћења обвезница као инструмента финансирања општина.

4. Тржиште муниципалних обвезница у земљама Европске уније

Европско тржиште је након тржишта САД-а, највеће тржиште муниципалних обвезница по основу броја издаваоца, броју и обиму емисије обвезница. Последњих десет година, у групу земаља са највећим бројем емитента муниципалних обвезница спадају Немачка, Италија, Шпанија, Финска, Велика Британија, Француска и Шведска. Од укупно емитованих обвезница у Европи, 82% обвезница је емитовано од стране локалних власти у Немачкој. За Европу је карактеристично да се готово у свим државама локални нивои власти финансирају већим делом путем банкарских кредита. У Шпанији муниципалне обвезнице чине око 6,5% од укупног нивоа задужености локалних власти, у Италији не прелазе више од 2%, док у Немачкој муниципалне обвезнице чине свега 1,2% од укупног дуга општинских власти. У земљама Источне Европе задуживање путем емисије муниципалних обвезница је нешто популарније и оно се креће од 12% - 30% од укупног дуга локалних нивоа власти. У Европи су 2009. године, локални нивои власти у свим европским државама били задужени путем муниципалних обвезница у укупном износу од око 78 милијарди еура, од чега су значајан део чиниле муниципалне обвезнице немачких локалних јединица у укупној вредности од 57,6 милијарди еура. Ово су занемарљиви износи у поређењу са америчким тржиштем муниципалних обвезница, на коме се на годишњем нивоу емитују муниципалне обвезнице у вредности од око \$400 милијарди, уз истовремено постојање недоспелих муниципалних обвезница на тржишту у вредности од око \$3.000 милијарди. На основу ових показатеља можемо констатовати да тржиште

муниципалних обвезница у Европи једва егзистира у поређењу са америчким тржиштем. Кључна карактеристика овог тржишта је доминација кредитног тржишта и постојање јефтиног кредитног финансирања локалних самоуправа од стране банака и држава, коме тржиште муниципалних обвезница не може да конкурише по питању цене финансирања. Још једна од кључних баријера за развој европског тржишта муниципалних обвезница је његова хетерогеност, односно разноврсност економских услова пословања. Величина и хомогеност америчког тржишта доприноси високом учешће како институционалних инвеститора, тако и сектора становништва који учествује са преко 50%. На европском тржишту доминирају искључиво институционални инвеститори и наднационалне финансијске институције попут Светске банке, Азијске развојне банке (АДП), Европске инвестиционе банке и развојних банака попут Холандске ФМО и Немачке развојне банке – КФВ.

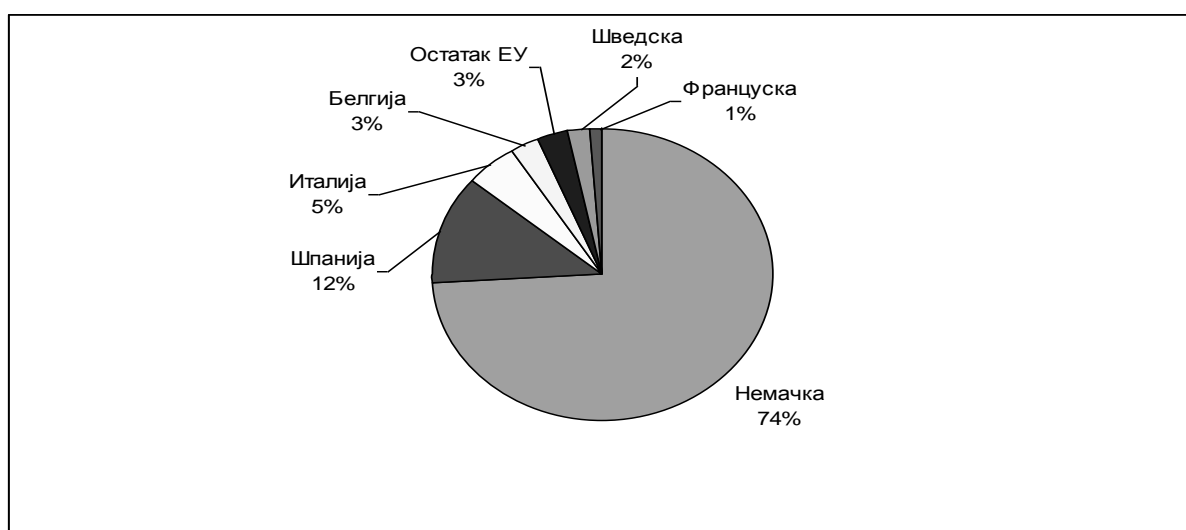
**Табела 49. Емисија муниципалних обвезница у европским земљама
у периоду 2000-2007.**

Земља	Просечан обим емисије (милиони \$)	Укупан број емисија	Вредност свих емисија (милиони \$)	Просечан рок доспећа (у годинама)
Аустрија	272,09	2	544,18	3,37
Белгија	109,59	1	109,59	7
Данска	77,38	3	232,14	8,34
Финска	60,76	39	2.369,64	15,95
Француска	103,93	27	2.806,11	11,25
Немачка	356,51	770	274.512,70	5,39
Италија	359,92	62	22.315,04	21,46
Португалија	80,47	1	80,47	7
Чешка	110,7	4	442,8	9,25
Словачка	80,9	4	323,6	2,25
Словенија	548,63	4	2.194,52	10,04
Шпанија	203,61	101	20.564,61	9,97
Шведска	51,15	23	1.176,45	5,45
Швајцарска	169,12	6	1.014,72	10

Извор: Thomson Financial Securities

4.1. Тржиште муниципалних обвезница у Немачкој

Савезна Република Немачка је федерална држава која почива на основама парламентарне демократије. Састоји се од 16 савезних покрајина (*Länder*), од чега су три градови - покрајине (Берлин, Хамбург и Бремен). У Европској унији, највећа концентрација тржишта муниципалног дуга је у федералним (нпр. Немачка 373 млрд еур, Белгија 13 млрд. еур.) и квази федералним државама (нпр. Шпанија 60 млрд еур). По обиму емисије муниципалних обвезница доминирају локални нивои власти у Немачкој (*German Länder*) са учешћем од скоро 74% (слика 9).



Слика 9. Величина тржишта муниципалних обвезница по земљама ЕУ27 у 2011

Извор:: Dexia-CEMR, 2012, str.34

По традицији, локални нивои власти (покрајине, општине и градови) у Немачкој се углавном финансирају путем банкарских кредита. Крајем 1990-тих долази до приметних промена у начину финансирања већине немачких покрајина. У односу на укупан дуг, обвезнице локалних нивоа власти све више замењују банкарске кредите као примарне изворе финансирања. На убрзани развој тржишта муниципалних обвезница у Немачкој средином 1990-тих утицала је све већа активност немачких покрајина на тржишту капитала у циљу финансирања значајних трошкова изазваних уједињењем Источне и Западне Немачке. У периоду од 1992 до 2007. године у Немачкој је емитовано укупно 3099 муниципалних обвезница. Емисије су биле учестале у 90-тим, из већ поменутог разлога немачког уједињења, да би у наредним годинама активност

издавања била умеренија како по броју трансакција тако и по обиму.⁸² Значајан пласман (продаја) обвезница забележен је у 2000. години и задржава се висок ниво продаје и у периоду рецесије 2002-2004 (График 18). Кретање величине емисија обвезница је сличан кретању броја емисија муниципалних обвезница у Немачкој у поменутом периоду. Можемо уочити значајан раст обима емисије од рекордно ниске 1999. године, до значајних вредности у периоду 2003-2005 (график 19).

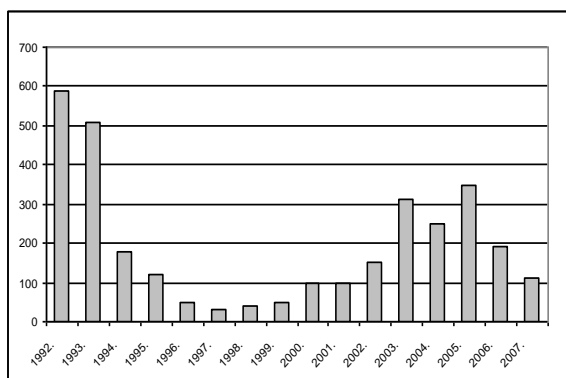


График 18. Укупан број емисија немачких покрајна по годинама

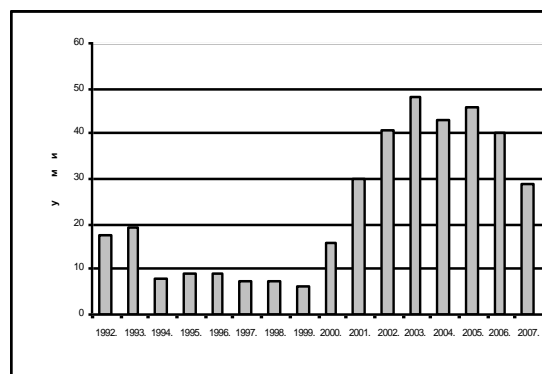


График 19. Укупан обим емисија немачких покрајна по годинама

Емисија обвезница путем методе јавних понуда и приватног пласмана су подједнако заступљене код локалних нивоа власти у Немачкој, с тим да су емисије путем јавних понуда обично већег обима. Заступљен је велики број различитих врста муниципалних обвезница: са фиксним и варијабилним каматама, са уграђеним пут и кол опцијама. Неке немачке покрајне су емитовале и неке врсте „егзотичних“ обвезница. Тако су на пример емитоване вредносне хартије индексираних ценама појединих производа или ткз. „исламске обвезнице“, које су емитоване у складу са шеријатским законом који забрањује камату на позајмљена средства. Пошто Ислам забрањује наплаћивање камате, ове обвезнице су структуриране на начин да је власник обвезница уједно и сувласник пројекта тј. улагања. На тај начин се не наплаћује камата, као код класичних обвезница, већ зарада инвеститорима долази у зависности од успеха пројекта. Од 1999. године створени су и одређени законски предуслови да се немачке покрајне могу задужити и путем емисије муниципалних обвезница у страним валутама. Ипак треба нагласити да су обими емисија таквих обвезница били знатно мањи у поређењу са емисијама обвезницама у домаћој валути. До сада су немачке покрајне

⁸² Schulz, A., Wolff, G. B. (2008). The German sub-national government bond market: evolution, yields, liquidity, Deutsche Bundesbank, Economic Studies, No. 6, str.3-6.

емитовале муниципалне обвезнице у 15 различитих валута, с тим да је више од 80% таквих обвезница емитовано у јенима, швајцарским францима и УС доларима.

Посебан сегмент на тржишту муниципалних обвезница представљају ткз. „Jumbos“ – заједничке емисије муниципалних обвезница од стране више локаних јединица (покрајна). До сада је емитовано 33 „Jumbos“ - заједничких муниципалних обвезница емитованих од стране синдиката који су обично чиниле пет до седам покрајна, изузев заједничке емисије из 1997. када је десет покрајна учествовало у емисији. До сада су све заједничке емисије муниципалних обвезница биле са фиксним приносом и просечним обимом емисије од око милијарду еура, што је скоро седам пута већи обим у поређењу са просечним обимом појединачних емисија немачких покрајна. „Jumbos bonds“ су по правилу знатно ликвидније у односу на стандардне „Länder bonds“. На овакав облик емисије обвезница углавном су принуђене покрајне које су мале по величини или по популацији. North Rhine-Westphalia, Berlin, Lower Saxony, Hesse су тренутно водеће немачке покрајне по обиму емисије муниципалних обвезница (табела 50.).

Табела 50. Тржиште муниципалних обвезница у Немачкој (јануар 2012)

Покрајне	Обим емисије (млрд еур)	Купон (%)	Рок доспећа (година)	S&P рејтинг
Baden Württemberg	17,4	3,9	4,7	AAA
Lower Saxony	31,8	3,4	3,5	/
Bavaria	10,2	3,4	3,8	AAA
Berlin	37,8	3,4	3,3	/
Brandenburg	10,5	3,6	3,2	AA-
Bremen	7,6	0	1,6	/
Hamburg	5,4	2,6	2,3	AA-
Hesse	27,4	3,2	4,2	AA
Mecklembourg-Pom.	0,8	4,5	4,7	/
North Rhine-Westphalia	78,3	3,1	3,8	AA-
Rhineland-Palantine	19,8	3	3,3	/
Saarland	1,9	2	3	/
Saxony	0,9	3,9	3,6	AAA
Saxony-Anhalt	10,2	4,1	4	AA+
Schleswig-Holstein	8,5	3,2	3	/
Thuringa	2,4	3,5	3	/

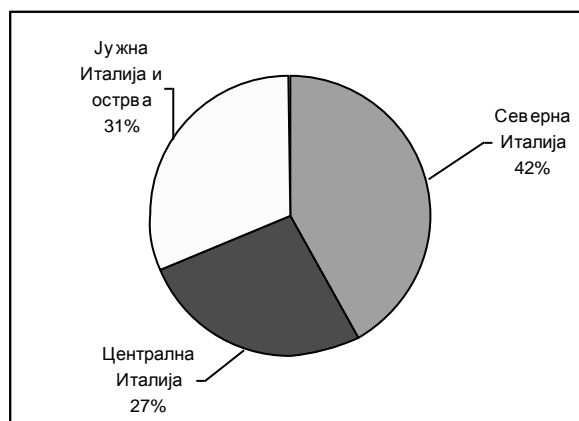
Izvor: DB Research, Bloomberg, Natixis

На немачком тржишту муниципалног дуга, у условима тренуто смањене кредитне активности банкарског сектора, је све учесталија појава заједничког наступа покрајна и општина на тржишту капитала. Овим путем им се пружа директан приступ институционалним инвеститорима на тржишту капитала и на тај начин знатно смањују своју укупну цену финансирања. Са појавом светске финансијске кризе, која је између осталог довела и до пропадања многих америчких и европских банака, локални нивои власти у Немачкој се суочавају са бројним тешкоћама у жељи да дођу до повољног финансирања од стране банакарског сектора. У оваквој новонасталој ситуација само тржиште капитала може да задовољи финансијске потребе општина. Међутим, с обзиром да већина општина није имала приступ тржишту капитала и да се трошкови емисије обвезница нису исплатили за емисије малих обима, компанија Kandler Gruppe GmbH је 2012. године основала агенцију (нем. *Kommunale Finanzagentur-KoFin*, eng. *Municipal Finance Agency 2012*) чији је основни задатак био да омогући општинама што лакши и јефтинији приступ тржишту капитала. Агенција организује и управља целокупним поступком издавања обвезница, тако да општине не морају да предузимају било какве кораке у овом поступку. Целокупна комуникација са банкама, агентима емисије, адвокатским саветницима, инвеститорима и берзом је на агенцији. За ову врсту услуге општине не сnose било какве додатне трошкове и њихова обавеза се своди искључиво на отплату главнице и плаћање камате на име емитованих обвезница. Поред тога, овим концептом емисије је обезбеђен знатно краћи временски период од одлуке општине о задуживању до момента издавања обвезница. Под покровитељством ове агенције, маја 2013. године, немачки градови Вирцбург (Würzburg) и Нирнберг (Nürnberg) су заједнички емитовали муниципалне обвезница у вредности од 100 милиона еура. То је била прва заједничка емисија обвезница немачких општина. У фебруару 2014. године, шест немачких општина је заједнички емитовало муниципалне обвезнице у вредности од 400 милиона еура и то је до сада највећа емисија општинских обвезница у Немачкој.

