

FINANSIRANJE PROJEKATA ZAŠTITE ŽIVOTNE SREDINE EMISIJOM MUNICIPALNIH OBVEZNICA

Zorica Golić

Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Ekonomski fakultet Pale, Alekse Šantića 3. Pale

mobitel: 065/300-678, fax: 055/211-224

e-mail: zorica_golic@yahoo.co.uk

Rezime: *U savremenim uslovima, postoji sve veća potreba za koordiniranom ljudskom aktivnošću sa ciljem iznalaženja efikasnog odgovora na ekološke probleme, koji su prisutni kako na lokalnom, tako i na nacionalnom i globalnom planu. Jedino tako se može uspostaviti funkcionisanje ekološki održive privrede, stabilnog ekonomskog rasta, održivog razvoja i očuvanja zdrave životne sredine. Važna dimenzija ove problematike predstavlja obezbjeđenje izvora finansiranja projekata za zaštitu životne sredine i održavanje prirodne ravnoteže.*

Za sve one lokalne zajednice u Bosni i Hercegovini koje su spremne da naprave iskorak od klasičnog i šablonskog finansiranja (budžet, kredit, donacija), prema novim i inventivnijim finansijskim kombinacijama, postoji mnogo načina finansiranja projekata zaštite životne sredine. Planovi i instrumenti lokalnog razvoja otvaraju nove i nebrojene mogućnosti. Sve modalitete finansiranja i njihove kombinacije nije moguće unaprijed predvidjeti. Potreba za stvaranjem novih modela finansiranja ne zavisi toliko od zakonskog okvira, koliko od stvarne posvećenosti lokalnih aktera realizaciji svojih razvojnih zamisli.

Zaduživanje opština i gradova putem emisije obveznica, i pored ograničenja koje imaju emitenti i rizika koji snosi investitor - kupac, pokazalo se boljim i efikasnijim metodom finansiranja u odnosu na druge oblike zaduživanja.

Ključne riječi: *zaštita životne sredine, municipalne obveznice, lokalna zajednica, finansiranje projekata.*

FINANCING ENVIRONMENTAL PROJECTS OF MUNICIPAL BONDS

Summary: *In modern terms, there is an increasing need for coordinated human activities aimed at finding effective responses to environmental problems, which are present at both the local and national and global level. It is only in this way that can be established the functioning of environmentally sustainable economy, stable economic growth, sustainable development and preservation of a healthy environment. The important dimension of this problem is ensuring resources for funding environmental projects and maintenance of natural equilibrium..*

For all those local communities in Bosnia and Herzegovina who are willing to make a step forward from the classical and routine financing (budget, loans, grants) towards new and inventive financial combinations, there are really many ways of financing environmental projects. Plans and instruments of local development open up new and endless possibilities. All modes of financing and their combinations cannot be pre-anticipated. The need to create new models of financing depends more on the real commitment of local actors to implementing their development ideas than on the legal framework.

Despite the limitations that issuers have and the risks borne by the investor - the buyer, the borrowing of municipalities and cities through bond issues turned out better and more efficient source of funding in relation to other forms of borrowing.

Keywords: *environmental protection, municipal bonds, local communities, funding projects.*

1. UVOD

Održivi razvoj se može ostvariti jedino ako se na odgovarajući način rješavaju pitanja zaštite životne sredine. Međutim, planiranje mjera zaštite životne sredine u našoj široj regiji nije odgovarajuće, i zanemarivanje ovog pitanja ostavlja kako vidljive tako i nevidljive posljedice. To se navodi u dokumentima Evropske unije. Brojne zemlje teško dostižu vrijednosti i standarde EU u oblasti zaštite životne sredine, a to važi i za BiH.

Bosni i Hercegovini nedostaju neke pravne osnove i institucije za očuvanje životne sredine, ali još veći problem su sredstva za finansiranje projekata zaštite životne sredine.

Odluke o ulaganjima u projekte zaštite životne sredine, predstavljaju važne odluke, koje donose jedinice lokalne samouprave. Ove odluke su, obično, vezane za velika ulaganja finansijskih sredstava u sadašnjosti, dok se prihodi i koristi ostvaruju u dugom nizu godina u budućnosti. Usljed toga, odlučivanje o dugoročnom ulaganju javnih sredstava u investicione projekte zaštite životne sredine, povezano je sa visokom neizvjesnošću (rizikom) ostvarivanja očekivanih društveno-ekonomskih rezultata ulaganja. Nivo neizvjesnosti može se smanjiti, povećanjem sposobnosti stručnjaka u jedinicama lokalne samouprave da bolje procenjuju potreban nivo ulaganja, finansijske i ekonomske efekte investicionih ulaganja, kretanje cijena na tržištu i rizike realizacije projekata.

Globalizacija i tranzicija su dva fenomena koja su krajem prošlog i početkom ovog vijeka, sinergetski djelovala i djeluju na zemlje koje su se opredjelile za razvoj tržišne privrede. Decentralizacija, defiskalizacija, razvoj demokratije i tržišne privrede uslovile su pojavu novih finansijskih instrumenata na finansijskim tržištima. Jedan od mnogobrojnih instrumenata su municipalne obveznice, koje mnogi smatraju, „inovacijom” na bosanskohercegovačkom tržištu.