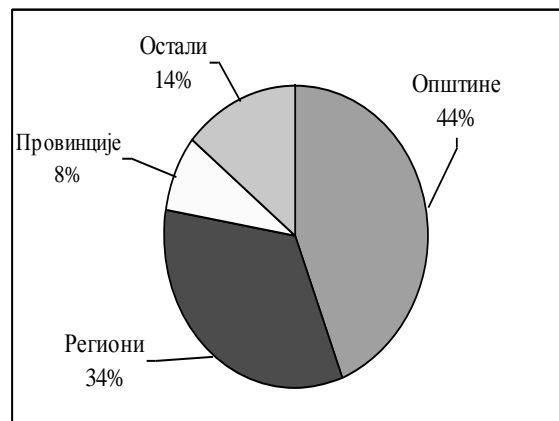
4.2. Тржиште муниципалних обвезница у Италији

Као основна карактеристика италијанске територијалне организације може се навести њена тростепеност. Основна јединица локалне самоуправе јесте општина (municipio), самоуправна јединица вишег степена је провинција (provincia), док највиши

ниво децентрализације чини регион (regione).⁸³ Цела земља је подељена на 20 региона који се састоје од 95 провинција са 8099 општина. Укупан дуг локалних самоуправа у Италији у 2013. години износио је 107,6 млрд еура што представља 5.2% укупног јавног дуга земље, односно 6.9% бруто друштвеног производа Италије. Од укупног дуга локалних нивоа власти у Италији, 42% дуга се односи на локалне власти у Северној Италији, 26.6% на локалне самоуправе у Централној Италији и 31.4% на јединице које припадају Јужној Италији и острвима (слика 10). Уколико разграничимо ова дуговања по основу територијалне организације, 43.9% дуга представљају дуговања општина, 34% чине дуговања региона, 7.9% је дуг провинција, док преосталих 14.2% представљају дуговања општинских тела и предузећа задужених углавном за спровођење здравствене заштите грађана (слика 11).



Слика 10. Структура дуга по макро-регионима



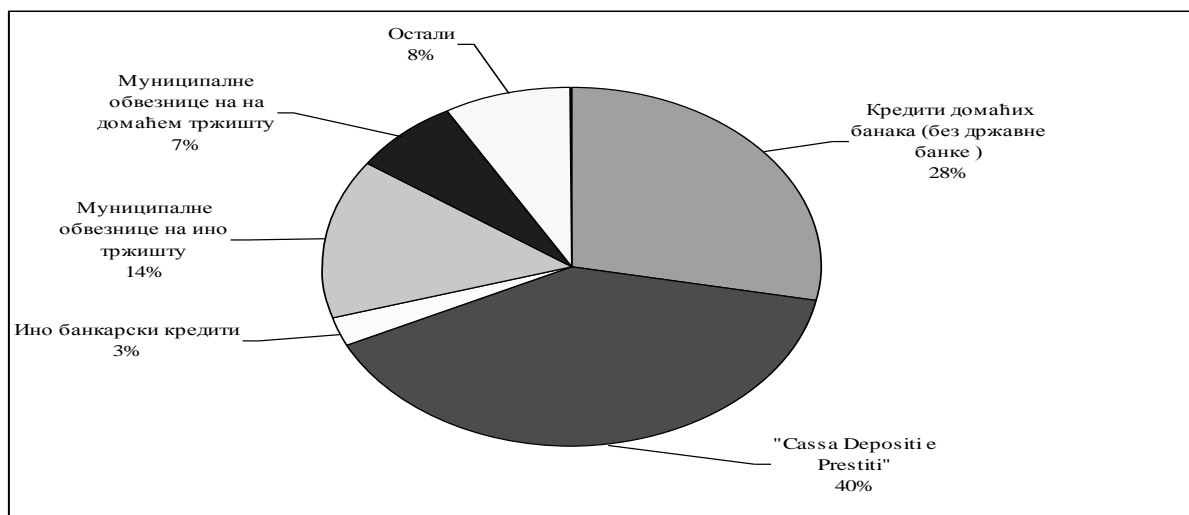
Слика 11. Структура дуга по територијалној организацији

Уколико посматрамо изворе кредитног финансирања локалних јединица власти у Италији, запазићемо доминантно учешће банкарских кредита што је уједно и уобичајна појава на тржишту муниципалног дуга у Европи. Кредити домаћег банкарског сектора (без државне банке) учествују са 28,1%, државна банка *Cassa Depositi e Prestiti Spa* (CDP S.p.a.)⁸⁴ учествује са 39.6%, кредити ино банака учествују

⁸³ Вучетић Д., Јанићијевић Д., 2006, Децентрализација као полазиште развоја Србије, Центар за развој грађанског друштва Протекта, Ниш: стр.89.

⁸⁴ *Cassa Depositi e Prestiti Spa* (CDP S.p.a.) је италијанска државна банка основана 1850 године у Торину са садашњим седиштем банке у Риму. Власничка структура банке је таква да држава тј. Министарство економије и финансија има учешће од 80% , док преосталих 20% власништва се налази у рукама различитих банкарских фондација.

са 2.6%, дугови по основу емитованих муниципалних обвезница на ино тржишту износе 14.3%, емитоване обвезнице на домаћем тржишту чине 7.2% дуга, док преосталих 8.2% чине остале трансакције и обавезе (слика 12).



Слика 12 . Структура муниципалног дуга по основу инструмента дуга

Тржиште муниципалних обвезница у Италији чине муниципалне обвезнице општина БОЦ (*buoni ordinari comunali*), муниципалне обвезнице провинција БОП (*buoni ordinari provinciale*) и муниципалне обвезнице региона БОР (*buoni ordinari regionale*). Средства прикупљена емисијом ових хартија од вредности су намењена искључиво за потребе финансирања капиталних и инфраструктурних пројеката, а никако у циљу финансирања оперативних трошкова локалних самоуправа. Законски и технички предуслови за емисију првих муниципалних обвезница у Италији испуњени су 1996. године. Најпре је децембра 1994. године донет Закон бр.724 (члан 35) којим се омогућава задуживање локалних самоуправа путем емисије муниципалних обвезница. Међутим, с обзиром да овим Законом није дефинисан сам поступак емисије, Министарство финансија Италије–Управа за трезор је уредбом 1996. године морала да регулише ово питање и тек тада су локални нивои власти могли да отпочну са првим емисијама обвезница. Регулисање области емисије муниципалних обвезница није поверено једној италијанској институцији, већ су надлежности подељене на више њих. Министарство финансија-Управа за трезор је ограничила своју улогу у изради законског оквира, *Bank of Italy* (централна банка Италије) одобрава емисију водећи рачуна о макроекономској стабилност, док је Комисија за хартије од вредности (*Consob- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) одговорна за форму проспекта

који се припрема за потенцијалне инвеститоре. Након доношења одлуке о емисији муниципалних обвезница од стране надлежних локалних органа, емитет најпре мора да добије одобрење за емисију обвезница од стране централне банке која води рачуна о томе да се не угрозе јавне финансије и макроекономска стабилност земље. Комисија за хартије од вредности прописује садржину проспекта у циљу што бољег информисања потенцијалних инвеститора и даје одобрење на достављен проспект од стране емитента. Емитент је одговоран за истинитост података садржаних у проспекту.

Неке од главних карактеристика ових хартија од вредности су прописани минимални рок доспећа од 5 година и минимални обим емисије од милион еура, да су то првенствено купонске обвезнице са фиксном или променљивом каматном стопом (везана за референтну каматну стопу-Либор) и за разлику од државних обвезница, код којих се главница исплаћује по доспећу, код муниципалних обвезница се са купонима исплаћује и део главнице, тј. постоји амортизациони план отплате. На остварени принос у виду камате или капиталне добити (као разлика између куповне и продајне цене обвезнице) законом је прописан порез у износу од 12,5%. Законом је прописана и максимална накнада инвестиционих саветника који евентуално учествују у поступку емисије и износи 0.5%, док је емитент такође у обавези да приликом емисије плати и ткз. једнократни допринос у износу од 0.1% од обима емисије.

Прве муниципалне обвезнице су углавном емитоване путем приватног пласмана и обими тих емисија су се кретали око скромних милијарду до двадесет милијарди италијанских лира. Град Напуљ, на челу са Merrill Lynch-ом, је први емитовао муниципалне обвезнице путем јавне понуде 1996. године. Затим их је следио Рим са јавном емисијом од 100 млрд лира, чију емисију је помогла тадашња *Banca IMI*, а недуго затим и град Милано је уз помоћ *Cariplo* банке емитовао 100 млрд лира муниципалних обвезница путем јавне понуде. Јавне емисије муниципалних обвезница, за разлику од приватног пласмана обвезница професионалним инвеститорима, морају да се спроведу у складу са прописима Комисије за хартије од вредности и финансијска тржишта. Имајући у виду процедуру које емитенти морају да испуне, за поступак јавне емисије муниципалних обвезница обично је неопходно око четири до пет месеци. Неке од емитованих обвезница се листирају на берзи, али је ниво њихове ликвидности веома низак обзиром да нема свакодневног трговања овим вредносним хартијма. Рокови доспећа муниципалних обвезница у Италији се обично крећу у опсегу од пет до двадесет година, док су приноси у просеку већи за један процентни поен у односу на приносе које доноси улагање у државне обвезнице.

Од укупно емитованих муниципалних обвезница у Европи, 82% обвезница је емитовано од стране локалних власти у Немачкој, док је Италија одмах иза Немачке са емитованих 23.2 млрд еура (табела 51), што представља учешће од 6.8%.

Табела 51. Муниципални дуг по регионима у Италији у 2013. години (у мил. Еур)

Регион	Обвезнице емитоване у Италији	Обвезнице емитоване у иностранству	Кредити домаћих банака и CDP S.p.a	Кредити ино банака	Остало	Укупно
Piedmont	1.168	2.105	11.026	0	360	14.659
Valle d'Aosta	0	268	128	0	3	399
Lombardy	814	1.940	8.604	87	561	12.006
Trentino Alto Adige	118	7	1.014	0	23	1.162
Veneto	723	1.174	3.587	7	463	5.954
Friuli-Venezia Giulia	51	765	1.569	0	30	2.415
Liguria	521	491	1.803	8	101	2.924
Emilia-Romagna	1.052	33	3.749	304	586	5.724
Tuscany	741	274	4.641	239	516	6.411
Umbria	178	541	828	0	30	1.577
Marche	188	273	1.726	245	42	2.474
Lazio	232	2.746	11.783	1.093	2.268	18.122
Abruzzo	340	868	1.113	0	411	2.732
Molise	5	193	282	0	53	533
Campania	526	2.143	7.026	410	2.347	12.452
Puglia	360	420	2.683	60	208	3.731
Basilicata	99	18	608	70	52	847
Calabria	250	0	3.167	0	232	3.649
Sicily	265	322	6.507	324	379	7.797
Sardinia	91	829	1.040	0	85	2.045
Укупно	7.722	15.410	72.884	2.847	8.750	107.613

Извор: www.bancaditalia.it

4.3 Тржиште муниципалних обвезница у источно-европским земљама

Процес транзиције карактерише успостављање макроекономске стабилности, укидање монопола и приватизација у различитим секторима привреде, реструктурирање јавних предузећа и реформа банкарског сектора, а све у циљу стварања тржишне и конкурентне привреде једне земље. Транзиција у централноисточној Европи, са изузетком Чешке, Словачке, Мађарске и Пољске, није довела до остваривања жељених циљева који се превасходно огледају у постизању очекиваног раста бруто домаћег производа. Оне се сврставају у најнапредније транзиционе привреде у Европи, које су се у поступку реформе финансијског тржишта, међу првима упустиле и у процес увођење муниципалних обвезница на тржишту капитала са циљем продубљивања

тржишта и повећања конкурентности између финансијских инструмената на тржишту. Доминантну улогу у развоју тржишта муниципалних обвезница у овим транзиционим економијама имале су банке. Већина транзиционих земаља се у развоју тржишта муниципалних обвезница ослањала на позитивна искуства и регулаторна решења примењена на америчком тржишту муниципалних обвезница. Један од разлога за тако нешто представља чињеница да је тржиште муниципалних обвезница САД-а највеће и најразвијеније тржишту овог типа, а други, такође битан разлог чињеница да су се ове земље у процесу увођења муниципалних обвезница на својим тржиштима веома ослањала на подршку и помоћ консултаната Светске банке и независне Америчке агенције за међународни развој (УСАИД). И поред ослањања на амерички модел, тржишта муниципалних обвезница у транзиционим економијама значајно одступају од америчког модела по многим битним карактеристикама:

- разлике у погледу тржишне капитализације;
- разлике у погледу начина емисије - емисије обвезница у транзиционим економијама су обично малог обима и емитују су путем приватног пласмана што се касније одражава на њихов низак степен ликвидности на секундарном тржишту;
- недостатак екстерне финансијске оцене емитента – кредитног рејтинг емитента;
- разлике у структури инвеститора - доминантни инвеститори у транзиционим економијама су банке које често креирају обвезнице у складу са својим потребама;
- апсолутна доминација државних обвезница на финансијском тржишту земаља у транзицији, који се сматра најсигурнијим видом улагања са аспекта инвеститора у хартије од вредности.

4.3.1 Развој тржишта муниципалних обвезница у Пољској

Услови за појаву првих муниципалних обвезница у Пољској створени средином 90-тих година прошлог века, доношењем потребне регулативе у овој области која се у многоме ослањала на амерички модел регулисања тржишта муниципалног дуга. Емисија муниципалних обвезница у Пољској регулисана је Законом о обвезницама, Законом о јавним финансијама и актима који регулишу тржиште капитала. Законом о

јавним финансијама локалним самоуправама је омогућено финансирање путем узимања кредита или путем издавања хартија од вредности за потребе покривања буџетског дефицита, рефинансирања доспелих обавеза, као и за потребе финансирања пројеката који су суфинансирани средствима из буџета Европске уније. Овим Законом дефинисан је максимални ниво дуга локалне самоуправе у износу од 60% буџетских прихода, с тим да годишње обавезе локалне самоуправе по основу сервисирања дуга (камата и главница) не сме прећи 15% буџетских прихода. У случају финансирања пројеката који се суфинансирају од стране Европске уније, ова ограничења не важе.⁸⁵

Након 17 година развоја овог тржишта, можемо констатовати да пољско тржиште муниципалних обвезница нема великих сличности са америчким тржиштем. Та разлика се првенствено огледа у погледу начина емисије обвезница, с обзиром да у Пољској доминирају емисије малог обима за унапред познатог купца („приватни пласмани“), док је учешће приватног пласмана обвезница на најразвијенијем америчком тржишту свега 1%. Јавна понуда обвезница је првенствено заступљена на америчком тржишту, јер она омогућава да се искористите многе предности оваквог вида задуживања локалних јединица власти. Јавне емисије, великог обима, пре свега омогућавају учешће већег броја инвеститора што доводи до нижих трошкова задуживања локалних самоуправа. Друга, такође битна карактеристика по којој се Пољско тржиште муниципалних обвезница разликује од америчког, јесте доминација банкарског сектора на страни инвеститора.

У Пољској се почев од 1995. године константно повећавао број локалних самоуправа које су користиле законску могућност да се задужују путем емисије хартија од вредности, тако да је закључно са 2011. годином више од 470 локалних јединица власти издало муниципалне обвезнице. У периоду од 1997-2012. године тржиште муниципалних обвезница у Пољској је порасло са 297 милијарди ПЛН, на преко 15.690 милијарди ПЛН.

⁸⁵ Danilowska A. 2011. "Municipal bond as a tool of financing the local governments investments in rural areas in Poland", *Acta Scientiarum Polonorum, Oeconomia* 10(2): стр.31

**Табела 52. Развој тржиште муниципалних обвезница у Пољској
у периоду од 1997-2012.**

Година	Величина тржишта муниципалних обвезница (млрд. ПЛН)	Стопа годишњег раста (%)	Број емитената
1997	297	-	28
1998	526	77,2	40
1999	653	24,2	53
2000	859	31,5	89
2001	1.629	89,5	144
2002	2.219	36,2	192
2003	2.639	18,9	201
2004	2.954	12,0	227
2005	3.295	11,5	264
2006	3.830	16,2	322
2007	4.132	7,9	337
2008	4.461	8,0	373
2009	6.906	54,8	415
2010	10.855	57,2	458
2011	14.350	32,2	476
2012	15.690	9,3	-

Извор: Fitch Polska S.A., www.fitchpolska.com.pl

Можемо констатовати да се ефекти светске економске кризе нису много одразили на овај сегмент финансијског тржишта Пољске из више разлога. Тако је на пример из године у годину број локалних самоуправа које се одлучују за емисију обвезница као вид задуживања све већи. Крајем 1997. године број емитената муниципалних обвезница у Пољској је износио свега 28, да би крајем 2011. у Пољској било укупно 478 емитената (табела 52). Почев од 1997. године присутан је такође и константан раст стопе раста дуга локалних самоуправа по основу емисије муниципалних обвезница. Та стопа је само у 2007., 2008. и 2012. години била једноцифрена, док су на пример забележене значајне стопе раста у 2009. и 2010. години када се дуг по основу емисије муниципалних обвезница готово дуплирао. Оваква кретања на тржишту муниципалног дуга су првенствено резултат позитивне стопе раста пољске економије и стабилне финансијске ситуације локалних самоуправа у Пољској у том периоду. Веома важан фактор за развој овог сегмента финансијског тржишта представља и укључивање фондова Европске уније у суфинансирање инфраструктурних инвестиционих пројеката након приступања Пољске Европској унији. Муниципалне обвезнице су се углавном емитовале у малим обимима, па је тако у посматраном периоду просечна вредност емисије износила негде око 2 милиона ПЛН.

Емисије су са роковима доспећа од 5-10 година, са променљивим каматним стопама које су се везивале за каматне стопе једногодишњих државних обвезница и камате су се у већини случајева исплаћивале једном годишње.

Емисије обвезница су у већини случајева организоване од стране банака, које су у исто време и највећи инвеститори у ове хартије од вредности. Углавном се ради о не јавним емисијама, односно о приватном пласману обвезница. Банке често емисије обвезница прилагођавају својим потребама, тако да су ове хартије од вредности скоро идентичне са банкарским кредитима. Основни разлог због којег се банке упуштају у нешто компликованију процедуру емисије обвезница наспрам једноставног поступка одобрења кредита, лежи у тренутно важећим законским прописима. Наиме, по основу Закона о јавним набавкама, уколико локална самоуправа жели да узме кредит, у обавези је да организује јавно надметање. Са друге стране, у случају емисије обвезница локалне власти могу да одаберу било коју банку без икаквих ограничења и без организовања јавног надметања. Осим тога, куповином муниципалних обвезница банке такође превазилазе прописана ограничења у погледу кредитне изложености ка једном клијенту.⁸⁶

Табела 53. Структура инвеститора на тржишту муниципалних обвезница Пољске

Инвеститор	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Комерцијалне банке	90,80	72,40	75,60	77,70	83,90	86,20	81,80	87,64	91,75
Осигурања	-	1,20	2,00	1,40	1,20	0,90	0,70	1,58	1,00
Пензиони фондови	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,80	4,30	2,96
Предузећа	-	2,90	3,00	1,50	0,20	0,00	0,00	0,04	0,94
Страни инвеститори	-	9,30	13,60	15,30	12,70	11,40	9,60	2,72	0,05
Инвестициони фондови	-	12,60	4,40	2,40	1,50	1,20	2,10	3,53	3,23
Остали	-	1,60	1,40	1,70	0,40	0,30	0,00	0,19	0,00

Извор: Fitch Polska, Polish non-government debt market

У горњој табели можемо уочити изразиту доминацију банкарског сектора на тржишту муниципалних обвезница у Пољској. У периоду од 2004-2006. године забележен је одређен пад тржишног учешћа банкарског сектора првенствено услед раста учешћа страних инвеститора и инвестиционих фондова, међутим са појавом светске финансијске кризе долази до значајног повлачења страних инвеститора са

⁸⁶ Danilowska A. 2011. "Municipal bond as a tool of financing the local governments investments in rural areas in Poland", *Acta Scientiarum Polonorum, Oeconomia 10(2)*: стр. 33.

тржишта многих земаља у транзицији, тако да је банкарски сектор крај 2011. године дочекао са тржишном учешћем од 91,75%. Треба нагласити да је у посматраном периоду забележено скромно учешће пензионих фондова, осигуравајућих компанија и предузећа. Инвестициони и пензиони фондови, са растом финансијаког тржишта, из године у годину располажу све значајнијим финансијским средствима, али главна препрека њиховом већем учешћу на тржишту муниципалних обвезница представљају мали обими емисија. Фондови морају стриктно да поштују правила пословања дефинисана проспектом фонда, којим је регулисано максимално учешће у појединим хартијама од вредности, тако да обично не могу улагати код обвезница са малим обимом емисије. Из тих разлога, сматра се да у Пољској углавном емисије муниципалних обвезница преко 20 милиона ПЛН могу бити интересентне за инвестиционе фондове. Други разлог за слабо интересовање инвестиционих фондова за улагање у муниципалне обвезнице произилази из доминације државних обвезница на тржишту, који у структури инвестиционих фондова чине преко 57% укупног износа пласмана.⁸⁷ Државне обвезнице учествују на тржишту обвезница са преко 90%, док на муниципалне обвезнице отпада свега 0.9% тржишта.

У 2012. години, забележена је једна од најмањих стопа раста тржишта муниципалних обвезница (9.3%) у последњих петнаест година развоја овог сегмента финансијског тржишта Пољске. Један од разлога ниже стопе раста представља смањена инвестициона активност локалних самоуправа у реализацији инфраструктурних пројеката, изазвана све мањим инвестицијама од стране ЕУ фондова, али и због предузетих мера прилагођавања локалних самоуправа строжим лимитима задуживања који ступају на снагу од 2014. године. Наиме, тренутно важеће ограничење у погледу годишњих обавеза на име сервисирања дуга од максималних 15% годишњих прихода локалне самоуправе, од 2014. године биће замењено појединачним лимитима за сваку јединицу локалне самоуправе у складу са њеним буџетом, приходима и расходима у последње три године и у складу са трошковима сервисирања дуга и покрића датих гаранција.

Економска и стручна јавност Пољске сматра да постоји још доста простора за раст учешћа муниципалних обвезница у структури укупног дуга локалних самоуправа. Аналитичари сматрају да ће у току 2013. године 80% дуга локалних самоуправа бити у виду банкарских кредита, док ће муниципалне обвезнице чинити 20% укупног дуга.

⁸⁷ Јовановић А., Н. Закић. 2008. „Тржишта муниципалних обвезница – нека упоредна искуства“, Економика бр. 5-6, стр.94.

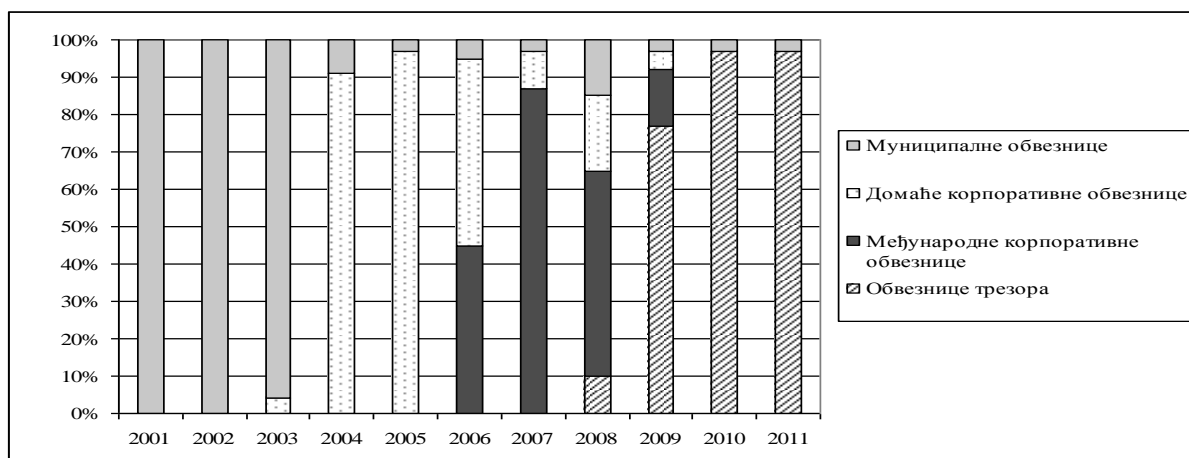
Инвестиције ће и даље бити усмерене у области изградње путева, јавног транспорта и изградње локалне комуналне инфраструктуре.

4.3.2 Развој тржишта муниципалних обвезница у Румунији

Развој тржишта капитала у Румунији тесно је повезан са процесом приватизације у овој земљи који је отпочео 1991. године масовном приватизацијом. Приватизацијом је 30% вредности државних предузећа подељено пунолетним грађанима, а формирањем Букуриштанске берзе и листирањем већине тих државних предузећа, створени су услови за почетак развоја тржишта капитала у овој земљи. Поред тога што се прва обвезница на овом тржишту појавила 1997. године, као референтна година се узима 2001., када су се на тржишту регистровале прве муниципалне обвезнице градова Предеал и Мангалиа. Многе општине у Румунији су следиле пример ових градова и убрзо су се одлучиле за овај вид финансирања, а како би се створили услови за што веће учешће домаћих и страних инвеститора у трговини овим хартијама од вредности обвезнице су листиране на Букурештанској берзи. Након муниципалних обвезница, 2004. године на Букурештанској берзи се листирају прве корпоративне обвезнице издате од стране појединих комерцијалних банака, а августа 2008. године тржиште обвезница се комплетира увођењем новог дужничког инструмента на берзи, трезорских записа. Тако се крајем 2009. године тржиште обвезница у Румунији састојало од три сегмента: сегмент муниципалних обвезница са 31 емисијом, сегмент корпоративних обвезница са 3 емисије; и сегмент трезорских обвезница са 26 емисија.⁸⁸ Посматрајући период од 2001. до 2010. године, можемо рећи да тржиште дужничких хартија од вредности има скромно учешће у укупном промету на берзи од свега 8%.

⁸⁸ Vasile V., Matei M. 2011. The Romanian Municipal Bond Market and the International Financial Crisis, *Revista Romana de Economie*, Vol. 29 Issue 1, стр. 120

График 20. Учешће појединих облигација у укупном промету на тржишту облигација Румуније



Извор: Bucharest Stock Exchange, www.bvb.ro

И поред тога што су муниципалне облигације прве листиране на Берзи, дуго година биле једине облигације којима се могло секундарно трговати и биле доминантне по броју годишњих емисија, од 2009. године трезорске облигације, по основу броја трансакција и обиму трговања, преузимају примат на тржишту облигација у Румунији (график 20).

Табела 54. Емисија муниципалних облигација у периоду 2001-2011.

Година	Емисија облигација		
	Муниципалне	Т-бондс	Укупно
2001	2	-	2
2002	4	-	4
2003	9	-	10
2004	19	-	25
2005	13	-	19
2006	11	-	18
2007	16	-	22
2008	20	24	50
2009	31	25	60
2010	35	18	55
2011(јун)	36	21	59

Извор: Bucharest Stock Exchange, www.bvb.ro

Емисија муниципалних облигација у Румунији регулисана је Законом о финансирању локалне самоуправе из 1998. године (бр. 189/1998), који је по први пут од 1990. године, локалним самоуправама омогућио алтернативни вид задуживања

путем тржишта капитала. Овим Законом дефинисан је максимални ниво задуживања локалних јединица власти од 20% укупних годишњих буџетских прихода. Имајући у виду да су емитоване опште обавезујуће обвезнице, чија наплата зависи од укупне пореске снаге издаваоца, улагање у ове хартије од вредности на овом тржишту спада у групу сигурних инвестиција, иако је новим Законом о локалној самоуправи из 2006. године максимални ниво дуга локалне самоуправе подигнут на 30% годишњих буџетских прихода.

Анализирајући тржиште муниципалних обвезница у Румунији, можемо посебно уочити два периода у процесу развоја овог тржишта:

- период од 2001-2005. када су емитоване првенствено краткорочне обвезнице са роковима доспећа од једне до пет година. Овај период такође карактерише мали номинални дуг локалних самоуправа и емисије малих обима, с обзиром да се ради о почетној фази развоја овог сегмента финансијског тржишта када није постојала велика заинтересованост домаћих и страних инвеститора за овакав вид улагања;
- период након 2005. године, који се одликује емисијама код којих су се рокови доспећа углавном кретали од 14-25 година. Све чешћа емисија обвезница са дужим роковима доспећа се објашњава потребом локалних јединица власти за дугорочним изворима у циљу финансирања дугорочних развојних и инфраструктурних пројеката, као и због порастом поверења инвеститора у кредитну способност локалних самоуправа у Румунији. Након 2005. године долази и до постепеног раста номиналног дуга локалних самоуправа, што се делом објашњава растом учешћа буџетских прихода који се користе за финансирање обавеза по основу емитованих муниципалних обвезница (са 20% на 30% буџетских прихода).

Анализирајући досадашње емисије муниципалних обвезница у Румунији могу се уочити следеће битне карактеристике⁸⁹ :

- обвезнице су дематеријализоване, неконвертибилне, купонске и откупљују се по доспећу по номиналној вредности;

⁸⁹ Vasile V., Matei M. 2011. *The Romanian Municipal Bond Market and the International Financial Crisis*, Revista Romana de Economie, Vol. 29 Issue 1, стр. 121

- већина муниципалних обвезница је листирано на Букурештанској берзи и њима се тргује;
- продаја обвезница се углавном обавља преко банака, и то углавном преко Romanian Commercial Bank и Romanian Development Bank;
- локалне самоуправе измирују обавезе углавном у једнаким полугодишњим или кварталним ануитетима;
- наплата потраживања је обезбеђена пореском снагом емитента (опште обавезујуће обвезнице) и власници обвезница имају приоритет у наплати у односу на трећа лица која имају потраживања од локалних самоуправа;
- обавезе по основу емитованих обвезница се измирују искључиво из буџетских прихода локалне самоуправе и влада (држава) нема обавеза у измиривању конкретног дуга;
- каматна стопа је варијабилна и утврђује се на бази унапред дефинисане формуле;
- прикупљена средства се искључиво користе за финансирање изградње локалне инфраструктуре (водоводне и канализационе мреже, путева, ...).

Тржиште муниципалних обвезница у Румунији је веома концентрисано тржиште, с обзиром да емисије обвезница десетак већих локалних самоуправа из области Молдавије и Трансилваније чине 80% тржишта муниципалног дуга. Градова Темишвар и Иаши, својим учесталим емисијама и великим обимима емисије, доминирају на тржишту муниципалних обвезница у Румунији.

Табела 55. Јавне емисије муниципалних обвезница у периоду 2003-2011.

Локална самоуправа	Симбол	Година издања	Година доспећа	Обим емисије (ком)	Номинални износ	Вредност емисије (ЕУР)
Темисвар	TIM05	2003	2005	100.000	100 RON	2.663.000
Дева	DEV08	2003	2008	58.000	100 RON	1.544.540
Темисвар	TIM11	2005	2011	200.000	100 RON	5.523.488
Васџу	VAC26B	2009	2026	400.000	100 RON	9.436.000
Бистрица	BIS29	2009	2029	350.000	100 RON	8.256.500
Алба-Јулија	ALB27	2009	2027	320.000	100 RON	7.548.800
Иаши	IAS28A	2010	2028	1.000.000	100 RON	23.320.000
Залџу	ZAL30	2010	2030	643.000	100 RON	14.994.760
Бихор	BIH17	2010	2017	779.864	100 RON	18.186.428
Темисвар	TIM28	2011	2028	1.000.000	100 RON	23.930.000

Извор: Bucharest Stock Exchange, www.bvb.ro

Поред високог степена концентрације, низак ниво транспарентности је још један недостатак тржишта муниципалних обвезница у Румунији. У складу са тренутно важећом законском регулативом, емитенти муниципалних обвезница нису у обавези да објављују финансијске извештаје као и друге битне информације о њиховим активностима и пословању. Из тих разлога потенцијални инвеститори не располажу адекватним информацијама о емитентима и њиховом пословању, неопходним за доношење инвестиционих одлука у трговини како на примарном тако и на секундарном тржишти муниципалних обвезница. Имајући у виду значај рејтинг агенција у смањивању информационе асиметричности, у Румунији је у циљу повећања транспарентности на финансијском тржишту, новембра 1997. године регистрована прва домаћа рејтинг компанија Bucharest Equity Research Group. Међутим, треба истаћи да се са појавом рејтинг агенција на тржишту муниципалних обвезница нису остварили жељени ефекти у погледу повећања нивоа транспарентности, обзиром да потенцијалним инвеститорима и даље нису доступне неопходне информације о емитентима муниципалних обвезница, њиховим активностима и пословању.