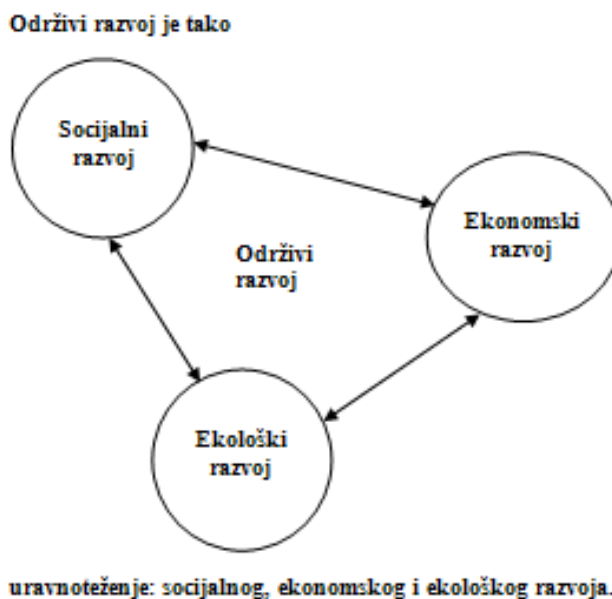
Iako je kasnila, u odnosu na druge tranzicione zemlje, Bosna i Hercegovina zadnjih godina na svom finansijskom tržištu emituje municipalne obveznice.

U ovom radu daje se pregled teorijskih i praktičnih saznanja razvijenih zemalja, koje odavno koriste ovaj finansijski instrument, sa kratkom analizom aktuelne situacije u BiH.

Ideja ovog rada je da se ukaže na činjenicu da se finansiranje projekata zaštite životne sredine zaduživanjem opština i gradova u BiH - putem emisije municipalnih obveznica - i pored ograničenja koje imaju emitenti i rizika koji snosi investitor, pokazalo boljim i efikasnijim izvorom i metodom finansiranja u odnosu na druge oblike zaduživanja.

2. ODRŽIVI RAZVOJ I ZAŠTITA ŽIVOTNE SREDINE

Održivi razvoj je složen pojam koji se najčešće definiše kao razvoj koji zadovoljava potrebe postojećeg stanovništva bez lišavanja budućih generacija mogućnosti da zadovolje svoje potrebe. Iako je komponenta zaštite životne sredine sadržana u ovakvom vidu razvoja, sama ideja održivosti nadilazi pojam životne sredine i obuhvata potrebu za razumijevanjem društvenih, ekonomskih, političkih i kulturnih vrijednosti razvoja. To je vizija napretka koja povezuje ekonomski razvoj, zaštitu životne sredine i moderno otvoreno civilno društvo (vidi Sliku 1.), za čiju realizaciju je nužno sudjelovanje i saradnja svih aktera.



Slika 1. Održivi razvoj

Upravo radi ostvarivanja održivog razvoja za koji se opredijelila i Bosna i Hercegovina danas se kod nas potstiče i inicira aktivno uključivanje svih društvenih, političkih i drugih institucija i pojedinaca u cjelovito promišljanje strategije razvoja. Zbog toga pojam održivi razvoj uključuje ne samo ekonomske nego i brojne društvene, političke, ekološke, socijalne i druge komponente. Upravo lokalne vlasti imaju ključnu ulogu u ostvarivanju održivog razvoja, ali nužna je saradnja i sudjelovanje široke javnosti u stvaranju takve politike razvoja.

Osnovna načela održivog razvoja uključuju:

- brigu o budućim generacijama i o dugoročnom zdravlju i cjelovitosti životne sredine,
- staranje o kvalitetu života (a ne samo o rastu prihoda), o pravednosti odnosa među ljudima, uključujući sprečavanje siromaštva, o skladnosti odnosa među generacijama te o etičkim dimenzijama ljudskog blagostanja,
- pretpostavku da bi dalji razvoj mogao trajati tako dugo dok ga mogu podržati prirodni resursi.

U prvi plan ostvarenja održivog razvoja stavljaju se pitanja sprečavanja zagađivanja, nadzor ispuštanja (emisije) zagađivača, čišćenje tla i vode, postupanje s opasnim materijalima, odlaganje otpada, recikliranje materijala, poslovanje s energijom, čuvanje energije i prirodnih resursa, trajnost proizvoda i njihovo projektovanje, otklanjanje trajnih organskih hemikalija, pa su tako predmet pažnje proizvodne i uslužne kompanije i njihove djelatnosti, a zatim promet, privreda, uzgoj stoke i peradi, ali i sve različite druge ljudske djelatnosti koje utiču na životnu sredinu. Održivi razvoj je neraskidivo povezan s društvenim i ekonomskim poteškoćama: aktivnosti koje se na nekom području odvijaju nauštrb drugih dugoročno nisu održive.

Za postizanje održivog razvoja potrebno je uključiti sve faktore društva, kako bi se razmotrila vlastita odgovornost u vezi s pitanjima životne sredine i razvoja i preuzela inicijativa i obveze. Kako bi se postigao održivi razvoj, zaštita životne sredine mora postati sastavni dio razvojnog procesa, te se ne može i ne smije razmatrati odvojeno od njega.