Низак ниво ликвидности секундарног тржишта муниципалних обвезница карактеристично је и за румунско финансијско тржиште. На основу података датих у табели бр. 56, можемо констатовати да се свега 15% од укупног броја трговачких дана трговало муниципалним обвезницама. Од укупно 68 емисија муниципалних обвезница листираних на берзи у периоду од 2001-2011. године, са 30% обвезница се никада није трговало на берзи, а око 30% листираних обвезница је имало мање од десет трговања.

Табела 56. Секундарна трговина листираних обвезница на Букурештанској берзи

Година	Број дана када је трговано муниципалним обвезницама на берзи	Укупан број трговачких дана на берзи	Број трансакција	Обим трговања (ЕУР)
2001	4	17	5	185,13
2002	6	247	10	250.295,75
2003	11	241	12	340.150,99
2004	36	253	85	1.317.015,33
2005	40	247	60	705.841,35
2006	21	248	60	2.043.114,05
2007	25	250	58	2.964.905,95
2008	57	250	175	8.510.317,46
2009	67	250	154	4.565.880,02
2010	40	255	88	5.456.669,42
Јун 2011	12	127	28	243.080,27

Извор: Bucharest Stock Exchange, www.bvb.ro

У посматраном периоду муниципалне обвезнице су учествовале са свега 30,29% у укупном промету на секундарном тржишту дуговних хартија од вредности Румуније, што додатно потврђује низак ниво ликвидности секундарног тржишта муниципалних обвезница.

4.3.3. Развој тржишта муниципалних обвезница у Мађарској

Задуживање локалних самоуправа у Мађарској омогућен је Законом о локалној самоуправи из 1990. године и за њихово задуживање, по основу овог закона, није било потребно одобрење централних нивоа власти. С обзиром да је уследило убрзано и неконтролисано задуживање локалних самоуправа у периоду од 1994-1995. године, 1996. године уведена су одређена законска ограничења у погледу њиховог задуживања:

- општине могу да сервисирају своје обавезе по основу задуживања искључиво из сопствених изворних прихода (локалних пореза, такси, пословних прихода, прихода од закупа и сл.), док се државне дотације и субвенције, као и средстава обезбеђена продајом сопствене имовине не могу користити за те сврхе;
- укупане годишње обавезе општина по основу сервисирања обавеза из кредита, издатих муниципалних обвезница и лизинга, не сме бити већи од износа коригованог текућег прихода који представља 70% позитивне разлике између текућих прихода и краткорочних обавеза.

Закон о локалној самоуправи који је донет 2011. године, а који је ступио на снагу у јануару 2012., предвиђа нови вид обрачуна лимита задуживања општина јер годишње обавезе по основу сервисирања камата и главница не сме прећи половину годишњих сопствених прихода општина. Оно што је још важније, овим Законом је предвиђено да за свако ново задуживање локалне самоуправе мора да постоји сагласност централне власти, што није била пракса у периоду од 1990-2011.

Емисија и промет муниципалним обвезницама регулисана је Законом о тржишту капитала који је ступио из 1997. године. Овим законом је дефинисано да свака јавна понуда муниципалних обвезница захтева објављивање проспекта и обавештења о понуди обвезница, при чему оба документа морају да буду одобрена од стране

Комисије за надзор тржишта хартија од вредности. Законом је прописан минимални износ емисије код јавне понуде обвезница и он износи 10 милиона ХУФ.

С обзиром да Законом о хартијама од вредности није регулисана област приватног пласмана муниципалних обвезница, Комисија за надзор је увела посебна правила у циљу попуњавања ове правне празнине:⁹⁰

- минимални износ приватног пласмана износи 5 милиона ХУФ;
- инвеститори морају бити унапред познати;
- у трансакцију мора бити укључена брокерска кућа.

У Мађарској су до сада издаване три врсте обвезница са аспекта сигурности отплате дуга локалне самоуправе:

- 1) опште обавезујуће обвезнице које се емитују на бази пореске снаге издаваоца, где локална самоуправа исплату дуга гарантује свим својим приходима;
- 2) приходне обвезнице код којих је наплата камата и главнице обезбеђена од стране инвеститора залагањем прихода које ће остваривати конкретан пројекат који се финансира;
- 3) „наменско“ приходне обвезнице код којих повраћај дуга обезбеђен посебним приходима који немају везе са приходима пројекта који се финансира. То могу на пример бити посебни трансфери локалним самоуправама од стране централне власти или одређени порески приходи од на пример продаје алкохола, бензина и сл.

Муниципалне обвезнице локалних нивоа власти у Мађарској се често називају „хибридним“ обвезницама, с обзиром да постоје одређени законски прописи који ограничавају имовину и приходе које се могу користити за измиривање обавеза по основу емитованих обвезница. Тако да имамо ситуацију да иако су локалне власти емитовале опште обавезујуће обвезнице, њихова обавеза је у принципу нижег обима с обзиром да уговорене одредбе не обавезују на повећање локалних пореза за потребе сервисирања дуга.⁹¹

⁹⁰ Kovacs G. 2007. *Financing local investments by issuing municipal bonds*, Atalakulasi folyamatok Közep-Europában. u: Szechenyi Istvan Egyetem Multidiszciplinaris Tarsadalomtudomanyi Doktori Iskola, стр. 111.

⁹¹ Исто, стр.109.

**Табела 57. Компарација различитих техника емисије муниципалних
обвезница у Мађарској**

Начин емисије	Неопходно време за добијање средстава	Услови	Предности	Недостаци
1. Јавна емисија обвезница на домаћем тржишту хартија од вредности	одмах	мах 5 година	Флексибилнији услови отплате камате и главнице. Не постоје условљавања од стране банака као код приватног пласмана. Сектор становништво се може укључити на страни инвеститора .	Високи трошкови емисије; недостатак стручних људи на локалном нивоу за примену овог вида задуживања.
2. Приватни пласман обвезница на домаћем тржишту	одмах	мах 5 година	Обично бољи и флексибилнији услови него код банкарских кредита	Мањи инвестициони потенцијал. Банке углавном диктирају услове задуживања.
3. Међународна емисија обвезница	одмах	може бити преко 5 година	Услови отплате камате и главнице могу бити флексибилнији. Већи фонд потенцијалних инвеститора.	Ризик промене девизног курса. Услови задуживања зависе од кредитног рејтинга земље.Ефекти се остварују само при ангажовању великих инвестиционих фондова.

Извор: Vígvári, A. (2003) Közpénzügyek, önkormányzati pénzügyek, стр..251

У периоду од 1990-2000. године тржиште муниципалног дуга у Мађарској је било на скромном нивоу и крајем 1998. године величина тог тржишта је износила мање од \$600 милиона. У периоду од 2000-2009. године долази до финансијског бума на тржишту муниципалног дуга, с обзиром да се активност банака на овом сегменту финансијског тржишта умногостручила у односу на претходни период, тако да је дуг локалних нивоа власти у 2009. години достигао 4% БДП. За овај период карактеристичан је нагли пораст задуживања локалних нивоа власти путем емисије муниципалних обвезница. Од 2004. године, када задуживање путем емисије муниципалних обвезница практично није ни постојало, укупан дуг локалних самоуправа у обвезницама је до 2009. године нарастао на ниво од ХУФ 500 милијарди (\$2,5 милијарди). Изузетно висок раст дуга локалних нивоа власти отпочиње 2006. године и изазван је првенствено значајним емисијама обвезница у том периоду. Те године је издато обвезница у вредности од 8 милијарди форинти, током 2007. године емисије обвезница су достигле ниво од 200 милијарди форинти, да би се током 2008.

године премашио и тај износ. Укупан дуг локалних самоуправа у Мађарској је током 2011. године достигао износ од 4,5 милијарди еура, од чега је учешће муниципалних обвезница у укупном дугу преко 48% (табела 58). При томе треба истаћи да издате гаранције од стране локалних самоуправа нису сагледане у овим укупним дуговањима као њихов потенцијални дуг.

Табела 58. Дуг локалних самоуправа у Мађарској у периоду 2003-2011.

Година	Дугорочне муниципалне обвезнице (000 ЕУР)	Дугорочни кредити (000 ЕУР)	Укупан дуг (000 ЕУР)	Учешће обвезница у укупном дугу (%)
2003	22.800	730.000	752.800	3,03
2006	100.000	2.150.000	2.250.000	4,44
2007	83.399	1.707.000	1.790.399	4,66
2008	1.735.000	1.660.000	3.395.000	51,1
2009	1.775.000	1.660.000	3.435.000	51,67
2010	2.071.890	2.177.900	4.249.790	48,75
2011 (1Q)	2.188.000	2.310.000	4.498.000	48,64

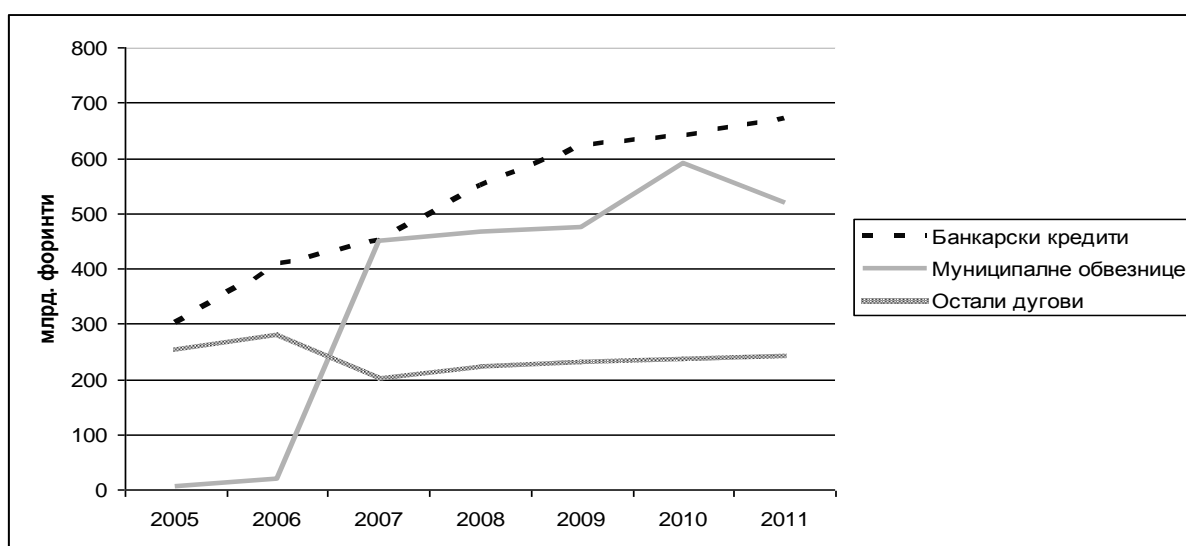
Извор: Jókay, Charles. "Hungary: Subnational Insolvency Framework.", стр.275

На пораст задуживања локалних самоуправа путем емисије муниципалних обвезница значајно је утицало придруживање Мађарске Европској унији 2004. године и пуно усвајање директива ЕУ о јавним набавкама у области финансијских услуга. С обзиром да по основу ових директива локалне самоуправе нису у обавези да расписују јавне набавке када се задужују путем емисије хартија од вредности, муниципалне обвезнице су из тих разлога стекле значајне предности у односу на банкарске кредите. Треба истаћи да у Мађарској до сада није било јавних емисија обвезница и да се већи део емитованих обвезница налазе у власништву банака које истовремено доминирају и на тржишту кредита локалних самоуправа. Веома мали број обвезница је продат инвеститорима ван Мађарске. Банке које држе највећи део дуга локалних самоуправа су мађарска ОТП банка, аустријске Ерсте банка, Рајфајзен банка и ЦИБ банка, као и италијанска Интеса Санпаоло банка. Друга, такође веома битна карактеристика овог тржишта је та да је преко 80% емитованих обвезница деноминирано у швајцарским францима и еурима. Дуг локалних самоуправа у Мађарској је порастао са 212 милијарди форинти (\$1,23 милијарди) у 2007. години, на преко 555 милијарди форинти (\$2.3 милијарди) у 2011. години. При томе треба истаћи

да су нова задуживања у том периоду износила 325 милијарди форинти (\$1.35 милијарди), а да је за додатних 200 милијарди форинти (\$830 милиона) дуг порастао услед раста швајцарског франка и ревалоризације дуга.

До значајног раста дуга локалних самоуправа у виду муниципалних обвезница дошло је у 2010. години. У односу на 2009. годину тај раст је износио 19% (графику бр.21). Укупано повећање дуга у виду обвезница је износио 90 милијарди форинти (\$50 милиона) у тој години, а скоро 86% од тог повећања дуга је резултат ревалоризације дуга.

График 21. Кретање дуга локалних самоуправа у периоду 2005-2011.



Извор: Jókay, Charles. "Hungary: Subnational Insolvency Framework.", стр.276

У том периоду швајцарски франак је апресирао 19%, а еуро 23% у односу на мађарску форинту. С обзиром да је преко 80% обвезница било изражено у еврима и швајцарским францима, дошло је до наглог раста дуга првенствено због изложености локалних самоуправа валутном ризику.⁹²

Светска економска криза је у значајној мери неповољно утицала на положај локалних самоуправа у Мађарској у погледу њихове способности сервисирања дугова.. Са кризом је вредност мађарске форинте брзим темпом опадала, а с обзиром да је 80% издатих обвезница у швајцарским францима и преко 50% узетих кредита у еурима, на бази текућих прихода који су искључиво у домаћој валути локалне самоуправе су имале знатне потешкоће у редовном измиривању својих обавеза. Истовремено, у периоду од 2007-2011. дошло је до значајног смањења трансфера од стране централних

⁹² Jókay, Charles. "Hungary: Subnational Insolvency Framework", стр.277

нивоа власти, док је општи пад привредне активности утицао на пад сопствених прихода локалних самоуправа, што је додатно угрозило њихов финансијски положај. Мађарска је дошла у позицију да практично има најзадуженије локалне самоуправе у ЕУ од источноевропских земаља. С обзиром да је постојала опасност да локалне самоуправе у једном моменту постану несолвентне у току наредне 2013. године, мађарска влада је крајем 2012. године одлучила да преузме одређена дуговања 1.956 општина у укупној вредности од \$2,8 милијарди.

4.3.4. Развој тржишта муниципалних обвезница у Чешкој

Чешка Република је унитарна држава у којој су уставом из 1993.године дефинисана два нивоа локалних самоуправа: региони и општине. Тренутно у Чешкој постоји 14 региона и 6.246 општина. Више од половине општина (3.217) је задужено, с тим да треба истаћи да више од половине укупног дуга локалних самоуправа чине дуговања великих градова: Прага, Брна, Остраве и Плзена (табела 59). Убрзан раст и развој тржишта муниципалног дуга почиње након пријема Чешке у ЕУ, а на то је утицала чињеница да је при финансирању великог броја пројеката, од стране европских фондова постојао услов, да се и локалне самоуправе укључе једним делом у финансирање тих пројеката.

Задуживање локалних самоуправа у Чешкој регулисано је Законом о оснивању општина (бр.128/2000), Законом о обвезницама (бр.190/2004) и Законом о буџету територијалних јединица (бр.250/2000). По основу ових закона не постоји ограничења од стране централних нивоа власти у погледу задуживања, већ је за задуживање локалне самоуправе неопходно одобрење општинског већа. Међутим постоје две индиректне законске мере којима се утиче на ниво задужености локалних самоуправа. Законом дефинисан поступак издавања муниципалних обвезница, предвиђа да Министарство финансија мора да одобри емисију обвезница, док са друге стране, Закон о ревизији пословања територијалних јединица, између осталог, регулише и област укупних обавеза локалних самоуправа.⁹³ У априлу 2004. године Влада доноси уредбу којом се дефинише прописани ниво задуживања локалне самоуправе (рацио задужења локалне самоуправе):

⁹³ Sedmihradská L, Šimíková I. "Municipal debt in the Czech Republic", <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/NISPAcee/UNPAN025604.pdf>

$$\text{Радио дуга} = \frac{\text{Обавезе по основу дуга} * 100}{\text{извори}} = \frac{(\text{камате} + \text{главнице и рате обвезница} + \text{лизинг рате}) * 100}{\text{порези} + \text{непорески приходи} + \text{трансфери}}$$

Министарство финансија утврђује износ рача сервисирања дуга за сваку општину и у случају прекорачења износа од 30% локалној самоуправи се упућује званичан допис о прекорачењу овог показатеља. Општина је у обавези да у року од три месеца објасни разлоге за насталу ситуацију, као и да предложи мере у циљу побољшања своје позиције у погледу задужености.

**Табела 59. Учешће највећих градова: Прага, Брна, Остраве и Плзена
у укупном дугу**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Укупан дуг општина (млрд czk)	48,3	55,8	70,4	74,8	79	80,9	79,2	80,1	80,6	83,3	82,4	90
Укупан дуг 4 највећа града (млрд czk)	24,2	29,6	42,4	45,9	48,4	47,4	46,3	45,8	39,3	40,1	38,4	45,5
Учешће 4 највећа града у укупном дугу	50,10%	53,00%	60,20%	61,40%	61,30%	58,60%	58,50%	57,20%	48,80%	48,10%	46,60%	50,60%

Извор: Министарство финансија, <http://www.mfcr.cz/>

Локалне самоуправе у Чешкој се могу задуживати у виду:

- банкарских кредита;
- емисијом муниципалних обвезница;
- повратне финансијске помоћи.

1) Банкарски кредити су најчешћи вид задуживања локалних самоуправа у Чешкој и њихово учешће у укупном дугу локалних самоуправа износи преко 50%. Општине се могу задужити у земљи и иностранству, у домаћој или иностраној валути. Банке обично користе за покриће кредита залогу над општинском имовином, залогу над хартијама од вредности, као и гаранције од стране државе. Општине такође могу гарантовати повраћај позајмљених средстава и својим будућим буџетским приходима.

2) Локалне власти у Чешкој се могу задужити и путем емисије обвезница за коју је неопходна претходна сагласност Министарства финансија. Поступак емисије обвезница дефинисан је Законом о обвезницама и састоји се из следећих корака:

- скупштина општине доноси одлуку о емисији;
- Министарство финансија одобрава емисију на бази достављених информација о разлозима емисије, условима емисије и анализе економске оправданости задуживања локалне самоуправе;
- Комисија за хартије од вредности одобрава емисију, издаје решење да су емисија и проспекат у складу са законом и додељује ИСИН број емитенту;
- објављује се Проспекат;
- јавна пунуда и упис обвезница;
- листирање обвезница на тржишту;
- Периодично информисање инвестиционе јавности.

У складу са Законом, локалне самоуправе у Чешкој се могу задужити и емисијом обвезница у иностранству, при чему је обавеза емитента да ту емисију пријави чешкој Комисији за хартије од вредности. Брно је међу првим градовима Чешке који се задужио у иностранству путем *Euro Medium Term Notes* (EMTN) програма на Луксембуршкој берзи у укупном износу од 300 милиона еура. На основу овог ЕМТ програма, Град Брно је добио могућност да лакше приступи иностраном тржишту капитала. Омогућено му је да се периодично задужује путем емисије обвезница до одобреног износа од 300 милиона еура, уз поједностављену процедуру емисије у периоду од десет година. За емитовање ових хартија од вредности неопходан услов је био додељивање кредитног рејтинга Standard & Poor's i Moody's Investors Service. Град Брно је 2001. године емитовао први контингент муниципалних обвезница на инострано тржиште у вредности од 60 милиона еура и обвезнице су носиле кредитни рејтинг "А-,... Значајан део ове емисије обвезница је искоришћен за отплату муниципалних обвезница емитованих 1996. године на Прашкој берзи.

3) Повратну финансијска помоћ чине одређени бескаматни кредити који су одобрени од стране неких министарства или државе. Реч је искључиво о наменским кредитима чије је одобравање обично условљено и обавезом општине да једним делом учествује у финансирању конкретног пројекта (заштита животне средине, изградња инфраструктурних објеката и сл.).

Табела 60. Структура дуга општина у Чешкој у периоду 2001-2006. (у млрд.ЦЗК)

Врста дуга	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Кредити	22,6	27,3	35,2	38,5	43,7	47,1
Муниципалне обвезнице	13,3	15,9	21,7	23,9	23,5	22,9
Повратна финансијска помоћ	12,4	12,6	13,5	12,4	11,8	10,9
Укупно	48,3	55,8	70,4	74,8	79	80,9

Извор: Sedmihradská L, Šimíková I. "Municipal debt in the Czech Republic",
<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/NISPAcee/UNPAN025604.pdf>

Укупан дуг чешких општина у 2012. години износи око 90 милијарди круна (3.43 милијарди еура), што представља раст од 8 милијарди ЦЗК у односу на прошлу годину. Укупан дуг великих градова је порасла за 7 милијарди ЦЗК и износи 45.5 милијарди ЦЗК, при чему само дуг главног града Прага износи 31,2 милијарди ЦЗК. Дугови регионалних власти у истом периоду повећани су за скоро 2 милијарди ЦЗК и износе 24.5 милијарди ЦЗК у 2012.години. Можемо рећи да ниво дуга локалних нивоа власти није забрињавајућ, с обзиром да се већ дужи низ година налази на нивоу од 2.8% ГДП земље. Међутим све локалне самоуправе немају једнаке способности задуживања, где првенствено мале општине имају веома ограничен капацитет задуживања. У Чешкој 80% општина има мање од 1.000 становника. Њихови приходи су прилично ниски и тренутни проблеми са отплатом постојећих дугова отежава могућност новог задуживања. Ове општине често имају проблема и за добијање бесповратних средстава које је често условљено суфинансирањем од стране општина. Због слабог фискалног капацитета многих општина у Чешкој и издавање муниципалних обвезница је обично привилегија великих градова.

**ДЕВЕТИ ДЕО - МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ У ФУНКЦИЈИ РАЗВОЈА
ТРЖИШТА КАПИТАЛА У СРБИЈИ**

1. Значај тржишта муниципалних обвезница за даљи развој тржишта капитала у Србији

Финансијско тржиште Србије карактерише неискоришћеност тржишта капитала и његовог потенцијала у целокупном финансијском систему. И након двадесет година, колико траје процес транзиције српске привреде, можемо констатовати да Србија и даље има недовољно развијено и плитко финансијско тржиште. Тржиште капитала, као битан део финансијског тржишта, организовано је у форми класичне берзе 1989. године,⁹⁴ која је до 2002. функционисала на нестандардан начин и без нормалних правила понашања.⁹⁵ У том периоду је њен рад био ограничен на трговину краткорочним позајмицама новца у виду дужничких инструмената предузећа (комерцијалних записа и обвезница предузећа), благајничким записима и обвезницама Народне банке, док се акцијама предузећа није трговало. Од 2002. године основни финансијски инструменти којима се тргује на тржишту капитала постају акције предузећа која су се приватизовала по Закону о приватизацији из 1997. године и обвезнице које су емитоване у циљу измиривања обавеза по основу старе девизне штедње. Са поновним оснивањем Београдске берзе, Комисије за хартије од вредности (1990) као регулаторног тела које врши надзор над применом закона и подзаконских акта који регулишу финансијско тржиште, Централног регистра (2002) и са доношењем низа закона (Закон о приватизацији, Закон о тржишту капитала и хартија од вредности, Закон о акцијском фонду, Закон о преузимању, Закон о привредним друштвима ...) створен је институционални оквир за раст и развој тржишта капитала у Србији.

⁹⁴ Београдска берза је првобитно основана 21. новембра 1894. године, њено пословање до I светског рата је било доста слабо и трговало се искључиво страним новцем. Након I светског рата берзански промет показивао је константан раст све до избијања велике економске кризе и највишу вредност достигао је 1928. године. После II светског рата, са успостављењем комунистичког поретка, Београдска берза је угашена као непотребна институција и последње трансакције закључене су у априлу 1941. године. Београдска берза је поново основана 1989. године у време почетка привредних реформи, првобитно као Југословенско тржиште капитала, оснивањем од стране највећих југословенских банака, а 1992. године мења име у Београдску берзу чиме наставља традицију некадашње берзе

⁹⁵ Бошњак, М. 2008. „Социоекономски и структурни напредак Србије у транзиционом периоду 2001-2007“, Финансије, 63(1-6), стр.34.

1.1 Карактеристике тржишта капитала у Србији

Иако на финансијском тржишту Србије постоје сви институционални, технички и законски услови за функционисање тржишта капитала, можемо рећи да оно није довољно развијено нити заступљено у привредним токовима. На развој тржишта капитала у бившим социјалистичким земљама највећи утицај је имао начин на који се спроводила својинска трансформација предузећа, која су у складу са тада важећим прописима прешла из друштвеног у приватно власништво.

Одабрани модел приватизације је у великој мери утицао на развој тржишта капитала, па можемо констатовати да је на овим просторима пропуштена шанса усаглашеног симултаног процеса приватизације и развоја тржишта капитала. Метод приватизације има последице за корпоративну културу, а учињени избор методе у Србији се није показао као најбољи. Продаја већинског дела акција једном власнику, обезбеђује буџетске приходе и побољшава ефикасност фирме у првим годинама после продаје, више него што би се постигло путем ваучерске приватизације, али оставља тржиште капитала мање развијено него што би било у оквиру алтернативних шема приватизације - на пример, са ваучерском приватизацијом. Српске власти су одабрале метод продаје већинских пакета акција предузећа путем аукција и тендера као доминантни модел приватизације, што је за последицу имало мало број листираних предузећа на Београдској берзи чијим се акцијама активно тргује.⁹⁶

Мали обим промета, мали број листираних финансијских инструмената и мала тржишна капитализација главне су одлике тржишта капитала у Србији. Последњих десетак година једини финансијски инструменти који су листирани на Београдској берзи су обвезнице старе девизне штедње, чији се број сваке године смањује са њиховим доспећем и тренутно су активне свега 3 серије (А2014, А2015, А2016), акције приватизованих предузећа и дугорочне обвезнице две банке код којих секундарна трговина готово да и не постоји. Највећи проблем српског тржишта капитала је тај, што од укупно 1.067 листираних акција мали је број оних код којих се у току године оствари било какав промет. Статистика говори да се у просеку дневно тргује са акцијама 50-так предузећа и да се ради о скромним прометима у поређењу са

⁹⁶ Прокопијевић, М. 2007. „Тржиште капитала у Србији“, Институт за европске студије - Србија 2000-2006 држава, друштво, привреда: стр 206

развијеним тржиштима у окружењу. Из тих разлога тржишна капитализација и није адекватан показатељ развијености тржишта капитала у Србији, с обзиром да је велики број приватизованих предузећа по основу закона морао да се нађе на берзи, иако за њиховим акцијама није постојала и не постоји заинтересованост инвеститора с обзиром да су већински пакети акција тих предузећа продати путем тендера или јавних аукција.

Табела 61. Однос тржишне капитализације и БДП по земљама

Земља	Бруто друштвени производ (милијарде \$)	Тржишна капитализација/БДП (%)	Историјски мин. (%)	Историјски мах. (%)
САД	15.780	110,1	35	149
Кина	7.250	59	49	322
Јапан	6.100	114	56	366
Немачка	3.210	51	14	55
Француска	2.510	78	54	183
Велика Британија	2.290	140	83	222
Бразил	2.190	53	26	108
Италија	2.020	13	11	35
Русија	1.680	44	22	142
Канада	1.670	124	84	167
Индија	1.660	79	41	165
Аустралија	1.470	121	94	229
Шпанија	1.380	66	63	194
Кореја	1.130	98	36	140
Мексико	1.020	43	12	46
Индонезија	790	64	19	71
Холандија	770	68	51	251,5
Швајцарска	590	291	84	431
Шведска	510	120	63	159
Белгија	480	92	79	148
Сингапур	260	161	92	418
Хрватска	63	52	-	-
Србија	37	24	12	55

Извор: Guru focus, <http://www.gurufocus.com/global-market-valuation.php>

О степену развоја тржишта капитала једне земље доста говори и рацио показатељ који представља однос тржишне капитализације и бруто друштвеног производа. Код развијених тржишта овај рацио обично износи преко 50% , док је код Србије на нивоу од 24% (табела 61). При том треба истаћи да и износ тржишне капитализације српског тржишта капитала који је узет при прорачуну овог рациа није реалан, јер се у току 2012. године, од 1067 листираних предузећа на Београдској берзи

трговало са акцијама 303 предузећа док се са акцијама 767 предузећа није уопште ни трговало.

Још један од показатеља ниског степена развоја тржишта капитала у Србији представља и време трговања на Београдској берзи. На развијеним тржиштима уобичајни временски период када је могуће трговати хартијама од вредности износи 8 сати дневно. У Србији, трговина је могућа само три сата дневно и то у периоду од 10-13 часова. При том треба истаћи да Београдска берза, као организатор берзанског и ванберзанског тржишта, располаже одговарајућим техничким и кадровским потенцијалом за организовање осмочасовног трговања, али када се узме у обзир ликвидност тржишта, активност учесника на тржишту и промети који се остварују, три сата трговања на Београдској берзи је више него довољно.

Табела 62. Укупан промет на Београдској берзи у периоду од 2005-2012. године

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Укупна вредност промета (у 000 дин.)	48.350.671	100.583.952	164.990.866	71.853.775	41.778.491	23.017.197	28.584.501	24.988.492
- Обвезнице РС	9.191.195	13.285.198	16.633.582	5.340.159	5.084.073	4.671.744	4.184.363	4.299.208
- Акције	39.159.476	87.298.754	148.357.284	66.513.616	36.694.418	18.293.746	24.400.138	20.505.258
- Обвезнице предузећа	-	-	-	-	-	51.707	-	184.026
<i>структура промета у %</i>								
Укупан промет	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
- Обвезнице РС	19,01%	13,21%	10,08%	7,43%	12,17%	20,30%	14,64%	17,20%
- Акције	80,99%	86,79%	89,92%	92,57%	87,83%	79,48%	85,36%	82,06%
- Обвезнице предузећа	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,22%	0,00%	0,74%

Извор: Београдска берза

Током деведесетих година и у 2001. и 2002. години, у укупном промету на финансијском тржишту доминантну улогу су имали комерцијални записи предузећа и благајнички записи централне банке. Након 2003. године, краткорочни инструменти су преусмерени на тржиште новца (међубанкарско тржиште), док доминантну активу на Београдској берзи по обиму промета и броју трансакција чине акције предузећа и обвезнице девизне штедње. Развој тржишта капитала од 2002. године карактерише динамичан раст тржишне капитализације и промета све до 2007. године. Након тога долази до драстичног пада промета и тржишне капитализације изазвано првенствено

ефектима светске финансијске кризе и значајног повлачења страних инвеститора који су у том периоду имали значајну активност и учешће у промету од преко 55%. Промет на Београдској берзи је у 2012. години пао за 85% у односу на рекордну 2007. годину, док је у истом периоду тржишна капитализација пала за 46%.