Zaštitom životne sredine osigurava se cjelovito očuvanje kvaliteta životne sredine, očuvanje prirodnih zajednica, racionalno korištenje prirodnih izvora i energije na najpovoljniji način za

životnu sredinu, kao osnovni uslov zdravog i održivog razvoja. Osnovni ciljevi zaštite životne sredine u ostvarivanju uslova a za održivi razvoj jesu:

- trajno očuvanje izvornosti, biološke raznolikosti prirodnih zajednica i očuvanje ekološke stabilnosti,
- očuvanje kvaliteta žive i nežive prirode i racionalno korištenje prirode i njenih dobara,
- očuvanje i obnavljanje kulturnih i estetskih vrijednosti krajolika,
- unapređenje stanja životne sredine i osiguravanje boljih uslova života.

Osnovna načela zaštite životne sredine su načelo preventivnosti, načelo očuvanja vrijednosti prirodnih izvora i biološke raznolikosti, načelo zamjene ili nadomještanja drugim zahvatom, načelo cjelovitosti, načelo poštovanja prava, načelo plaćanja troškova depolucije te načelo javnosti i sudjelovanja koje određuje da građani imaju pravo na pravodobno obavješćavanje o zagađenju životne sredine, o preduzetim mjerama i s tim u vezi na slobodan pristup podacima o stanju životne sredine. Upravo je transparentnost, dostupnost i poznavanje svih relevantnih informacija najvažnije za donošenje ispravnih odluka. A svima nam je u interesu prosperitet, bolji kvalitet života i viši standard, ne samo danas nego i za generacije koje dolaze.

Najopštije rečeno, zahtjev za ostvarenje održivog razvoja zapravo je zahtjev za uravnoteženje civilizacijskog napredovanja (privreda, društvo) i sposobnosti prirodnih resursa da se regenerišu.

To je zapravo zahtjev za uvođenjem: međugeneracijske odgovornosti u privrednom razvoju.

Riječ je o potrebi usaglašavanja međugeneracijskih interesa gdje današnje generacije ne bi smjele svojim razvojem da oduzimaju razvojne mogućnosti generacijama koje dolaze.

Produži li se prema starom modelu ekonomskog razvoja, uveliko zasnovanog na:

- agresivnosti nad prirodom i
- porastu socijalnih, teritorijalnih i drugih razlika,

ubrzo će se ući u stanje ekonomske neefikasnosti, odnosno vlastite biološke ugroženosti.

Box 1. Razvoj i životna sredina

Konferencija Ujedinjenih nacija o temi: „Razvoj i životna sredina“ (Rio de Žaneiro, 1992.) obavezala je sve vlade svijeta na izradu „Akcionog plana za XXI vijek“.

U septembru 2002. godine u Johaneshburgu je nastavljena konferencija iz Rio de Žaneira o temi „svjetskog održivog razvoja“, čije zaključke je potpisalo 179 zemalja učesnica, čime je definisana obaveza svim zemljama svijeta da koncipiraju i provode održiv razvoj na svojoj teritoriji.

Na konferenciji je prihvaćen „program rada lokalnih zajednica za XXI vijek“. To je, zapravo, sveobuhvatan „katalog problema svijeta za XXI vijek“, naglašavajući posebnu ulogu i odgovornost lokalnih zajednica za provođenje održivog razvoja. S obzirom na njihov neposredan kontakt sa ljudima, one imaju odlučujuću ulogu u vaspitavanju i razvijanju osjećaja za probleme i potrebe ostvarenja održivog razvoja. Preporučeno je da sve lokalne vlasti „prerade“ ovaj „katalog“ i prilagode ga svojim potrebama.

Nacionalne regionalne i lokalne vlasti su dužne, saglasno zahtjevima UN, da u svojim razvojnim strategijama potpunije definišu i opredjele se za vlastiti sadržaj pojma održivog razvoja, te da se, na toj osnovi, definišu budući razvojni ciljevi. To je zapravo nova paradigma (novi obrazac) razvoja kojeg je potrebno ostvariti.

Održiv razvoj nije neka nova i posebna sektorska politika. To je sveopšta „regulatorna ideja“ koja se odnosi na sve razvojne strategije, politike, koncepte, odluke, projekte, kao i na sve nivoe vlasti, na nevladine organizacije, preduzeća, interesne grupe. To nije puka „prepravka“ postojećeg razvojnog koncepta nego njegova temeljna izmjena. To je nov pogled, novi pristup i nova filozofija razvoja, zasnovana na cjelovitosti i dugoročnosti. Buduće razvojne strategije, politike i programi trebalo bi da imaju sasvim drugačiji sadržaj od dosadašnjih.

2.1. Stanje životne sredine u Bosni i Hercegovini

Prema rezultatima ankete „Stanje životne sredine u BiH”^[6.] iz aprila 2011. godine opšte ocjene stanja životne sredine u lokalnim zajednicama u kojima ispitanici¹ žive iskazane su na sljedeći način:

Tabela 1. Ocjena stanja životne sredine u BiH

dobro	25	5,03%
zadovoljavajuće	87	17,51%
nezadovoljavajuće	230	46,28%
zabrinjavajuće	155	31,19%
ukupno:	497	100%

Izvor: [6.], str. 4.

Nezadovoljnih je ukupno 77,46%, a zadovoljnih 22,54%. Uočavamo da je među nezadovoljnim udio onih koji smatraju da je stanje čak i zabrinjavajuće izrazito veliki - 40% svih koji su nezadovoljni odabralo je krajnje negativan stav.