Озбиљних страних инвеститора, као иницијална каписла значајнијег развоја тржишта капитала, на нашем тржишту нема из више разлога. Ограничавајући фактори за њихову већу активност на овом тржишту представља најпре мали број различитих врста хартија од вредности за трговање, мали промети и недовољна ликвидност тржишта. Обавеза по основу пореза на капиталну добит при купопродаји хартија од вредности, која износи 15%, коју плаћају такође и инвеститори који улажу у инвестиционе и добровољне пензијске фондове, као и они који имају у банкама девизне штедне улоге, додатно утиче на незаинтересованост страних инвеститора с обзиром да у окружењу многе земље немају овакву врсту намета. Високи трошкови трговања у односу на тржишта у окружењу, представљају још један ограничавајући фактор. Ти трошкови значајно поскупљују трансакцију с обзиром да се провизије Берзе, брокера, Централног регистра и банке при салдирању трансакција крећу обично од 1% до 1.5%. При том треба нагласити да се салдирање трансакција спроводи за три радна дана, да се при салдирању не користи „нетинг“ (пребијање), па тако на пример продавац акција на свом продајном рачуну добија новац тек за три радна дана и тек тада та средства може искористити за даље куповине на берзи. Истовремено, купљену акцију инвеститор не може препродати пре истека рока салдирања (три радна дана) иако постоји могућност салдирања трансакција у краћем року.

Нетинг, односно “пребијање” куповине и продаје, није пракса српског тржишта капитала првенствено због одређених законских нејасноћа. Некоришћењем нетинга губи се на ликвидности самог тржишта, повећавају трошкови и одбијају инвеститори, поготово инострани инвеститори за које је нетинг уобичајна појава за тржишта одакле долазе. Са нетингом клијенти могу фреквентније да тргују што доводи до повећања ликвидности тржишта. Нетинг се своди на пребијање куповине и продаје на тржишту при чему се на крају плаћају оне куповине које нису могле бити покривене продајама. То дозвољава мање ангажовање кеша у трансакцијама, односно чини трансакције јефтинијим, а тржиште у целини ефикаснијим.⁹⁷ На развијеним финансијским

⁹⁷ Алексић Ј. 2008. “Здраво пребијање”, Комисија за хартије од вредности-медијска документација, http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=827&Itemid=198

тржиштима систем је постављен тако да брокер располаже новчаним рачуном клијента тако што отвара посебан подрачун на који клијент уплаћује новац за планиране куповине. Брокер средства са тог рачуна може да користи само за куповине по основу налога клијента, док истовремено клијент не може подићи средства са тог рачуна уз претходно одобрење брокера. У случају да клијент најпре прода акције и да по основу очекиваног прилива истовремено испоставља налог куповине неке друге хартије од вредности, с обзиром да брокер има потпуну контролу над новчаним рачуном клијента и има информацију колико новца треба да стигне по основу продаје, може да спроведе нетинг. На нашем тржишту носиоци платног промета су искључиво банке, па систем функционише тако што инвеститори морају најпре да потпишу уговор о посредовању са брокером, затим са тим уговором одлазе у пословну банку како би отворили наменски рачун за трговину и на њега уплатили одређену суму новца, а потом се враћају у брокерску кућу како би доставили уговор о отвореном наменском рачуну код банке као и потврду о стању на том рачуну. Оваква процедура на домаћем тржишту капитала се објашњава јаким утицајем банкарског лобија на финансијском тржишту, који не жели да се одрекне високе провизије за услуге салдирања по основу трговања хартијама од вредности. То свакако има за последицу високе трошкове трговања што се негативно одражава на ликвидност тржишта и заинтересованост страних инвеститора за улагање на нашем тржишту. Тек новим Законом о тржишту капитала (Сл.гласник бр.31/2011), чија је примена почела почетком 2012. године, предвиђено је да и брокерске куће у Србији могу бити носиоци платног промета, односно законом им је дата могућност да могу отворати наменске рачуне за трговину хартијама од вредности и управљати средствима клијаната положеним на тим новчаним рачунима. Међутим, да би се у пракси примениле ове конкретне одредбе Закона неопходно је доношење одређених подзаконских акта, као и најављене измене и допуне овог новог Закона о тржишту капитала.

1.2 Значај тржишта муниципалног дуга за раст ликвидност на тржишту капитала

Чињеница, да на српском тржишту капитала недостаје више квалитетних хартија од вредности, основни је разлог ниског степена развијености тржишта капитала у Србији. Имајући у виду основне карактеристике муниципалних обвезница као финансијског инструмента, низак степен ризика и пореске олакшице које оне углавном носе, листирање ових финансијских инструмената на организованом тржишту би

значајно допринео побољшању његове ликвидности. Сигурно је да су мали промети на тржишту капитала у Србији последњих година последица између осталог и светске финансијске кризе, која је утицала да се многи страни инвеститори повуку са нашег тржишта, али је један од кључних разлога за то и недостатак квалитетних хартија од вредности на тржишту. Тренутно се на берзанском тржишту инвеститорима могу понудити обвезнице старе девизне штедње чији је укупан преостали потенцијал од око 1.3 млрд еура, с тим да треба истаћи да значајну количину ових вредносних папира власници углавном држе до доспећа, тако да се на секундарном тржишту нуди симболична количина ових обвезница и да се дневни промети обично крећу око стотинак хиљада еура. Поред обвезница, инвеститори на располагању имају реално свега 15-20 различитих акција којима се свакодневно тргује. При том треба истаћи да се укупни дневни просек трговања свим листираним акцијама креће око четресто хиљада еура. Укупни дневни обими трговања на тржишту од око 500 хиљада еура је јасан сигнал озбиљним инвеститорима да на таквом тржишту не треба улагати.

Масовније коришћење муниципалних обвезница као облика финансирања од стране локалних самоуправа, њихово листирање на берзи и организовање њиховог секундарног трговања, допринело би јачању домаћих институционалних инвеститора, већем интересовању страних инвеститора и свеобухватном развоју домаћег тржишта капитала. Прве емисије муниципалних обвезница на овим просторима у току 2011. и 2012. године су показале да постоји велико интересовање за овом врстом вредносних папира од стране инвеститора. С обзиром да је досадашња скромна пракса показала да је то знатно повољнији вид задуживања у поређењу са банкарским кредитима, локалним самоуправама би то требало бити довољан стимуланс да се окрену емисији обвезница које ће између осталог служити и за рефинансирање скупљих банкарских кредита. Досадашње емисије муниципалних обвезница су биле затвореног типа, тачније биле су намењене одређеној групи инвеститорима. У циљу развоја финансијског тржишта Србије, јавне емисије муниципалних обвезница великом броју инвеститора су нужност, као што и ИПО (енгл. *initial public offering*) јавних и великих предузећа у Србији представљају највероватније последњу шансу за развој тржишта капитала. Без јавних понуда обвезница локалних самоуправа и акција јавних предузећа неће бити довољно квалитетних и ликвидних акција на Београдској берзи, што за последицу има лоше услове за даљи развој институционалних инвеститора, инвестиционих и пензионих фондова, јер неће имати квалитетне хартије у које могу улагати прикупљена

средства. За успех највећих ИПО-а важан је излазак и на неку од водећих европских берзи. Тиме се значајно повећава доступност хартија од вредности страним инвеститорима, а тиме се повећава њихова ликвидност, не само на иностраној, већ и на Београдској берзи. Уз то, котирање хартија на иностраној берзи био би знак да емитент испуњава строге критеријуме листирања, што улива поверење, како страним, тако и домаћим инвеститорима.⁹⁸

Оно што је можда и најважније, треба истаћи да јавне понуде омогућавају да велики број грађана узме учешће у емисијама (до сада то није био случај у Србији), а треба нагласити да сектор становништва у Србији представља потенцијал од 11 милијарди еура. Укључивање сектора становништва, који на развијеним тржиштима има доминантну улогу по основу учешћа у трговини муниципалним обвезницама, је неопходно највише због оживљавања секундарног тржишта ових вредносних хартија. Њихов значај у том погледу долази још више до изражаја из разлога што комерцијалне банке, као и друге институционалне инвеститоре, карактерише то да оне углавном држе ове хартије од вредности у свом портфолију до њиховог доспећа, тако да након примарне продаје муниципалних обвезница ова врста инвеститора углавном не представља будући потенцијал на страни продаје на секундарном тржишту муниципалних обвезница. Имајући у виду значај индивидуалних инвеститора, један од битних аспеката, приликом јавних емисија муниципалних обвезница, представља стимулацију већег учешћа грађана у емисијама. Поред добре маркетиншке кампање, то се може постићи и давањем одређених повластица грађанима као што су пореске олакшице, приоритети приликом уписа обвезница или ниже цене (односно већи дисконт) при куповини, нижи трошкови посредника при секундарној трговини овим хартијама од вредности.

⁹⁸ Елезовић М. „ИПО- последња шанса за развој тржишта капитала“, http://www.vibilia.rs/srpski/izvestaj/0508/Milan%20Elezovic_181207.pdf

ДЕСЕТИ ДЕО - ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

У оквиру закључних разматрања даћемо рекапитулацију нашег истраживања и изложити сва релевантна сазнања и ставове које смо заступали, као и закључке до којих смо дошли анализирајући тржишта муниципалног дуга у земљи и свету.

У првом делу рада дата су образложења саме теме истраживања, дефинисани су правци истраживања, истакнути главни циљеви истраживања и значај самог рада. Стални раст потреба у свету за побољшањем јавних услуга у циљу побољшања живота и животног стандарда становништва на локалном нивоу, изискује проналажење нових извора финансирања локалних нивоа власти, с обзиром да су се фискални облици прихода и трансфери од стране централног нивоа власти, као доминантни извори прихода локалних самоуправа, у већини случајева показали као недовољни.

Други део рада посвећен је појмовном одређивању муниципалних обвезница у економској науци, врстама муниципалних обвезница и основним карактеристикама овог финансијског инструмента. Муниципалне обвезнице се углавном дефинишу као дужничке хартије од вредности које емитују јединице локалне самоуправе како би прибавиле средства потребна за финансирање капиталних пројеката или за обезбеђивање средстава којима би се намирили повериоци. Локалне јединице се обавезују да ће вратити позајмљени новац са припадајућом каматом за одређени временски период. Њиховим издавањем јединице локалне самоуправе се задужују на терет будућих прихода који се могу очекивати од пројеката у које се улаже или уопште од фискалних прихода које ће јединица локалне самоуправе остварити у будућности. Муниципалне обвезнице су веома атрактиван финансијски инструмент како за емитента, тако и за сваког инвеститора у ове хартије од вредности. Емитенти се на овај начин најчешће задужују знатно повољније тј. уз ниже камате, него уобичајним задуживањем путем банкарских кредита. Основни разлог због кога су муниципалне обвезнице јефтинији извор финансирања је чињеница да се на тај начин може привући велика база потенцијалних инвеститора (инвестициони, пензиони фондови, банке, осигуравајуће компаније, физичка лица...). Та шира инвестициона база доприноси диверзификацији извора финансирања и јефтинијем финансирању. У овом делу рада дефинише се широк спектар муниципалних обвезница са својим специфичностима. Велики број различитих врсти муниципалних обвезница, захтева њихову детаљну појединачну анализу, која се даје у раду у циљу дефинисања основних карактеристика овог финансијског инструмента које се иначе не могу обухватити једном општом дефиницијом. У оквиру овог дела посебно се анализирају и ефекти које остварују локалне власти оваквим задуживањем. Свака инвестиција нуди одређени баланс између

ризика и потенцијалног губитка. Тај баланс зависи од много фактора: од врсте инвестиције, емитента у чије се хартије улаже, стања у привреди конкретне државе, економског циклуса и сл. Показујемо да тржиште муниципалних обвезница такође није искључено од овог правила. Иако се улагање у овај финансијски инструмент често истиче као безбедна врста инвестиције у стручној литератури се може наићи на велики број дебата по том питању. Из тих разлога овај део рада посвећен је и детаљној анализи потенцијалних ризика којима се излажу инвеститори у муниципалне обвезнице. Овај део рада посвећен је и учесницима у поступку емисије обвезница, где се између осталог истиче критички став по питању данашње улоге и значаја рејтинг агенције. Наш став је да рејтинг агенције данас немају превелик значај у поступку смањивања информационе асиметричности. У раду се истичу основни разлози који су довели до тога да рејтинг агенције изгубе своје позиције на финансијском тржишту, при чему су, по нашем мишљењу, регулаторна тела на финансијским тржиштима широм света једни од главних криваца за стварање монополског положаја на тржишту рејтинга који је између осталог и довео до тога да се данас рејтинг агенције посматрају као непрофесионалне институције склоне корупцији. Светска економска криза је дефинитивно указала да је неопходна темељна реформа пословања овог система. Неопходно је укинути постојећим агенцијама привилеговани статус које оне имају код регулаторних власти многих земаља и тренутни олигопол укинути повећавањем конкурентности путем ублажавања услова за добијање статуса национално признатих агенција. У циљу избегавања злоупотреба које се биле честе у ранијим периодима, неопходно је рејтинг агенцијама онемогућити да се истовремено баве и консултантским услугама, а по нама, можда и најбитнији корак који је потребно учинити у процесу реформе индустрије кредитног рејтинга је повратак на првобитан модел пословања, односно наплата услуга за утврђени кредитни рејтинг од инвеститора.

Трећи део рада посвећен је примарној и секундарној трговини муниципалним обвезницама. Анализирају се методе продаје обвезница на примарном тржишту, врши се њихова компаративна анализа на основу које се утврђују сви ефекти који се постижу одабиром адекватне методе продаје. Посебан акценат у овом делу реда ставља се на ликвидност секундарног тржишта муниципалних обвезница. У раду се посебно анализирају искуства развијених земаља у погледу ликвидност секундарног тржишта муниципалних обвезница. Та искуства, у најкраћем, показују да се ради о неликвидном тржишту, па се акценат ставља на основне факторе који чине секундарно тржиште ових хартија од вредности неликвидним. Указује се на низ специфичности

муниципалних обвезница које утичу да се њихово секундарно трговање значајно разликује од секундарног трговања других хартија од вредности (државним и корпоративним обвезницама или акцијама). Указујемо на чињеницу да на секундарном тржишту муниципалних обвезница не постоји организована и централизована трговина, званично време трговања, дневне котације емитованих обвезница као и јединствена трговачка платформа путем које се може трговати и пратити трговање. То је класично дилерско тржиште које чини преко хиљаду посредника, које функционише тако што инвеститор купује обвезнице од своје брокерско-дилерске куће, а продавац продаје обвезнице својој брокерско-дилерској кући. Да секундарно тржиште муниципалних обвезница спада у групу неликвидних тржишта додатно нам говори податак да се њима углавном тргује спорадично и да се на пример у току 2010. и 2011. године са чак 99% активних муниципалних обвезница није уопште трговало на секундарном тржишту. Још једна појава на коју указујемо у раду, а која је директна последица неликвидности секундарног тржиште муниципалних обвезница, су високи трошкови секундарног трговања. Посматрајући трговање на најразвијенијем, америчком тржишту, у периоду 2005-2010. године дошли смо до пар законитости које су присутне на секундарном тржишту муниципалним обвезницама, а које додатно потврђују да се ради о једном неликвидном тржишту хартија од вредности. Анализирајући секундарну трговину муниципалних обвезница дошли смо до закључка да инвеститори који себи могу да приуште трговине већих обима добијају и повољније цене обвезница. Затим, купопродајни спред брокерско-дилерских кућа је мањи код трговина са већим лотовима обвезница, што се повољно одражава на принос по доспећу обвезница. И на крају, код трговина већег обима присутна је мања дисперзија цена у односу на трговине мањег обима. Цена чешће и више варира код инвестирања индивидуалних инвеститора чије су трговине најчешће мањег обима. Сви ови показатељи нас доводе до закључка да је на овом тржишту редовна појава да институционални инвеститори тргују муниципалним обвезницама под повољнијим условима у односу на индивидуалне инвеститоре, па се између осталог, у овом делу рада истичу основни разлози који доводе до овакве појаве на тржишту.

У четвртном делу посебно се обрађује поступак вредновања муниципалних обвезница без опција и муниципалних обвезница са укљученим опцијама. Вредновање муниципалних обвезница представља неопходан процес коме се мора посветити сваки инвеститор на овом тржишту. Професионалне финансијске институције свакодневно приступају овом процесу, а све у циљу обезбеђења објективног вредновања својих

портфолиа. Адекватно вредновање обвезница је од великог значаја, нарочито ако се има у виду да је једна од битних карактеристика тржишта муниципалних обвезница да се секундарна трговина обавља на неорганизованом и нецетрализованом ванберзанском тржишту, где низак ниво ликвидности има за последицу низак ниво транспарентност цене обвезница на тржишту.

Криза на тржишту муниципалног дуга је предмет петог дела дисертације. Пракса на развијеним тржиштима капитала показује, да је велики број инвеститора улагао на тржишту муниципалних обвезница јер су сматрали да је то један од најсигурнијих видова инвестирања. Овакав став инвеститора је у неку руку и био оправдан када се узме у обзир чињеница, да је више од 50% емитованих и активних муниципалних обвезница пре светске економске кризе било осигурано од стране највећих осигуравајућих компанија. У 2005. години, индустрија осигурања је практично била на врхунцу са 57% осигураних муниципалних обвезница, у 2009. години тај проценат је пао на 9%, док данас проценат осигураних муниципалних обвезница износи нешто више од 5%. Са све мањом активношћу осигуравача на тржишту, падао је и кредитни рејтинг нових емисија које нису биле осигуране, што је додатно утицало на све мању заинтересованост инвеститора поготово код емисија мањих емитената. Међутим и поред значајног пада процента осигураних муниципалних обвезница којом се инвеститори додатно штите од ризика неизвршења обавеза од стране емитента, извештаји водећих кредитних агенција показују да је, почев од 1950. године па до данас, вероватноћа неизмирења обавеза код муниципалних обвезница инвестиционог разреда била мања од 0,01%. Обвезнице најнижег инвестиционог разреда (Баа) су у истом периоду имале 0.06% стопу неизвршења. Анализе показују да што је обвезница вишег инвестиционог разреда, мања је вероватноћа неизвршења обавезе од стране емитента. Компаративна анализа ефекта светске финансијске кризе на тржишту муниципалних обвезница и ефекта кризе на осталим финансијским тржиштима, која је спроведена у овом делу рада, показује да се улагање на тржишту муниципалног дуга и даље може сматрати једном од најсигурнијих улагања по питању кредитног ризика.

Шести део дисертације посвећен је фискалној децентрализацији као једном од услова развоја тржишта муниципалних обвезница. Децентрализација је веома комплексан процес и обазриво јој се треба приступити како се не би угрозила ефикасност рада државе, јер основни циљ децентрализације је управо повећање ефикасности државне организације. Најпре је неопходно реално сагледати капацитет и потенцијале за децентрализацију, односно капацитете и потенцијале региона и

локалних самоуправа за преузимање одређених ингеренција са републичког нивоа. Облик децентрализације мора бити прилагођен земљи у којој се спроводи и проблемима који доминирају у некој локалној јединици власти, јер ће онда у том случају предности децентрализације доминирати над њеним недостацима. У супротном децентрализација ће представљати лоше решење за грађане и даљи привредни развој једне земље. У раду се из тих разлога, посебно анализирају све предности и мане које са собом носи фискална децентрализација. Успешно спровођење фискалне децентрализације зависи од много фактора, а досадашња пракса је првенствено показала, да пре достигнутог одређеног нивоа материјалног стања децентрализација практично није могућа.

Фискалну децентрализацију првенствено оправдавају економски разлози. Не улазећи у специфичности појединих земаља које су је спровеле и разлике које међу њима постоје, у раду се идентификују бројне економске погодности које се постижу фискалном децентрализацијом. Посебан акценат у овом делу рада ставља се на степен фискалне децентрализације Србије. По многим параметрима, Србија спада у групу најцентрализовананијих држава Европе. Основе за овакву тврдњу леже како у самој организацији власти, коју карактерише то да је највећи део ингеренција концентрисан на нивоу Републике Србије, тако и у осталим сферама друштвено економског живота грађана Србије (организација културе, спорта и сл.). Демографски подаци, када је држава Србија у питању, показују алармантна кретања у погледу постепеног гашење мањих заједница и све већу концентрацију становништва у већим градовима. Велика централизација негативно се одражава на даљи економски, политички и демографски развој Србије.

Анализирајући степен фискалне децентрализације државе Србије, у раду смо издвајали неколико основних параметара за њено утврђивање:

- удео регионалних и локалних јединица власти у укупној државној потрошњи;
- удео изворних средстава у укупним средствима регионалних и локалних јединица власт;
- постојање хоризонтална пореска конкуренција;
- положај регионалних и локалних јединица власти на финансијским тржиштима.

На основу ових показатеља утврдили смо ниво фискалне децентрализације Србије и направили њихово поређење са идентичним показатељима појединих земаља Европске уније.

Улога и значај муниципалних обвезница у систему локалних финансија у Србији се обрађује у седмом делу дисертације. Имајући у виду да се прве муниципалне обвезнице на српском финансијском тржишту појављују тек крајем 2011. године, у раду се проучавају основни фактори који су утицали да се овај финансијски инструмент са великим закашњењем појави на српском финансијском тржишту и да се до данас недовољно користи за потребе финансирања локалних самоуправа. У раду се анализирају активности локалних нивоа власти на тржишту капитала у Србији, могућности, ограничења и услови њиховог задуживања. Поред традиционалног облика финансирања локалних заједница, коришћењем средстава из буџетских прихода, доношењем сплета закона у Србији омогућено је приступање локалних нивоа власти финансијском тржишту у циљу прикупљања додатних средстава за финансирање локалног економског развоја. У раду се спроводи компаративна анализа тренутно доступних екстерних видова финансирања локалних самоуправа, која показује да тренутно скромна пракса емисије муниципалних обвезница на српском финансијском тржишту има значајних предности над кредитима комерцијалних банака и кредитима међународних финансијских институција. У овом делу рада извршена је и детаљна анализа капацитета потенцијалних инвеститора у муниципалне обвезнице српских локалних самоуправа, са посебним освртом на сектор становништва као потенцијално најважнијим сектором. У раду смо дефинисали неопходне мере, које би креатори финансијског тржишта Србије требало да предузму у циљу развоја секундарног тржишта муниципалних обвезница, као и мере које ће допринети да се створе услови за активније учешће институционалних инвеститора и сектора становништва на тржишту муниципалног дуга.

Да би употреба муниципалних обвезница као облика финансирања локалних самоуправа у Србији заживела, поред политичке и макроекономске стабилности, битан предуслов који се посебно апострофира у раду је транспарентнији рад локалне самоуправе и транспарентније вођење локалних јавних финансија. Неопходно је да у сваком општинском финансијском извештају и документу буду приказани истинити подаци, како би потенцијални инвеститор створио што реалнију слику о пословању конкретне локалне самоуправе. За оцену кредитне способности локалне самоуправе, инвеститорима су неопходне правовремене и прецизне

информације о њиховим перформансама. Један од кључних фактора нетранспарентног извештавања на које указујемо, је тај да се у Србији последњих десетак година примењују привремена решења у области буџетског рачуноводства јавног сектора. Још увек нису донети закони којим би се започео процес реформе рачуноводства и извештавања у јавном сектору . Применом тренутно важеће регулативе о вођењу буџетског рачуноводства, створена је могућност, која се код нас обилато користи, за прикривање стварних буџетских дефицита локалних самоуправа, тако да њихови финансијски извештаји често не пружају праву слику о пословању јавних и локалних финансија. Из тих разлога истичемо значај увођења ИПСАС стандарда у Србији, као неопходан предуслов за креирање поузданих финансијских извештаја, јер они захтевају реформу и стварање адекватног рачуноводственог система који може створити поуздане финансијске извештаје.

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

У деветом делу дисертације истичу се основне карактеристике тржишта капитала у Србији као и значај тржишта муниципалних обвезница за његов даљи раст и развој. Тржиште капитала у Србији карактерише слаба ликвидност, мали број листираних квалитетних хартија од вредности са сталним трговањем и симболичан промет у односу на развијене берзе света. Из тих разлога у овом делу рада указује се на неопходност праћења савремених финансијских трендова и примени позитивне и устаљене праксе тржишта развијених земаља на домаћем финансијском тржишту. Емитовање муниципалних обвезница је неопходан услов озбиљнијег развоја тржишта капитала у Србији. Све учесталијим емисијама муниципалних обвезница и

организовањем њихове секундарне трговине на Београдској берзи, значајно ће се допринети решавању проблема хроничног недостатка квалитетних хартија од вредности на организованом тржишту капитала.

ЛИТЕРАТУРА

1. Amanc N., Ducoulombier F., Goltz F., Tang L., 2012. *What are the Risks of European ETFs*, EDHEC Risk Institute.
2. Ang A., Bhansali V., Xing Y. 2010. "Build America Bonds", *NBER Working Paper No. 16008*, Cambridge.
3. Ang A., Bhansali V., Xing Y. 2010, "Taxes on Tax-exempt Bonds", *Journal of Finance*, 65 : p.565-601.
4. Angel J. 1994. "The municipal bond insurance riddle", *The Financier: ACMT 1* : p. 48-63.
5. Andrei S. 2003. "Will the Sovereign Debt Market Survive", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 93, No. 2.
6. Baiden J. 2011. "Exchange traded funds advantages, disadvantages and laws", *Social Science Research Network*, www.papers.ssrn.com.
7. Бајо А. 2004. "Задуживање локалних јединица у Хрватској: могућности и ограничења", *Финансијска теорија и пракса*, бр. 28: стр..203-217.
8. Бајо А., Приморац М. 2010. „Пракса задуживања локалних јединица у Републици Хрватској“, *Финансијска теорија и пракса* ,бр 34: стр.379-406.
9. Барјактаровић-Ракочевевић С. 2007. „Улога банака на тржишту општинских обвезница - пример Србије“. *Правни живот*, вол. 56, бр. 12.
10. Беговић Б. и остали. 2006. *Локални економски развој*, Центар за либерално-демократске студије и Стална конференција градова и општина Србије, Београд.
11. Белкић В, Хрњаз М. 2010. *Локални економски развој – европски путоказ ка модерној локалној самоуправи !*, Грађанска мрежа , Београд.
12. Biais V., Green R. 2007. "The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century," *Tepper School of Business. Working paper No134*.
13. Bergstresser D. B., Cohen R. B., Shenai S.B. 2011. "Fractionalization and the Municipal Bond Market", *Harvard Business School Finance Working Paper No. 1844685*.
14. Bergstresser D.B., Cohen R.B. 2011. "Why Fears about Municipal Credit are Overblown", *Harvard Business School Finance, Working Paper No. 1836678*.
15. Blakely E., Leigh N. 2010. *Planning local economic development: theory and practice*, Sage Publications.
16. Бојовић Ј., 2010., *Локални економски развој, приручник УСАИД*, Урбан Институт

17. Boudi Z., Kejn A., Markus A.Dž.. 2009. *Osnovi investicija* , DATA STATUS, Beograd.
18. Бошњак, М. 2008. „Социоекономски и структурни напредак Србије у транзиционом периоду 2001-2007“, *Финансије*, 63(1-6) : стр.7-49.
19. Брадаревић Љ. 2010. *Република Србија - Извештај о развоју тржишта кредита локалних власти од 2005. до 2010. године*, УСАИД програм подстицаја економском развоју општина, Урбан Институте Београд.
20. Bryant C., Cofsky S. 2004. “Public Policy for Local Economic Development - An International Comparison of Approaches, Programs and Tools”, *Research report for Economic Development*, Canada, Montreal.
21. Butler A. 2007. “Distance Still Matters: Evidence from Municipal Bond Underwriting”, *The Review of Financial Studies* 21: p. 763-784.
22. Chen R., Mohan J. 2002. “ Underwriter spread, underwriter reputation, and IPO underpricing: A simultaneous equation analysis”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29: p.521-540.
23. Cole S., Pu L., Stanley S. 1994. ”The Issuer Effect on Default Risk Insured Municipal Bond Yields”, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 18 No. 3 : p.331-342.
24. Danilowska A. 2011. “Municipal bond as a tool of financing the local governments investments in rural areas in Poland”, *Acta Scientiarum Polonorum, Oeconomia* 10(2): p. 29-39.
25. Daniels K., Vijayakumar J. 2006. „ Does underwriter reputation metter in the municipal bond market?“, *Journal of economics and Business* 02/2007; 59(6) : p.500-519.
26. De Rosse M., 2011, Should You Be Worried about Your Municipal Bonds?, *U.S. Market Insight -Edward Jones, Member SIPC*.
27. Dimitrijevic A., Beers T., Chambers J., Kraemer M. 2011. “ Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions”, *Standard & Poor's Global Credit Portal, Credit Direct*. <http://www.standardandpoors.com/>.
28. Downing C., Zhang F., 2004, “Trading activity and price volatility in the municipal bond market”, *The Journal of Finance* 59: p.899-931.
29. Drenovak M, Urošević B. 2010. „ Exchange traded funds of the eurozone sovereign debt “, *Ekonomski anali*, vol. LV, broj 187: p. 31- 60.

30. Dwight D. 2009. „ What happens when municipal bond insurance companies lose credit“, *Municipal Finance Journal* 29: p.37- 47.
31. Ђуровић Т.Ј, Јовановић М, Крстић Б. 2006. *Монетарни и фискални менаџмент*, Економски факултет, Ниш.
32. Engle R., Sarkar D. 2002. „Pricing exchange traded funds“, *Social Science Research Network*, www.papers.ssrn.com.
33. Ellis K., Michael R., O'Hara M. 1999. “A Guide to the Initial Public Offering Process”, *Corporate Finance Review* 3: p.14-18.
34. Fabozzi F. 2004. *Fixed income analysis for the chartered financial analyst program*, CFA Institute.
35. Fabozzi F., Fabozzi D., Feldstein S. 1994. *Municipal bond portfolio management*, Irwin Professional Pub.
36. Fabozzi F., Feldstein S. 2008. *The handbook of municipal bonds*, John Wiley and Sons.
37. Fortune P. 1996. “Do Municipal Bond Yields Forecast Tax Policy?” *New England Economic Review*, Sep/Oct, p.29-48.
38. Gaillard N. 2009. “The Determinants of Moodys Sub-Sovereign Ratings”, *EuroJournals Publishing* 31 : p.194-209.
39. Gastinean G. 2002. *The Exchange-Traded Funds Manual*, John Wiley and Sons.
40. Грујић М. 2012. „ Врсте, ризици и тржиште муниципалних обвезница“, *Политеиа*, бр.4 : стр.331-349.
41. Green R., Hollifield B., Schurhoff N. 2006. „ Dealer Intermediation and Price Behavior in the Aftermarket for New Bond Issues”, *Journal of Financial Economics* 01/2007; 86(3): p.643-682.
42. Hanson S., Schuermann T. 2006. Confidence intervals for probabilities of default *Journal of Banking & Finance*, 30(8), p.2281-2301.
43. Harris L., Piwowar M. 2004. „ Municipal bond liquidity “, *Social Science Research Network*, www.papers.ssrn.com.
44. Harris L., Piwowar M. 2004. „ Secondary trading costs in the municipal bond market “, *The Journal of Finance* 61 : p.1361-1397.
45. Hempel G. 1971. The postwar quality of state and local debt, National Bureau of Economic Research.
46. Hong G., Warga A.. 2004. “Municipal Marketability,” *Journal of Fixed Income*, vol. 14, No. 2: p.86-95.