Kako bi se ti opšti stavovi odredili pobliže, ispitanicima je postavljeno i pitanje u kome se tražilo da odrede pet najznačajnijih područja ekoloških problema i rangiraju ih (dio ispitanika je samo označio neke od ponuđenih odgovora, bez rangiranja, pa je u obradi svim takvim odgovorima pripisan prosječni rang 3.).

¹Ispitivanjem stavova o stanju životne sredine obuhvaćeno je 500 ispitanika. Po osnovnim demografskim obilježjima, taj je uzorak obuhvatio: 53,21% žena i 46,79% muškaraca, zatim 5,59% osoba s osnovnim obrazovanjem, 46,91% sa srednjim, 45,71% s višim i visokim (uključujući stepen magistra i doktora) i 1,80% ostalih.

Tabela 2. Ocjena pojedinih problema iz oblasti životne sredine

Glavni problemi zaštite životne sredine	Ocjena stanja životne sredine				
	cijeli uzorak	dobro	zadovoljavajuće	nezadovoljavajuće	zabrinjavajuće
Otpadi i divlje deponije	2,47	2,44	2,47	2,51	2,59
Zagađenje rijeka i vodotoka	2,64	2,64	2,38	2,72	2,62
Zagađenje vazduha (prašina, izduvni gasovi i dr.)	2,31	1,80	2,29	2,41	2,27
Zagađenje zemljišta (kanalizacija i dr.)	3,54	3,57	3,55	3,53	3,55
Neplanska sječa šuma	3,55	2,50	4,05	3,40	3,59
Socijalno stanje	2,89	1,86	2,85	2,83	3,10
Buka	3,90	3,80	3,31	3,93	4,11
Ostalo	4,18	1,00	4,50	3,92	7,00 ¹

Izvor: Isto, str. 6.

U ukupnom uzorku, kao najteže područje određeno je zagađenje vazduha prašinom, dimnim i izduvnim gasovima itd. S tim se slažu i oni anketirani koji opšte stanje ocjenjuju kao dobro, nezadovoljavajuće i zabrinjavajuće. Onima kojima je stanje zadovoljavajuće najveći su problem otpad i divlje deponije, ali i za njih je zagađenje vazduha drugo po značaju. Budući da oni koji stanje smatraju nezadovoljavajućim i zabrinjavajućim čine više od 75% uzorka, normalno je da se njihove (negativne) preferencije podudaraju s rangovima u cjelokupnom uzorku.

Konačno, ova anketa pokazuje veliko nezadovoljstvo opštim stanjem životne sredine. Građanke i građani BiH u postojećem sistemu ne vide mogućnosti da sami utiču na odluke o zaštiti životne sredine.

3. FINANSIRANJE ZAŠTITE ŽIVOTNE SREDINE

3.1. Izvori finansiranja zaštite životne sredine

Politika zaštite životne sredine predstavlja dugoročnu djelatnost koja zahtijeva ogromna finansijska sredstva. Njena uspješnost se bazira na osiguranju dovoljnih, stabilnih i stalnih izvora finansiranja. Jedino se na taj način mogu ostvariti ciljevi i mjere za zaštitu i unapređenje životne sredine.

Svi troškovi finansiranja zaštite životne sredine predstavljaju javne rashode, koji su namijenjeni unapređivanju njenog kvaliteta [9.]. Još od 70-ih godina XX vijeka javni troškovi zaštite životne sredine bili su podmirivani uglavnom iz državnog budžeta. Međutim, 80-ih godina sve više su se primjenjivali ekonomski instrumenti kojima su se osiguravala sredstva za javne izdatke za zaštitu životne sredine.

Ukupni izdaci za zaštitu životne sredine troše se za:

1. sprečavanje, zaštitu i naknadu štete zbog onečišćenja,
2. kontrolu i praćenje onečišćenja,
3. sprovođenje mjera politike zaštite životne sredine i
4. upravljanje životnom sredinom.

Finansiranje zaštite životne sredine može se osigurati iz:

¹ Brojke predstavljaju srednje vrijednosti rangova: najniža brojka znači da je dotični problem najteži, itd.

1. budžetskih sredstava države i jedinica lokalne samouprave,
2. opštih i posebnih fondova za zaštitu životne sredine,
3. sredstvima privrede i
4. kombinovanih izvora.

3.2. Mjesto i uloga nefiskalnih instrumenata finansiranja u izgradnji infrastrukture u oblasti zaštite životne sredine

Upotrebu nefiskalnih instrumenata u finansiranju javnih potreba lokalnih zajednica treba tjesno povezati sa problemima finansiranja objekata i uređenja regionalne, gradske, opštinske i lokalne kapitalne infrastrukture.

Finansiranje izgradnje kapitalnih infrastrukturnih objekata, zatim održavanje i razvoj druge trajne imovine lokalnih zajednica nije moguće ostvariti s ograničenim fiskalnim izvorima, bilo poreske, bilo neporeske naravi.

Budući da su se do sada javne potrebe lokalnih zajednica finansirale fiskalnim prihodima i transferima središnje vlasti, u tim i takvim uslovima u najvećoj mjeri su trpjela i zaostajala ulaganja u razne sadržaje urbane infrastrukture, tako da je ona u mnogim lokalnim zajednicama postala (a u većini, nažalost i ostala) ograničavajući faktor razvoja. Razvoj i finansiranje razvoja urbane infrastrukture mora na neki razvojno vizionarski način izražavati razvojne ambicije određene lokalne zajednice.

U uslovima naglog povećanja priliva gradskog stanovništva u BiH izgradnja urbane infrastrukture javlja se kao preduslov za stvaranje kvalitetnih uslova za život u tim lokalnim zajednicama. To se prije svega odnosi na:

1. izgradnju gradskih saobraćajnica,
2. izgradnju sistema vodosnabdijevanja i kanalizacijskih sistema,
3. izgradnju postrojenja i objekata grejne, plinske i električne infrastrukture,
4. ulaganja u uređenje javnih površina (parkova, javne rasvjete i drugo),
5. ulaganja u postrojenja i objekte za zaštitu okoline, održavanje čistoće te za zbrinjavanje komunalnog otpada,
6. ulaganja u objekte kulturne, socijalne, zdravstvene, predškolske i školske infrastrukture.

Ulaganja u kapitalne objekte urbane infrastrukture moraju postati važan faktor razvojne strategije svake lokalne zajednice. To zapravo znači da u novonastalim uslovima budžeti lokalnih zajednica, pored svojih klasičnih funkcija, sve više propisuju i funkciju investicionog fonda.

Tu sve neophodniju funkciju budžeta lokalnih zajednica kao investicionog fonda lokalne vlasti ne mogu uspješno izvršiti i finansirati samo fiskalnim izvorima. Za to su potrebne finansijske inovacije, novi izvori i novi oblici finansiranja. Kapitalni troškovi izgradnje lokalne infrastrukture enormno su visoki i po pravilu premašuju fiskalni kapacitet lokalnih zajednica.

Sredstva koja su potrebna za finansiranje urbane infrastrukture ne mogu se osigurati ni klasičnim zaduživanjem kod bankarskog sektora jer su po pravilu budžeti mnogih lokalnih zajednica premali za zaduživanje za tako velike i kompleksne investicije. Inostrana iskustva pokazuju da se finansijska sredstva za kapitalna ulaganja u lokalnu infrastrukturu mogu osigurati različitim oblicima udruživanja privatnog i lokalnog javnog sektora u zajednički projekat.

U mnogim razvijenim zemljama, posebno Evrope i u SAD, privatni finansijski sektor ima već danas vrlo značajnu ulogu u finansiranju lokalnih javnih investicionih poduhvata. Najveći doprinos privatnog finansijskog sektora osiguranju sredstava za investicione projekte lokalne infrastrukture ostvaren je korištenjem sljedećih nefiskalnih instrumenata: izdavanjem municipalnih obveznica [1.] i različitim oblicima javno-privatnog partnerstva.¹

Osnov za emisiju i promet obveznicama određen je kroz:

- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik BiH”, broj 52/05 od 02.08.2005. godine),
- entitetske zakone o zaduživanju, dugu i garancijama,
- zakon o tržištu hartija od vrijednosti i odgovarajuću podzakonsku regulativu,
- interne propise emitenta – opštine/grada.

Prema Zakonu o zaduživanju, dugu i garancijama opština se može zadužiti samo ako u periodu stvaranja duga ukupan iznos koji dospijeva za otplatu, po predloženom dugu i cjelokupnom dospelom neizmirenom postojećem dugu, u bilo kojoj narednoj godini ne prelazi 18% iznosa njenih redovnih prihoda ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini. Kratkoročni dug ni u jednom trenutku ne može prelaziti 5% redovnih prihoda ostvarenih u prethodnoj fiskalnoj godini.

Imajući u vidu kompleksnost gore navedene regulative, emitenti najčešće prije početka postupka za emisiju obveznica zaključuju ugovor sa agentom emisije s ciljem da im agent emisije, koristeći svoje znanje i iskustvo, olakša emisiju obveznica.²

U Bosni i Hercegovini su opština Laktaši, a potom grad Banja Luka, bili prve jedinice lokalne samouprave koji su emitovali obveznice u cilju prikupljanja potrebnih sredstava za realizaciju određenih investicionih projekata, dok se u FBiH za takav način prikupljanja sredstava prva odlučila opština Tešanj.

Na osnovu svega gore navedenog može se reći da je značenje municipalnih obveznica u finansiranju urbane infrastrukture u BiH još uvijek nedovoljno. Razloga za to ima više. Ipak, kao glavni razlozi mogu se navesti sljedeći: 1. nedovoljna informisanost, 2. nedostatak znanja i iskustva domaćih finansijskih stručnjaka i čelnika lokalnih zajednica vezanih za ovaj instrument finansiranja, 3. nedovoljna institucionalna podrška središnje vlasti te 4. nedovoljno razvijena zakonska regulativa. Ipak, sva ta ograničenja koja se pojavljuju u razvoju tržišta municipalnih obveznica više su subjektivne naravi i mogu se relativno lako otkloniti.

4. POJAM MUNICIPALNIH OBVEZNICA

Zadnjih godina globalni trend je da vlade zemalja daju veću slobodu lokalnim zajednicama u trošenju novca i prikupljanju dodatnog kapitala. Municipalne obveznice kao nefiskalni instrument finansiranja naročito se razvio u SAD-u u osamdesetim godinama prošlog vijeka. Brojni finansijski teoretičari smatraju da je razvojem lokalnog tržišta kapitala i finansiranjem javnih lokalnih potreba putem emitovanja municipalnih obveznica izbjegnuta finansijski kolaps velikih američkih gradova u tim godinama.

Većina najrazvijenijih gradova SAD¹ i Zapadne Evrope probleme rješava emitovanjem sopstvenih hartija od vrijednosti, najčešće emitovanjem municipalnih obveznica. Osnovna

¹ Više o ovoj temi vidi: Yescombe, E.R. (2010): *Javno-privatna partnerstva – načela politike i financiranje*, MATE doo, Zagreb.

² Jedan od načina emitovanja obveznica u javnoj ponudi je preko preuzimaoca emisije (*underwriter*). U dosadašnjoj praksi emisija municipalnih obveznica u BiH emitenti se nisu odlučivali za korišćenje usluga preuzimaoca emisije.

uloga lokalne samouprave je da se otvori, identifikuje kapitalne projekte i pribavi kadrove sa neophodnim znanjima i iskustvima u realizaciji ovakvih projekata. Osim toga, uloga lokalnih vlasti je da birokratiju svedu na minimum, skrate procedure, kako to ne bi bila prepreka onima koji žele da investiraju.

Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrijednosti emitovane od strane lokalnih vlasti, odnosno gradova, opština i drugih lokalnih zajednica. Naziv municipalnih obveznica dolazi od njihove glavne karakteristike, a to je da ih izdaju organi lokalne samouprave. Njihova je namjena prikupljanje finansijskih sredstava za izgradnju lokalne infrastrukture kao što su škole, bolnice, ceste, kanalizacija, ali i finansiranje drugih projekata koji imaju karakter javnih dobara. Izdavanjem obveznica lokalna vlast pozajmljuje novac i obećava kupcu obveznice da će vratiti posuđenu glavnica s pripadajućim kamatama. Obično se kamate isplaćuju periodično, najčešće polugodišnje. Glavnica se najčešće isplaćuje po dospelosti, ali moguća je i periodična isplata. U većini zemalja postoje poreske olakšice za kupce municipalnih obveznica. One se prvenstveno odnose na zarađene kamate. Municipalne obveznice, osim poreskih olakšica, nude investitorima mnoge druge pogodnosti. Prije svega, investitor dobija atraktivne kamate, po mogućnosti oslobođene od poreza. Kamate se isplaćuju u jednakim periodima, obično polugodišnje, što znači da je gotovinski tok poznat unaprijed. Municipalne obveznice izdaje lokalna zajednica pa time za investitora nose visok stepen sigurnosti naplate potraživanja.

Lokalna vlast emisijom municipalnih obveznica pronalazi neporeske oblike finansijskih izvora, i to u slučaju kad poreski prihodi nisu dovoljni za finansiranje kapitalnih investicija. U suprotnom, ako bi lokalna zajednica te kapitalne investicije finansirala iz poreskih prihoda, po pravilu bi bio nužan jednokratni nagli porast poreskih stopa. Osim što poreski obveznici nisu spremni na nagle promjene poreskih stopa, nepravedno je da troškovi kapitalnih investicija terete samo postojeće poreske obveznike. Opravdano je da se dio troškova tih kapitalnih investicija, putem dugoročnih municipalnih obveznica koji će se također služiti njihovom eksploatacijom, rasporedi i na njih same.

Municipalne obveznice mogu da se grupišu slično kao i komercijalne obveznice. Karakterišu ih:

1. sigurnost, (garancija) otplate duga,
2. mogućnost prodaje (utrživost) obveznica,
3. tehnike izdavanja.

Generalno posmatrano, postoje tri generičke kategorije dugoročnih obveznica, koje se zasnivaju na sigurnosti otplate duga, i to:

1. opšte obavezujuće obveznice (*General obligation bonds*),
2. obveznice koje nose prihode (*Revenue bonds*),
3. namjenski prihodi obveznica.

Sa stanovišta vremena emitovanja postoje:

- kratkoročne,
- srednjoročne,
- dugoročne municipalne obveznice.

Mogućnost prodaje obveznica (utrživost) odnosi se na razlikovanje domaćih i međunarodno emitovanih obveznica. Utrživost municipalnih obveznica pruža mogućnost investitoru prodaju na sekundarnom finansijskom tržištu, a time i ostvarenje kapitalne dobiti.

¹ Lokalne vlasti u SAD su prve municipalne obveznice izdale još 1812. godine, a danas se, između ostalog, koriste i za finansiranje projekata za zaštitu životne sredine ili obnovljivih izvora energije.

Postoje tri osnovne tehnike emitovanja obveznica, a odnose se na javni i privatni plasman obveznica. U slučaju javnog izdavanja, obveznice se nude u javnosti, dok u privatnom plasmanu kupci su poslovne banke, finansijski posrednici, osiguravajuće kompanije, investicioni fondovi i penzioni fondovi.

5. ARGUMENTI U KORIST EMITOVANJA MUNICIPALNIH OBVEZNICA OD STRANE LOKALNIH ZAJEDNICA

Po definiciji, tržište kapitala služi pravnim licima da, izdavanjem hartija od vrijednosti, obezbjeđe dugoročni kapital neophodan za razvoj ili proširivanje poslovanja. Pri tome, nužno je napomenuti da dugoročni uspjeh na tržištu kapitala uglavnom zavisi od otvorenosti izdavaoca hartija od vrijednosti, postignutih ekonomskih rezultata i budućih perspektiva. Organi lokalne zajednice imaju mogućnost da kroz izdavanje tzv. municipalnih obveznica pribave neophodna sredstva za ulaganje u lokalnu infrastrukturu i druge projekte, a ova vrsta hartija od vrijednosti veoma često je visoko rangirana kod investitora, sa obzirom na relativno nizak rizik neispunjavanja obaveza od strane izdavaoca - lokalne zajednice. Prednost municipalnih obveznica, sa aspekta lokalne samouprave, svakako je niža cijena u odnosu na druge oblike finansiranja.

Najvažniji argumenti za emitovanje obveznica od strane lokalnih vlasti, a protiv drugog oblika finansiranja, su:

1. Fleksibilan teret troškova i pristup koristi: pozajmica je vremenom efikasan način za prevazilaženje problema, ali je i nepravedna, jer opterećuje troškovima poreske obveznike. Finansiranje emitovanjem obveznica obezbjeđuje optimalnu raspodjelu resursa, jer postoji uvjerenje da većina korisnika plaća naknadu, bilo kroz lokalne poreze, ili direktno putem naknade troškova korišćenja lokalnih resursa;
2. Koristi od ubrzanog lokalnog razvoja mogu biti veći od troškova pozajmice. Ubrzanje skraćenja perioda investicionog ulaganja može znatno smanjiti operativne troškove (u zavisnosti od usluge);
3. Stabilizacija potrebnih budžetskih sredstava. Obim kapitalne potrošnje u jedinici lokalne samouprave mijenja se iz godine u godinu. Ako su kapitalni projekti finansirani iz tekućih prihoda, tražnja za finansijskim sredstvima će se promijeniti sa vremenom.

Nameće se pitanje zašto su municipalne obveznice atraktivne za lokalne zajednice? Argumenti u korist emitovanja municipalnih obveznica od strane lokalnih zajednica su brojni, najbitniji su:

- ▶ Emitovanjem municipalnih obveznica obezbjeđuju se jeftiniji izvori finansiranja, za razliku od klasičnog načina zaduživanja kod bankarskog sektora, koji se ogleda u nižoj kamatnoj stopi.
- ▶ Transparentnost emitovanja – povećava odgovornost nosilaca lokalnih vlasti, doprinosi pažljivijoj evaluaciji projekta i podliježe većoj kontroli javnog mnjenja.
- ▶ Izuzeća od poreskog tretmana - transakcije su bez poreskog opterećenja, i ne podliježu oporezivanju dobiti.
- ▶ Praćenje cijene vlastitog duga na tržištu kapitala – mogućnost otkupa prije roka dospijea.
- ▶ Fiksna ugovorena kamatna stopa – ne podliježe tržišnim oscilacijama.
- ▶ Troškovi finansiranja su niži i konkurentniji - u odnosu na tradicionalne kreditne linije.
- ▶ Efikasnije i fleksibilnije finansiranje prema potrebama lokalnih samouprava – putem većih iznosa emitovanja i u većim tranšama.
- ▶ Mogućnosti građana da kroz tržište kapitala ulažu u razvoj svoje lokalne zajednice.

- ▶ Diverzifikacija izvora finansiranja i širenje baze investitora.
- ▶ Projekti finansirani emitovanjem municipalnih obveznica doprinose povećanju kvaliteta života konkretne lokalne zajednice, poboljšanju standarda lokalnog stanovništva i održivom razvoju.
- ▶ Stvara se baza za razvoj realnog sektora – posredno, realni sektor učestvuje u realizaciji infrastrukturnih i drugih projekata od značaja za razvoj lokalne zajednice.
- ▶ Zainteresovanost velikog broja različitih investitora da investiraju u realizaciji konkretnih projekata.
- ▶ Pozitivni marketinški efekti kroz poboljšanje imidža lokalne zajednice.¹

Naravno, pored prednosti postoje i nedostaci za lokalnu zajednicu kao emitenta, a najupečatljiviji su: duži proces prikupljanja sredstava u odnosu na kreditno zaduživanje i neizvjesnije zaduženje koje zavisi od uspješnosti upisa i uplate emisije municipalnih obveznica.

6. ZAKLJUČAK

Implementacija projekata zaštite životne sredine lokalnih zajednica zavisi od njihove sposobnosti da prikupe neophodna sredstva kombinacijom sopstvenih izvora i eksternog finansiranja. Finansiranje putem mehanizma duga omogućava lokalnim samoupravama da u kraćem vremenskom periodu realizuju više infrastrukturnih projekata nego što bi to bio slučaj kada bi ih finansirali sopstvenim sredstvima. Ipak, rizik povezan sa zaduživanjem mora biti dobro shvaćen i dokumentovan u smislu njegovog potencijalnog uticaja na lokalni budžet u budućnosti.

Budžet je tradicionalni i najzastupljeniji izvor finansiranja projekata lokalnog razvoja u BiH. Međutim, ovaj izvor finansiranja postaje sve nesigurniji, između ostalog, i zbog promjene u načinu raspodjele poreskih prihoda, prenošenjem indirektnih poreza (PDV-a i carine) sa entitetskog na državni nivo. Još od 2006. godine, lokalne zajednice procentualno dobijaju manje ovih prihoda u odnosu na pređašnje prihode od raspodjele poreza na promet na nivou entiteta. Budžet velikog broja lokalnih zajednica zadovoljava samo potrebe finansiranja operativnih troškova i to za interventno rješavanje socijalnih problema, za zdravstvenu zaštitu, komunalne usluge i sl. Za finansiranje većih projekata, opštine mogu očekivati pomoć kroz preraspodjelu sredstava iz entitetskih budžeta putem podsticajnih sredstava za razvoj pojedinih sektora i djelatnosti (npr. poljoprivrede, MSP, zdravstvenu zaštitu i sl.).

Zaduživanje javnog sektora kod poslovnih banaka i drugih kreditora ograničeno je Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama BiH („Službeni glasnik BiH”, broj 52/05 od 02.08.2005. godine). Sa stanovišta banaka – povjerilaca, u uslovima finansijske krize javni sektor je manje rizičan i zato su uslovi za odobravanje kreditnih sredstava ovom sektoru fleksibilniji u odnosu na privatni. Kreditiranje projekata lokalnog razvoja iz sredstava entitetskih investiciono-razvojnih banaka također pruža određene pogodnosti. Ipak, ovaj izvor zaduživanja ne mora da bude povoljniji od nekih drugih izvora, kao što su naprimjer municipalne obveznice.

Međutim, ni emisija obveznica ne mora biti najbolji izbor za male i nerazvijene opštine zbog njihove neatraktivnosti za potencijalne investitore, malog obima emisije i visokih fiksnih troškova izdavanja. Iz tog razloga je emisija municipalnih obveznica u BiH je često privilegija razvijenih opština i gradova. Kao i svako drugo zaduživanje, obveznice nose rizik koji se prvenstveno ogleda u nedovoljnom ostvarivanju prihoda od investicije za servisiranje preuzetih obaveza.

¹ Na taj način kreira se imidž i povećava rejting lokalne zajednice kao investicione destinacije.

LITERATURA

- [1.] *An Investor's Guide to Municipal Bonds*, (2003): The Bond Market Association, New York, (pristup 06.08.2011.), [dostupno na http://rseelaus.com/pdf/An_Investors_Guide_to_Municipal_Bonds.pdf], p 8.
- [2.] Bodie, A., Kane A., Marcus A.J. (2009): *Osnovi investicija*, šesto izdanje, Datastatus, Beograd.
- [3.] Đerić, B. (1997): *Teorija i politika privrednog razvoja*, Savremena administracija, Beograd.
- [4.] Ekonomska komisija Ujedinjenih Naroda za Evropu, (2011): Pregled stanja okoliša Bosna i Hercegovina (drugi pregled), Njujork i Ženeva, (pristup 22.01.2012.), [dostupno na http://www.bhas.ba/dokumenti/EPR_2_001_01-bh.pdf].
- [5.] Erić, D. (2003): *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, str. 282-284.
- [6.] Fondacija Heinrich Böll Stiftung, Helsinški komitet za ljudska prava u BiH i Centar za ekologiju i energiju, (2011): Partnerstvo za više okolišne standarde u BiH, Stanje životne sredine u BiH, Sarajevo, (pristup 21.01.2012.), [dostupno na <http://www.boell.ba/downloads/Brosura.pdf>].
- [7.] *Investing in Municipal Bonds Determining if Tax-Free Munis are Right for Your Portfolio* By Joshua Kennon, (pristup 07.08.2011.), [dostupno na <http://beginnersinvest.about.com/cs/municipalbonds/a/aa071502.htm>].
- [8.] „Intervju Graham Chechire Municipalne obveznice – nova tema i novi izazov”, (2009): *Bankarstvo*, Beograd, broj 9-10, str. 46-51.
- [9.] Lončarić-Horvat, O. (1984): „Mogućnost finansiranja zaštite i unapređenja čovjekove okoline u sklopu poreznog sistema”, *Financijska praksa*, Zagreb, str. 5-6.
- [10.] *Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Bosne i Hercegovine*, od 02.08.2005., Službeni glasnik BiH, Sarajevo, broj 52/05.
- [11.] *Zakon o tržištu hartija od vrijednosti*, 2006., Službeni glasnik Republike Srpske, Banja Luka, broj 92/06.
- [12.] *Zakon o tržištu hartija od vrijednosti*, 2009. Službeni glasnik Republike Srpske, Banja Luka, broj 34/09.
- [13.] Šimović, H. (2005): „Municipalne obveznice i njihova primjena u Hrvatskoj”, *Financije-računovodstvo*, Zagreb, broj 3. str. 8-13.
- [14.] *Učinkovito financiranje kapitalnih ulaganja u jedinicama lokalne samouprave, Vodič za učinkovito upravljanje procesom kapitalnih ulaganja*, (2006): The urban institute, Zagreb.
- [15.] *Vodič za zaduživanje lokalnih samouprava i najnovija dešavanja u zemljama NALASA*, (2011): NALAS, (pristup 05.08.2011.), [dostupno na http://www.lokalnirazvoj.rs/assets/files/Baza_znanja/Upravljanje_prihodima/Vodič%20za%20Zaduživanje%20lokalnih%20samouprava.pdf].
- [16.] „Zaduživanje za vraćanje starih dugova”, (2010): *Korak, časopis Privredne komore Srbije*, Beograd, broj 57. str. 18-19.
- [17.] Živković, B., Šoškić, D. (2009): *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 255–259.
- [18.] Yescombe, E.R. (2010): *Javno-privatna partnerstva – načela politike i financiranje*, MATE doo, Zagreb.