47. Ивовић Н. 2012. Приручник за емитовање општинских обвезница у Црној Гори, Програм Уједињених нација за развој (УНДП) у Црној Гори.
48. Iversen R., Sorensen E. 2012. *Exchange traded funds - An Assessment of Investment Alternatives*, Copenhagen Business School.
49. Јованић Т. 2008. „ Правне претпоставке ефикасног тржишта дужничких хартија од вредности и улога банака“, *Банкарство вол. 37*, бр. 7-8 : стр.14- 24 .
50. Јовановић А., Н. Закић. 2008. „Тржишта муниципалних обвезница – нека упоредна искуства“, *Економика* бр. 5-6, : стр.88-100.
51. Кнежевић Г.2006. "Банкоцентричност привреда у транзицији", *Милочерски економски форум 2006-Европски приоритети и економска сарадња*: стр.283-306
52. Крстић Б. 2003. *Банкарство*, Економски факултет, Ниш.
53. Крстић С. 2006. *Изворни приходи у систему финансирања локалне самоуправе у Републици Србији*, Палго центар, Стална конференција градова и општина.
54. Katz J, Salinas E., Constantinos S. 2009 „Credit rating agencies – no easy regulatory solutions“, *Financial and private sector development vice presidency Crisis Response Policy Brief 8*, The World bank group.
55. Kidwell D., Sorensen E., and John M. Wachowicz, 1987, “ Estimating the signaling benefits of debt insurance: The case of municipal bonds ”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22 : p.299-313.
56. Kidwell D., Trzcinka C. 1982. „ Municipal bond pricing and the New York City fiscal crisis “, *The Journal Finance*, vol XXXVII , No5 : p.1239 – 1246.
57. Kopanska A. 2004. „ Communal bond market in Poland “, *Ekonomia (Warsaw University)* vol: 16 : p.75 - 94 .
58. Кожул Н. 2012. „Методологија кредитног рејтинга за суверене и корпорације“, *Банкарство*, 1 : стр.36-55.
59. Kovacs G. 2007. „Financing local investments by issuing municipal bonds“, *Atalakulasi folyamatok Kozep-Europaban. u: Szechenyi Istvan Egyetem Multidiszciplinaris Tarsadalomtudomanyi Doktori Iskola*, p.107-113.
60. Lamb R., Leigland J.; Rappaport S. 1993. *The Handbook of municipal bonds and public finance*, New York Institute of Finance.
61. Lamb R., Rappaport S. 1980. *Municipal bonds: the comprehensive review of tax-exempt securities and public finance*, McGraw-Hill

62. Lehmann B., Modest D. 1987. "Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons", *The Journal of Finance*, 42 : p.233-265.
63. Levitas T. 2006. *Uvod u kreditiranje lokalne samouprave u Srbiji*, USAID.
64. Levitas T. 2008. *Osnovna pitanja kreditiranja lokalne samouprave i razvoja tržišta municipalnih obveznica u Srbiji*, Program MEGA, USAID.
65. Litvack D., Rizzo F. 2000. "Municipal Default Risk," *Municipal Finance Journal*, 21: p. 25-42.
66. Liu G., 2011. Municipal Bond Insurance Premium, Credit Rating and Underlying Credit Risk, *Social Science Research Network*, www.papers.ssrn.com.
67. Logue D. E., Rogalski, R. J., Seward, J. K. and Foster-Johnson L. 2002. "What is special about the roles of underwriter reputation and market activities in initial public offerings?" *Journal of Business*, 75: p.213-243.
68. Маринковић С. 2011. *Финансијска тржишта*, Економски факултет, Ниш.
69. Мандић Б., Грубљешић Ж. 2011. "Муниципалне обвезнице - финансијска помоћ развоју локалне заједнице", *Индустрија 1*: стр. 99-110.
70. Marlowe J. 2009. "Method of Sale, Price Volatility, and Borrowing Costs on New Issue Municipal Bonds" , *Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1333396>*.
71. Мирковић С. 2011. Финансијска ревизија јавног сектора – основа за активни пословни амбијент, *Ацта економица*, 9 бр15.
72. Момировић Д.М. 2009. „ Муниципалне обвезнице – новина или финансијска иновација на тржишту капитала Србије“, *Финансије 64/1-6*, : стр.226- 255 .
73. Moldogaziev T.T., Johnson C.L. 2011. The Determinants of Bond Insurance Premium, *Research Paper No. 2011-03-06*, Indiana University School of Public & Environmental Affairs.
74. Mysak J. 2012. *Encyclopedia of Municipal Bonds: A Reference Guide to Market Events, Structures, Dynamics and Investment Knowledge*, Bloomberg Press.
75. Nanda V., Singh R. 2004. "Bond insurance: What is special about munis? ", *The Journal of Finance* 59 : p.2253-2280.
76. National association of bond lawyers,. 1998. *The selection and evaluation of bond counsel*, NABL Wheaton.
77. Network of Associations of Local Authorities of South East Europe, 2011. *Vodič za zaduživanje lokalnih samouprava i najnovija dešavanja u zemljama Nalasa*, NALAS .

78. O'Hara, Neil. 2011. *The fundamentals of municipal bonds*, John Wiley and Sons.
79. Павловић В., Маринковић М., Драшковић В., Бучић А., Рицхтер К. 2012. *Смернице за издавање муниципалних обвезница*, Програм подршке општинама ИПА-2007.
80. Пауновић М. 2010. *Постојеће стање и развојне перспективе тржишта осигурања у Србији*, мастер рад Универзитет Сингидунум, Београд.
81. Petek G., Murphy S. and Adam Watson, 2011, U.s. public finance defaults and rating transition data: 2010 update, *Discussion paper*, Standard & Poor's.
82. Pimbley J. 2012. Bond Insurers, *Journal of Applied Finance*, Vol. 22, Issue 1: p.35-42.
83. Pirinsky C.A., and Qinghai Wang, 2011, "Market segmentation and the cost of capital in a domestic market: Evidence from municipal bonds", *Financial Management* 40, p.455-481.
84. Poterba J., Shoven J. 2002. „Exchange traded funds: a new investment option for taxable investors“, *National bureau of economic research*, Cambridge.
85. Привредна комора Београда, „Општинске обвезнице као мотор развоја локалне самоуправе“, www.kombeg.org.rs (09.05.2011.).
86. Прокопијевић, М. 2007. „Тржиште капитала у Србији“, *Институт за европске студије - Србија 2000-2006 држава, друштво, привреда*: стр 199-215.
87. Прокопијевић М., 2007., „Перспектива трансформације градских комуналних система у Србији – тренутно стање, могуће промене“, *Зборник радова: У сусрет новом статусу градова у Србији (реалност и потребе)*, ПАЛГО Центар, Београд.: стр.107-117.
88. Прокопијевић М. 2011, „Децентрализација у земљама ЕУ и могућа решења за Србију“, *Семинар: Медији и децентрализација, Палић јун 2011.*
89. Прокопијевић М. 2012. „Фискална децентрализација Србије“, *Зборник научно истраживачких радова: Алтернативна национална стратегија децентрализације*, Центар за регионализам, Нови Сад: стр.159-171.
90. Quigley J., Rubinfeld D. 1991. "Private guarantees for municipal bonds: Evidence from the aftermarket," *National Tax Journal* 44 : p.29-39.
91. Раичевић Б. 2002." Локални нефискални јавни приходи", *Иницијатива за фискалну децентрализацију - случај Југославије*, Магна агенда Београд: стр.116.
92. Ramaswamy, S., 2011. "Market Structures and Systemic Risks of Exchange-Traded Funds", *BIS Working Paper No 343*., Bank for International Settlements.
93. Roy S.F., William P.S. 1994. "Knowledge-Based Approaches for Evaluating Municipal Bonds", *The handbook of municipal bonds*, Probus Publishing Chicago : p.441-450.

94. Setty G., Dodd R. 2003. „Credit rating agencies: Their impact on capital flows to developing countries“, *Financial policy forum*, Derivatives study center.
95. Shenai S., Cohen R., Bergstresser D. 2010. “Financial guarantors and the 2007-2009 credit crisis, *Social Science Research Network*, www.papers.ssrn.com.
96. Сташевић И. 2006. "Тржишна В. банкоцентрична финансијска структура", *Милочерски економски форум 2006 - Европски приоритети и економска сарадња*: стр.307-315.
97. Sugato C., Sarkar Asani S. 1999. „Liquidity in U.S. Fixed Income Markets: A Comparison of the Bid-Ask Spread in Corporate, Government and Municipal Bond Markets“, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 73*.
98. Sylla R. 2001. „A historical primer on the business of credit ratings“, *Conference on The role of credit reporting systems in the international economy*, The World bank, Washington.
99. Swianiewicz P. 2004. *Local government borrowing: risks and rewards*, Open Society Institute, Budapest .
100. Schulz, A., Wolff, G. B. 2008. *The German sub-national government bond market: evolution, yields, liquidity*, Deutsche Bundesbank, Economic Studies, No. 6.
101. Tennant J., Emery K, and Anne Van Praagh A. 2010. “U.s. municipal bond defaults and recoveries, 1970-2009”, *Discussion paper*, Moody's.
102. The Securities Institute of America, 2013, *Wiley series 7 exam review 2013 : the general securities representative examination*, Hoboken, N.J. : Wiley.
103. Трајковић М., „Водич кроз општинске обвезнице“. 2011. БДД И2Р Брокер а.д. Нови Сад, <http://www.krediti.rs/downloads2/vodic-kroz-municipalne-obveznice.pdf>, (11.05.2011.).
104. Tudela M., Medioli A. and Anne Van Praagh A. 2012. “U.s. municipal bond defaults and recoveries, 1970-2011”, *Discussion paper*, Moody's.
105. Tucker M., Laipply S. 2010. „ Understanding bond ETF premiums and discounts“, *Investment insights, vol 13*. , www2.blackrock.com.
106. United States Government Accountability Office (GAO). 2012. „Municipal securities – Overview of market structure, pricing and regulation“, *Report to Congressional Committees*.
107. Васиљевић Б. 2005. *Основе финансијског тржишта*, Београд .
108. Vasile V., Matei M. 2011., *The Romanian Municipal Bond Market and the International Financial Crisis*, *Revista Romana de Economie*, Vol. 29 Issue 1.

109. Вучетић Д., Јовановић М., 2011., „Правно економске поставке коришћења општинских обвезница за финансирање локалног економског развоја и унапређење конкурентности јавног сектора у Републици Србији“, *Зборник радова : Унапређење конкурентске предности јавног и приватног сектора умрежавањем компетенција у процесу европских интеграција*, Економски факултет у Нишу: стр.171-191.
110. Вучетић Д., Јанићијевић Д., 2006, Децентрализација као полазиште развоја Србије, *Центар за развој грађанског друштва Протекта*, Ниш.
111. White J.L. 2012. „The Credit rating agencies: How did we get here? Where should we go?“, *Antitrust chronicle*, vol.4 no1.
112. Wilkoff S. 2011. The Effect of Insurance on Municipal Bond Yields, *Working paper*, Haas School of Business
113. Woodell C., Montrone W., Brady B., 2004, “U.S. Municipal Rating Transitions and Defaults, 1986-2003,” *Municipal Finance Journal*, 24 : p.49-78.
114. Шимовић Х., 2005. „Муниципалне обвезнице и њихова примјена у Хрватској“, *Финансије и порези 12*: стр. 8-13.
115. Живковић, Б., Шошкић, Д.Б. 2009. *Финансијска тржишта и институције*, Економски факултет, Београд.
116. Закон о буџетском систему („Сл. гласник РС“, бр. 54/2009, 73/2010 и 101/2010).
117. Закон о финансирању локалне самоуправе („Сл. гласник РС“, бр. 62/2006).
118. Закон о јавним набавкама („Сл. гласник РС“, бр. 116/2008).
119. Закон о јавном дугу („Сл. гласник РС“, бр. 61/2005 и 107/2009).
120. Закон о локалној самоуправи ("Сл. гласник РС", бр. 129/2007).
121. Закон о облигационим односима („Сл. лист СФРЈ“, бр. 29/78, 39/85, 45/89 - одлука УСЈ и 57/89, "Сл. лист СРЈ", бр. 31/93 и "Сл. лист СЦГ", бр. 1/2003 - Уставна повеља).
122. Закон о планирању и изградњи („Сл. гласник РС“, бр. 72/2009, 81/2009 - испр., 64/2010 - одлука УС и 24/2011).
123. Закон о порезу на доходак грађана („Сл. гласник РС“, бр. 24/2001, 80/2002, 80/2002 - др. закон, 135/2004, 62/2006, 65/2006 - испр., 31/2009, 44/2009 и 18/2010).
124. Закон о порезу на добит правних лица („Сл. гласник РС“, бр. 25/2001, 80/2002, 80/2002 - др. закон, 43/2003, 84/2004 и 18/2010).
125. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената („Сл. гласник РС“, бр. 47/2006).
126. Закон о тржишту капитала („Сл. гласник РС“ бр. 31/2011).

БИОГРАФИЈА

Основни подаци

Име и презиме: Милош Јовановић

Датум и место рођења: 21.10.1974. године; Алексинац

Образовање и усавршавање

- Докторске академске студије на Економском факултету у Нишу, 2009-2014.
- Полагање стручних испита при Комисије за хартије од вредности Републике Србије и стицање звања *Портфолио менаџер*, 2007 год.
- Полагање стручних испита при Комисије за хартије од вредности Републике Србије и стицање звања *Инвестициони саветник*, 2007 год.
- Лиценцирани брокер/дилер за трговину хартијама од вредности, лиценца издата од Комисије за хартије од вредности Републике Србије, 2002 год.
- Дипломирани економиста, Економски факултет у Нишу, 1998.
- Природно-математички сарадник, Гимназија »Бора Станковић«, Ниш, 1993.

Објављени радови

1. Вучетић Д., Јовановић М., 2011., „*Правно економске поставке коришћења општинских обвезница за финансирање локалног економског развоја и унапређење конкурентности јавног сектора у Републици Србији*“, Зборник радова :Унапређење конкурентске предности јавног и приватног сектора умрежавањем компетенција у процесу европских интеграција, Економски факултет у Нишу:171-191.
2. Јовановић М., Милојковић Д., Стојковић Н., 2012. „*Software application MS Project and it use in the project management proces*“, Наука и пракса бр.15: 33-43.
3. Милојковић Д., Станисављевић Н., Јовановић М., Стојковић Н., 2012., „ *LEDIB Cluster house establishing project management through MS Project software application*“, Наука и пракса бр.15: 83-93.

4. Вучетић Д., Јовановић М., 2013, „*Municipal bonds as new instrument for enhancing local economic development in Republic of Serbia*“, Facta Universitatis, Series: Economics and Organization Vol 10: 101-116.
5. Јовановић М. 2013. "Слабости и недостаци рејтинг агенција на савременим финансијским тржиштима", Друштво економиста - Економика бр. 4, стр. 253-262.



Прилог 1.

ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ

Изјављујем да је докторска дисертација, под насловом

**МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО ОБЛИК ФИНАНСИРАЊА
ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ**

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација, ни 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/ла ауторска права, нити злоупотребио/ла интелектуалну својину других лица.

У Нишу, 16.06.2014.

Аутор дисертације: **Милош Јовановић**

Потпис докторанда:



Прилог 2.

**ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ШТАМПАНЕ И ЕЛЕКТРОНСКЕ ВЕРЗИЈЕ
ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Име и презиме аутора: **Милош Јовановић**

Студијски програм: **Финансије и банкарство**

Наслов рада: **Муниципалне обвезнице као облик финансирања локалне самоуправе**

Ментор: **Проф. др Борко Крстић**

Изјављујем да је штампана верзија моје докторске дисертације истоветна електронској верзији, коју сам предао/ла за уношење у **Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу.**

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци, ко ји су у вези са добијањем академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада, и то у каталогу Библиотеке, Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Нишу, као и у публикацијама Универзитета у Нишу.

У Нишу, 16.06.2014.

Аутор дисертације: **Милош Јовановић**

Потпис докторанда:



Прилог 3.

ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Никола Тесла“ да, у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, унесе моју докторску дисертацију, под насловом:

МУНИЦИПАЛНЕ ОБВЕЗНИЦЕ КАО ОБЛИК ФИНАНСИРАЊА ЛОКАЛНЕ САМОУПРАВЕ

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату, погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију, унету у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, могу користити 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 подвучете само једну од шест понуђених лиценци; кратак опис лиценци је у наставку текста).

У Нишу, 16.06.2014.

Аутор дисертације: **Милош Јовановић**

Потпис докторанда:
